

258.14(679) gest-64
MUF



**Análise Descritiva e Comparativa das
Políticas de Financiamento de Quatro Empresas dos
Sectores de Bebidas e Combustíveis
Líquidos**

João Cautela Mufume

**Trabalho de Licenciatura em Gestão
UNIVERSIDADE EDUARDO MONDLANE
FACULDADE DE ECONOMIA
SETEMBRO DE 2004
MAPUTO**

U. E. M. - ECONOMIA	
R. E.	29 267
DATA	21 / 01 / 05
AQUIZIÇÃO	aferta
COTA	

Declaração

Declaro por minha honra que este trabalho é da minha autoria e resulta da minha investigação. Esta, é a primeira vez que o submeto para obter o grau académico numa instituição educacional

João Cautela Mufume

(João Cautela Mufume)
Setembro de 2004

Aprovação do Júri

Este trabalho foi aprovado com 16 valores no dia 27 de Setembro de 2004 pelos membros do Júri examinador da Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane.

[Assinatura]
(O Presidente do Júri)

[Assinatura]
(O Arguente)

[Assinatura]
(O Supervisor)

DEDICATÓRIA

À minha companheira Márcia Nobre
e
Aos meus Pais e meus Irmãos

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço aos meus pais por me terem gerado e proporcionado a oportunidade de frequentar a escola, a eles a minha imensa mas insuficiente gratidão.

Aos meus irmãos Olga e Viriato, eles foram e são companheiros de todas as horas e este momento é tanto meu quanto deles. Foram o suporte e referências para este percurso, a eles o meu muito obrigado.

Ao meu supervisor, Dr Gildo Lucas, vai o meu especial agradecimento, pois apesar de suas intermináveis ocupações (nisso o Senhor é referência e minha preferência), esteve sempre, com seu exemplo e disponibilidade, aberto a dar sugestões para o enriquecimento do presente trabalho.

Aos meus amigos sem exceção, colegas de trabalho (oito horas diárias juntos!...) e companheiros de carteira, o conteúdo deste trabalho resulta também do convívio que Vocês me proporcionaram.

E finalmente, quero, no silêncio do meu grito, agradecer a minha companheira de todas as horas Márcia Nobre, pela compreensão e apoio disponibilizados e sem os quais este momento poderia ter sido....

“Curiosidade, criatividade, disciplina e especialmente paixão são algumas exigências para o desenvolvimento de um trabalho criterioso baseado no confronto permanente entre o desejo e a realidade”

Mirian Goldenberg

ÍNDICE

LISTA DE FIGURAS	vii
LISTA DE TABELAS	vii
LISTA DE GRÁFICOS	vii
LISTA DE TABELAS	viii
LISTA DE ABREVIATURAS	viii
1. INTRODUÇÃO	01
1.1. O Problema a pesquisar	02
1.2. Objectivos do Trabalho	03
1.3. Justificativa e Contribuição do Estudo	04
1.4. Limitações da Pesquisa	05
1.5. Metodologia de Pesquisa	06
1.6. Estrutura do Trabalho	08
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	
2.1. ESTUDOS TEÓRICOS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL	
2.1.1 Estrutura de Capital	09
2.1.2 Endividamento sob outras designações	09
2.1.3 Teorias da Estrutura Óptima de Capital	10
2.1.3.1 Estrutura de Capital e a Teoria da Pizza	10
2.1.3.2 Teoria Introdutória: Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital (Ambiente sem imposto)	11
2.1.3.3 Teoria Corrigida de MM: Teoria da relevância da Estrutura de Capital (Ambiente com impostos)	13
2.1.3.4 Modelo Baseado no <i>Tradeoff</i> ou de Compensação	15
2.1.4 Os Motivos do Endividamento	16
2.1.5 Teoria da Agencia	17
2.1.6 Teoria de Pecking Order (ou Hierarquização)	19
2.1.7 Algumas Evidências Empíricas	20

2.2.	O MERCADO FINANCEIRO MOÇAMBICANO	24
2.2.1	Estrutura de mercados Financeiros	24
2.2.2	Mercado de Crédito e Mercado de valores Mobiliários em Moçambique	25
2.2.3	Constrangimentos ao Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários em Moçambique	26
2.2.4	Aspectos de Ordem Fiscal da realidade Moçambicana	26
3	RESULTADOS DA PESQUISA	29
3.1.	Caracterização das Empresas	29
3.2.	Análise de Dados Levantados	30
3.2.1	Evolução do Capital Social e Património Líquido	30
3.2.2	Níveis e Perfis de Endividamento	32
3.2.2.1	Dívida Financeira Total	32
3.2.2.2	Perfil de Endividamento	34
3.2.3	Ciclo de Caixa	38
3.2.3	Principais Fontes de Recursos	40
3.2.4	Principais Aplicações de Recursos	45
3.2.5	Lucro Operacional Líquido	47
4	CONCLUSÕES	49
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES	51
6	APÊNDICE	53
7	BIBLIGRAFIA	55
8	ANEXOS	57

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo conceptual de avaliação e comparação de modelos de Mazzon	06
Figura 2 – Modelo de Pesquisa adaptado do modelo de Mazzon	07
Figura 3 – Dois modelos de estrutura de capital segundo a teoria da Pizza	10
Figura 4 – Relação entre o endividamento e Custo de capital	12
Figura 5 – Dois modelos de estrutura de capital segundo a teoria da Pizza	13
Figura 6 – A quantidade óptima de capital de terceiros e o valor da empresas	15
Figura 7 – Custos de agência e a relação com estrutura de capital	19

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Evolução do Capital Social e Património Líquido Empresa Alfa	30
Tabela 2 – Evolução do Capital Social e Património Líquido Cervejas de Moçambique., SARL	30
Tabela 3 – Evolução do Capital Social e Património Líquido Coca Cola Sabco	30
Tabela 4 – Evolução do Capital Social e Património Líquido Petromoc, SARL	30
Tabela 5 – Dívida Financeira Total	33
Tabela 6 – Perfil de endividamento dívida de curto prazo sobre dívidas totais	34
Tabela 7 – Índices Comparativos de Liquidez Geral	35
Tabela 8 – Índices Comparativos de Liquidez Corrente	35
Tabela 8 – Exigível Financeiro Total sobre Património Líquido	37
Tabela 9 – Exigível Financeiro Total sobre Activo Total	37
Tabela 10 – Ciclo de Caixa	39
Tabela 11 – Percentual das despesas financeiras sobre o Resultado Operacional	39
Tabela 12 – Principais Fontes de Financiamento da Cervejas de Moçambique	42
Tabela 12' – Principais Fontes de Financiamento da Cervejas de Moçambique	42
Tabela 13 – Principais Fontes de Financiamento Empresa Alfa	42
Tabela 14 – Principais Fontes de Financiamento da Petromoc	42
Tabela 15 – Principais Fontes de Financiamento da Coca Cola Sabco	43
Tabela 16 – Principais Aplicações de Recursos – Cervejas de Moçambique	46
Tabela 17 – Principais Aplicações de Recursos – Coca Cola Sabco	46
Tabela 18 – Principais Aplicações de Recursos – Petromoc, SARL	46
Tabela 19 – Principais Aplicações de Recursos – Empresa Alfa	46
Tabela 19 – Lucro Operacional Líquido Apurado	48
Tabela 20 - Performance Operacional: Lucro operacional Bruto/ Vendas	48

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução do Capital Social da Empresa Alfa	31
Gráfico 2 – Evolução do Capital Social da Petromoc, SARL	31
Gráfico 3 – Evolução do Capital Social da Coca Cola Sabco	31
Gráfico 4 – Evolução do Capital Social da Cervejas de Miç.,SARL	31

Gráfico 5 – Dívida Financeira Total	34
Gráfico 6 – Perfil de Endividamento	34
Gráfico 7 – Evolução de Liquidez Corrente	36
Gráfico 8 – Evolução de Liquidez Geral	36
Gráfico 9 – Fontes de Recursos da Cervejas de Moçambique, SARL	43
Gráfico 10 – Fontes de Recursos da Coca Cola Sabco	43
Gráfico 11 – Fontes de Recursos da Petromoc, SARL	44
Gráfico 12 – Fontes de Recursos da Empresas Alfa	44

LISTA DE TABELAS

Anexo I : Mapas de cálculo de ciclos de caixa por empresa (em dias)	58
Anexo II : Aplicações de Fundos por Empresa (em milhares de MZM)	59

LISTA DE ABREVIATURAS

BVM	Bolsa de Valores de Moçambique
CDM	Cervejas de Moçambique
CMCMCV	Custo de Meios Circulantes Materiais Consumidos ou Vendidos
IRPC	Imposto sobre Rendimento de Pessoas Colectivas
IRPS	Imposto sobre Rendimento de Pessoas Singulares
MM	Modigliani e Miller
mdc	milhões de contos em meticais
MZM	Meticais
TDM	Telecomunicações de Moçambique
SARL	Sociedade Anónima de Responsabilidade Limitada

1. INTRODUÇÃO

Em economias globais cada vez mais incertos e instáveis, os gestores das organizações têm de conjugar uma série de estratégias de maneira dinâmica para o alcance de suas metas. Tais estratégias envolvem decisões que abrangem diversas áreas funcionais da organização, dentre as quais se destacam as decisões de ordem financeira no que concerne às políticas de financiamento adoptadas. As políticas de financiamento chamam a atenção dos diversos agentes, externos e internos, que compõem o macroambiente em que se insere a organização, pois aquelas são sintomáticas em relação ao grau de saúde financeira da empresa e o potencial de alavancagem e crescimento, aspectos de crucial importância para a empresa e o mercado no geral.

“O estudo das formas de relacionamento da empresa com os mercados financeiro e accionário caracteriza-se pela análise do papel que os recursos provenientes daqueles mercados têm no financiamento das despesas com investimentos em capital fixo e circulante, e, portanto, da possibilidade de ampliação das taxas de crescimento das empresas” – Filardo (1980:11). É ideia consensual entre os teóricos que estão ainda por desvendar os enigmas que envolvem a determinação das estruturas de capitais das empresas.

A verificação da influência do sector financeiro sobre o desenvolvimento económico passa necessariamente pela investigação da existência de padrões de financiamento das empresas, ou seja, de prioridades na escolha das três formas de financiamento, a saber:

- recursos próprios ou internos por meios de lucros retidos (RI);¹
- recursos externos via endividamento ou capital de terceiros (B); e
- recursos externos por meio da emissão de acções ou capital próprio (S).

A estrutura de capital das empresas pode ser definida como o conjunto de títulos usados para financiar as actividades empresariais, ou ainda, como razão entre as dívidas de curto, médio e longo prazos (B) e o capital próprio (S). A relação B/S é, então, o parâmetro dessa estrutura. O custo do capital, por sua vez, pode ser entendido como a remuneração exigida de uma empresa pelos obrigacionistas (capital de terceiros) e accionistas (capital próprio), representada como percentual do capital que estes fornecem à empresa.

¹ Existem diversos conceitos para essas fontes. Brealey e Myers (1998) definem o uso de recursos próprios como o fluxo de tesouraria operacional (lucros retidos mais amortizações), menos os dividendos. Por sua vez, Ross *et alii* definem o uso de recursos internos como a receita líquida mais depreciações, menos dividendos.

1.1. O Problema a pesquisar

A estrutura de financiamento de quatro empresas que actuam no mercado moçambicano, duas pertencentes ao sector de comercialização de combustíveis líquidos e as restante do sector de bebidas, se constitui no objecto de estudo do presente trabalho. Tais empresas tiveram presença destacada dentre “as 100 maiores empresas de Moçambique” segundo publicação da revista, com o mesmo nome, editada pela KPMG, edição de 2003.

Os objectivos estabelecidos estão associados a um estudo comparativo, apartir de dados contabilísticos das empresas, identificando-se eventuais semelhanças e diferenças em suas políticas de endividamento, visto que, em princípio, há sintomas de diferenças em suas performances (determinantes seu posicionamento entre as 100 maiores empresas de Moçambique). Tais circunstâncias suscitam a seguinte questão – objecto deste trabalho – **se terão, tais diferenças, alguma ligação com suas políticas e possibilidades de captação de recursos financeiros nos mercados.**

Se as suposições teóricas relacionadas à estrutura de capital forem adequadas à realidade e contexto em que as empresas actuam, espera-se que uma investigação empírica revele significativas diferenças de estrutura entre empresas de comercialização de combustíveis e de bebidas.

1.2. Objectivos do Trabalho

Este trabalho tem como objectivo principal, mostrar as possíveis influências das decisões financeiras, no âmbito das estratégias globais de quatro empresas moçambicanas, e relacionando aquelas decisões, com os postulados teóricos que abordam a controvérsia sobre a estrutura de capital. Este objectivo é perseguido por meio duma pesquisa realizada às empresas Petromoc, ; “Empresas Alfa”; Cervejas de Moçambique, SARL, SARL e Coca Cola Sabco no período de 1997 a 2001.

Para perseguir esse objectivo geral são traçados os seguintes objectivos específicos para a investigação empírica:

1. Identificar os postulados teóricos sobre a estrutura de capital que com razoabilidade expliquem os padrões de financiamento das empresas estudadas;
2. Mostrar evidências que reforcem ou não, a teoria que sustenta uma tendência para a homogeneidade intersectorial, no que refere a estrutura de capitais; e
3. Mostrar evidências de factores como tipo de propriedade e tamanho da empresa, na estrutura de capitais das empresas.

O objectivo principal envolve o estudo de dados de balanços das empresas. Como objectivo secundário, pretende-se verificar a presença de outros factores económico-financeiros que possam diferenciar as estruturas de capital das empresas.

1.3. Justificação da Escolha do Tema

O estudo da estrutura de capital é um dos mais conhecidos “quebra-cabeças” em economia financeira. A evolução histórica das teorias de estrutura de capitais não proporciona modelos integrais e explicativos desta questão mas sim teorias explicativas de evidências reportadas a um determinado contexto em que se inserem as empresas e realidades estudadas.

Do que foi possível aceder em termos de trabalhos, artigos e literatura, não foram localizadas obras que abordem a questão da estrutura de capitais das empresas moçambicanas. O presente trabalho não se propõe a solucionar a controvérsia sobre as teorias de estrutura de capital, mas, proporcionar um exemplo à disposição de estudiosos e executivos para exames críticos, discussões futuras e ampliação de pesquisas sobre o tema e suas derivações para contexto das empresas moçambicanas.

1.4. Limitações da Pesquisa

A pesquisa desenvolvida neste trabalho apresenta uma série de limitações que devem ser devidamente destacadas. Estas limitações, de certa forma, podem distorcer os resultados e conclusões da pesquisa e afectar a interpretação de dados.

Um das limitações é o facto de os dados terem sido obtidos de diferentes fontes e documentos. Parte de dados foram obtidos a partir de relatórios anuais de contas não conciliados enviados pelas empresas às repartições das Finanças e outra parte obtida a partir de relatórios de auditorias às contas de empresas em causa. Para situações em que os dados foram obtidos das duas fontes, foram apuradas diferenças de dados entre ambas, e que a opção para o presente recaiu sobre os dados contidos das demonstrações financeiras constantes de relatórios de auditoria

Outra limitação prende-se com diferenças entre empresas na forma de apresentação das demonstrações financeiras. Algumas empresas apresentam as demonstrações financeiras por funções (que facilita a análise) e outras em uniformidade com o Plano Geral de Contas de Moçambique, e ainda outras não apresentam dados detalhados e nem dados explicativos e em anexos ao balanço.

A limitação relevante, que também condicionou a quatro a amostra de empresas objecto e o período de estudo, foi a indisponibilidade das empresas em facultar respectivas demonstrações financeiras alegadamente por motivos relativos a pretensão de não exposição a concorrência, entre outros – Facto que para alguns anos e para três das quatro empresas analisadas as informações não foram disponibilizadas. Aliado a isto, aponta-se o facto de a lei fiscal garantir confidencialidade às empresas em relação aos dados que estas últimas são obrigadas a fornecer ao Fisco. Pelo que o acesso daqueles dados junto da Direcção Nacional de Impostos e Auditoria – DNIA dever ser, previamente, autorizada pelas respectivas empresas.

Aliado ao descrito no parágrafo anterior, mencione-se o facto de o trabalho ter um suporte iminente documental (dados colhidos de relatórios de contas das empresas) e adicionado de insuficientes (as vezes inexistentes) depoimentos dos “management makers” das empresas analisadas. Tentativas foram feitas no sentido de se colher depoimentos e explicações adicionais (dos “management makers” das empresas analisadas) à informação contida nos relatórios de contas, mas tiveram, em grande parte, ocorrências adiadas.

1.5. Metodologia de Pesquisa

O método desenvolvido nesta pesquisa é eminentemente descritivo, quantitativo e explicativo, de acordo com a classificação de Abramo (1979:43)². Procura-se descrever e caracterizar as empresas objecto de estudo. Para a descrição dessas empresas procura-se imprimir um carácter quantitativo que permite medir e analisar as fontes de financiamento respectivas. Com a descrição e análise busca-se possíveis explicações para as relações entre as decisões financeiras e os postulados teóricos sobre a estrutura de capital.

A amostra possível e intencional é de 4 empresas, sendo duas de ramo de bebidas e outras duas do ramo de comercialização de combustíveis líquidos. Estas empresas lideram o volume de negócios nos sectores a que estão enquadrados segundo classificação de Revista "100 maiores empresas" editada pela KPMG.

Para atender ao carácter explicativo desta pesquisa são apresentadas e discutidas os modelos teóricos que abordam a problemática da estrutura de capital. Derivada das ciências económicas, a área das finanças faz amplo uso de modelos e simplificações da realidade sob condição *ceteris paribus* para explicar as relações micro e macro-económicas que influenciam as decisões empresariais.

A formação de modelos deve seguir um padrão sistemático de forma que se garanta que os objectivos estabelecidos pela pesquisa sejam alcançados e se possibilite a validação dos resultados. Mazzon (1978:22) propõe um modelo conceptual que tem por objectivo avaliar outros modelos (temáticos), segundo ilustra a figura 1.

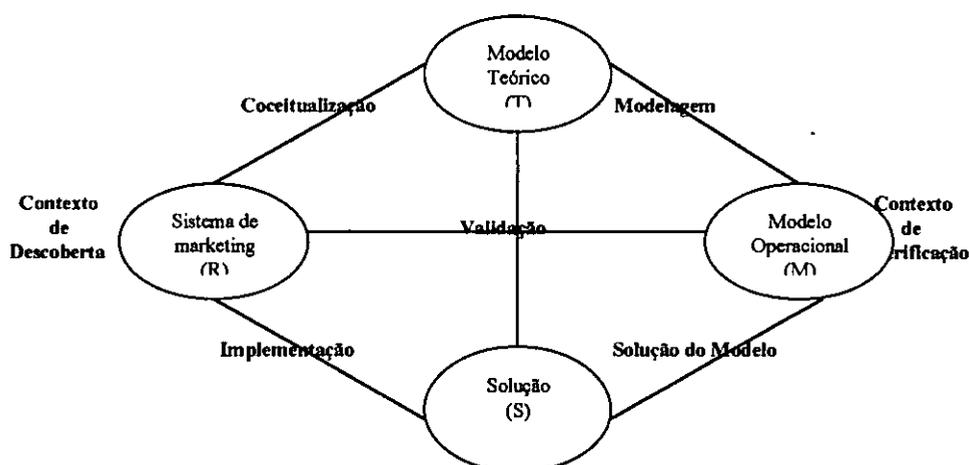


Figura 1 – Modelo conceptual de avaliação e comparação de modelos
Fonte: Mazzon (1978:22)

² Citado por E. Kayo em sua Tese de Mestrado em Gestão 'A Estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: Uma Contribuição ao estudo da valoração de empresas' (2002), Universidade de São Paulo.

A actividade de modelagem como define Mazzon (1978:36) “corresponde à ligação entre uma ou mais teorias ou modelos teóricos e um ou mais modelos operacionais”.

Adaptando o modelo proposto por Mazzon ao tema em estudo, propõe-se a estrutura mostrada na figura 2.

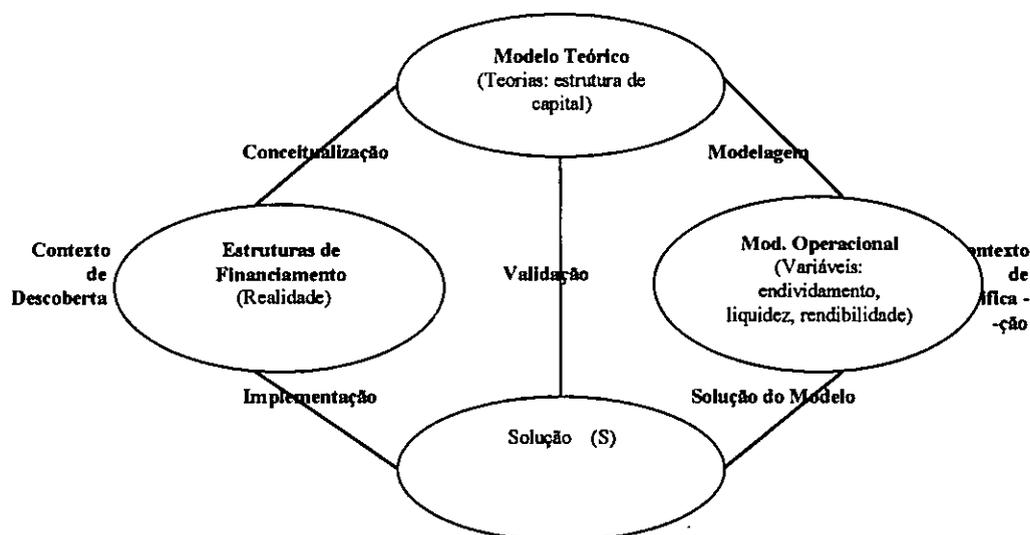


Figura 2 – Modelo de Pesquisa

Nota do autor: adaptado do modelo de Mazzon (1978:22)

A *figura 2* mostra a inter-relação entre o modelo teórico, o modelo operacional e a solução do problema proposto. O modelo teórico contempla as teorias de estrutura de capital. O modelo operacional apresenta as variáveis analisadas.

Para atender ao carácter quantitativo há duas possíveis fontes de dados: os dados contabilísticos apresentadas em relatórios de contas das empresas e outra relativa a dados agregados pelo Banco Central sobre financiamento global da empresas por sectores de actividade. Para o presente trabalho, dada a limitada amostra, optou-se pela primeira fonte, em que estudo buscou avaliar o comportamento médio dos activos das empresas no período de 1995 a 2002. Para o efeito foram colectados dados referentes ao Passivo de Curto e Longo Prazos, Activo Circulante, Activo Permanente. São calculados indicadores que representam relação entre rubricas das demonstrações financeiras para avaliar a existência ou não de novos investimentos. Procura-se também, através daquelas relações, identificar a distribuição das fontes de financiamento quanto a capital próprio ou de terceiro (de curto e longo prazos) e avaliar se ao longo do período estudado estas distribuições sofrem alterações ou se mantêm relativamente estáveis.

1.6. Estrutura do Trabalho

O presente trabalho está estruturado em cinco partes. No capítulo 1, “Introdução” é apresentado o problema da pesquisa, os objectivos, metodologias e a justificação para a realização de deste trabalho.

No capítulo 2, “Fundamentação teórica” é apresentada a revisão bibliográfica das teorias que formam a base desta pesquisa. Os principais temas abordados são Estrutura de Capital e Mercados Financeiros.

No capítulo 3, “Resultados da Pesquisa”, são apresentados os resultados da investigação empírica que incluem análises de Património líquido, Liquidez, endividamento e performance operacional das empresas analisadas.

Por fim nos capítulos 4 e 5 são apresentadas as “Conclusões” e “Considerações Finais e Recomendações” deste trabalho

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. ESTUDOS TEÓRICOS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

2.1.1 Estrutura de Capital

Uma das questões básicas em finanças empresariais ³ é a determinação do modo como as empresas podem levantar dinheiro para custear os dispêndios de capital necessários. A resposta envolve o que se chama de **Estrutura de Capital** da empresa, que indica as proporções de financiamento com capital próprio e capital de terceiros de curto e de longo prazos. E os esquemas de financiamento utilizados determinam como o valor da empresa é repartido entre credores e accionistas da empresa.

2.1.2 Endividamento sob outras designações

A palavra endividamento parece pouco clara⁴, mas as empresas estabelecem uma diversidade de acordos financeiros que se parecem como endividamento, mas que são relevados de modo diferente na contabilidade. Alguns desses compromissos são facilmente identificáveis tais como: as contas a pagar são simplesmente obrigação de pagar os bens que já foram recebidos. Outros acordos não são fáceis de detectar. A título de exemplo: em vez de pedir um empréstimo para comprar um equipamento muitas empresas recorrem à locação ou alugam esse equipamento a longo prazo – Estas acordos são economicamente equivalentes a dívidas garantidas a longo prazo.

Neste trabalho foram consideradas as dívidas identificáveis nos balanços das empresas e seus anexos. Não foram considerados, para análise, dívidas garantidas a longo prazo e não reflectidas nas demonstrações financeiras.

³ Segundo S. Ross, R. Westerfield e J. Jaffe em '*Administração Financeira-Corporate Finance*' (1995) Editora Atlas S.A. (Página 27).

⁴ R. A. BREALEY & S. C. MYERS "Princípios de Finanças Empresariais" 1998 McGraw-Hill Company, Portugal; (Página 360).

2.1.3 Teorias da Estrutura Ótima de Capital

2.1.3.1 Estrutura de Capital e a Teoria da Pizza

A escolha da estrutura de capital (proporção do capital de terceiros e capital próprio) pelas empresas pode ser visualizado pela Teoria da Pizza a seguir representadas:



Figura 3 - Dois modelos de estrutura de capital segundo a teoria da Pizza. Adaptado de Ross S., Westerfield R. e Jaffe J. em *Administração Financeira-Corporate Finance* (1995) Editora Atlas S.A. (pagina. 27)

As figuras acima em formato de pizzas representam o valor da empresa correspondente a soma dos direitos financeiros dos accionistas e dos credores sobre a empresa. Portanto, o valor da empresa, V , é:

$$V \equiv B + S \quad (1)$$

onde B é o valor de mercado das dívidas e S o valor de mercado das acções. A Figura 3 representa duas maneiras possíveis de repartir essa pizza entre acções e dívidas: 40% - 60% e 60% - 40%. Se o objectivo da administração é tornar o valor da empresa tão elevado quanto possível, então a empresa deveria optar pela proporção entre capital de terceiros e capital próprio que torne essa pizza – o valor total V – tão grande quanto possível.

A esta discussão uma das questões que se lhe coloca é a de determinar a proporção entre capital de terceiros e capital próprio que maximiza o valor da empresa e a riqueza dos accionistas. É consenso entre os teóricos que ainda não é possível determinar a estrutura específica de capital que produz o máximo valor para a empresa mas Modigliani e Miller apresentaram argumentos de que uma empresa não pode alterar o valor total dos seus títulos mudando as proporções de sua estrutura de capital.

2.1.3.2 Teoria Introdutória: Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital (Ambiente sem imposto)

O tratamento teórico sobre a estrutura de capital toma necessariamente como base as proposições de Modigliani e Miller (1958)⁵, em diante designada de MM:

(a) *proposição MM I*

$$VL = Vu \quad (2)$$

Vu é o valor da empresa quando só utiliza capital próprio, e o VL é o valor da empresa quando utiliza tanto o capital próprio quanto de terceiros.⁶ Em síntese, pode-se dizer que a política de financiamento da empresa é irrelevante. O índice de endividamento, elevado ou baixo, na empresa pode ser compensado pelo endividamento da pessoa física (endividamento pessoal em substituição do da empresa – situação mencionada como sendo uma *alavancagem feita em casa*)⁷. Supõe-se, para que esse resultado proceda, que os indivíduos possam tomar emprestado a uma taxa de juro idêntica às taxas das empresas.

(b) *proposição MM II*

$$r_s = r_o + B/S (r_o - r_b) \quad (3)$$

Modigliani e Miller afirmam, portanto que a taxa de retorno (ou, entendido doutra forma, o custo) do capital próprio (r_s) varia proporcionalmente ao nível do endividamento (B/S); r_b é a taxa de retorno (custo) do capital de terceiros; e r_o , o custo de capital de uma empresa sem capital de terceiros.

A intuição económica é de que o risco do capital próprio deve ser maior quando a empresa endivida-se, pois passam a existir credores a serem pagos (ou aumenta o seu número, no caso de a empresa já estar endividada). Para desenvolver esta conclusão MM. baseiam-se na fórmula do custo médio ponderado da empresa, r_{wacc} , que pode ser assim escrita:

$$(B/B+S) * r_b + (S/B+S) * r_s \quad (4)$$

onde:

r_b é a taxa de juros, também conhecida como custo de capital de terceiros;

⁵ Abordado por Ross S., Westerfield R. e Jaffe J. em '*Administração Financeira-Corporate Finance*' (1995) Editora Atlas S.A. (pag. 302)

⁶ Símbolos usados: u = unlevered (não endividada), levered (endividada)

⁷ Exemplo ilustrativo em Apêndice 1

r_s é o retorno esperado do capital próprio, também designado de custo de capital próprio ou retorno exigido do capital;

r_{wacc} é o custo médio ponderado de capital da empresa;

B é o valor das dívidas

S é o valor das acções

A fórmula (4) evidencia que o peso aplicado ao capital de terceiros tanto ao capital próprio é dado pelas respectivas proporções na estrutura de capital da empresa. Mantendo constantes r_b e o valor da empresa uma das implicações da *Proposição I* de MM é a de r_{wacc} é uma constante, para uma dada empresa independentemente da sua estrutura de capital em um ambiente sem impostos. Sendo que o r_{wacc} dum empresa é sempre o mesmo quer esteja endividada quer não esteja.

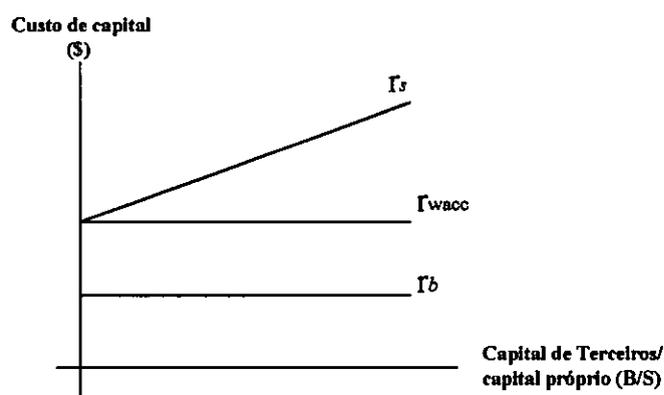


Figura 4 – Relação entre o endividamento e Custo de capital (próprio e de terceiros)

Fonte: Segundo Ross S., Westerfield R. e Jaffe. J 'Administração Financeira-Corporate Finance' (1995) Editora Atlas S.A. (pagina 27)

A *proposição II* exprime o retorno esperado do capital próprio em termos de grau de endividamento. Há uma relação directa entre o custo de capital próprio, r_s , e o grau de endividamento da empresa e o custo médio ponderado de capital da empresa, r_{wacc} , é independente do grau de endividamento da empresa, segundo ilustra o gráfico 1.

Os resultados de Modigliani e Miller, num ambiente sem impostos, indicam que os administradores de uma empresa não são capazes de alterar o seu valor reorganizando a composição do financiamento da empresa.

MM afirmam que o custo geral de capital das empresas não pode ser reduzido com a substituição do capital próprio pelo capital de terceiros, muito embora o capital de terceiros pareça ser mais barato que o capital próprio. A razão disto é que à medida que a empresa aumenta o capital de terceiros, o capital remanescente se torna mais arriscado. À medida que esse risco se eleva, o custo de capital próprio acaba aumentando. O aumento do custo de capital remanescente compensa a vantagem obtida com a maior proporção obtida com a maior proporção da empresa financiada com capital de terceiros mais barato. MM provam com isso que os dois efeitos compensam um ao outro, de

modo que o valor da empresa e custo geral do capital acabam sendo insensíveis ao grau de endividamento.

2.1.3.3 Teoria Corrigida de MM: Teoria da relevância da Estrutura de Capital (Ambiente com impostos)

Neste caso a estrutura de capital é relevante e afecta o valor da empresa. O valor da empresa está positivamente relacionado com nível de endividamento. A ideia básica pode ser constatada no desenho de uma pizza, como na figura 5. Na pizza a esquerda representa uma empresa sem capital de terceiros onde o valor da empresa é repartido entre o Estado (proporção considerada custo) e os accionistas.

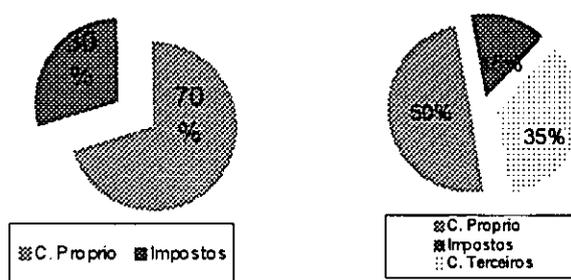


Figura 5 - Dois modelos de estrutura de capital segundo a teoria da Pizza. Adaptado de Ross S., Westerfield R. e Jaffe J. em *Administração Financeira-Corporate Finance* (1995) Editora Atlas S.A. (pagina 27)

A pizza apresentada à direita, para a empresa com dívidas, mostra três grupos de direitos: accionistas, credores e impostos. O valor da empresa com dívidas é soma do valor do capital de terceiros com o valor do capital próprio. Ao escolher entre duas estruturas de capital apresentadas na figura, um administrador financeiro deve seleccionar aquela que tiver maior valor. Supondo que as duas pizzas tem a mesma área total, o valor será maximizado naquela estrutura de capital em que o pagamento de impostos seja menor. Olhando para as pizzas acima, a proporção destinada a impostos é menor na empresa com dívidas do que na empresa sem dívidas. Portanto os administradores devem optar por maior endividamento.

(a) proposição MM I

$$V_i = V_u + T_c B \quad (5)$$

Essa equação diz que V_i , o valor quando se utiliza tanto o capital alheio quanto de terceiros, é directamente proporcional ao total do endividamento (B). A novidade deve-se à alíquota de imposto média (T_c). A consideração da existência de impostos aproxima a teoria de Modigliani e Miller das evidências empíricas. A mecânica de actuação de impostos justifica-se, pois os juros devidos aos credores (por uso do capital de terceiros – B) são considerados despesas e podem ser deduzidos do lucro antes da tributação, facto que não se dá com a remuneração do capital próprio, ou seja, os dividendos. Tem-se, dessa forma, forte incentivo ao uso do capital de terceiros.

(b) proposição MM II

$$R_s = R_o + B/S (R_o - R_B) (1 - T_c) \quad (6)$$

A taxa de retorno do capital próprio (R_s) ainda varia proporcionalmente ao nível do endividamento (B/S). Existe, contudo, um factor de redução nessa proporcionalidade igual a $(1 - T_c)$.

Mesmo com a inclusão de impostos persiste ainda incoerência entre as proposições de Modigliani e Miller e a evidência empírica. Para autores, as empresas devem usar tanto capital de terceiros (B) quanto possível. Como essa situação não é verificada na prática, deve-se buscar uma justificativa para os limites ao uso do capital de terceiros, pois, empiricamente, as empresas usam níveis moderados de endividamento.

2.1.3.4 Modelo Baseado no *Tradeoff* ou de Compensação

Uma explicação para o uso limitado de capital de terceiros pode ser feita apartir dos custos de falência ou custos das dificuldades financeiras, que podem ser segmentados em custos directos, com despesas judiciais e administrativas da situação de falência ou concordatária, e custos indirectos, como a redução da capacidade de operação da empresa e os custos de agenciamento.⁸ A possibilidade da falência afecta negativamente o valor da empresa, mas não é o risco em si que exerce essa influência, mas sim os custos a ela associados.⁹ Em síntese os custos de falência e a impossibilidade de eliminá-los por completo levam a um uso moderado de capital de terceiros e à determinação do nível óptimo de endividamento (B^*), ou seja, caso se trace um gráfico da relação entre o valor da empresa e o uso de capital de terceiros, este tem o formato de um "U" invertido.

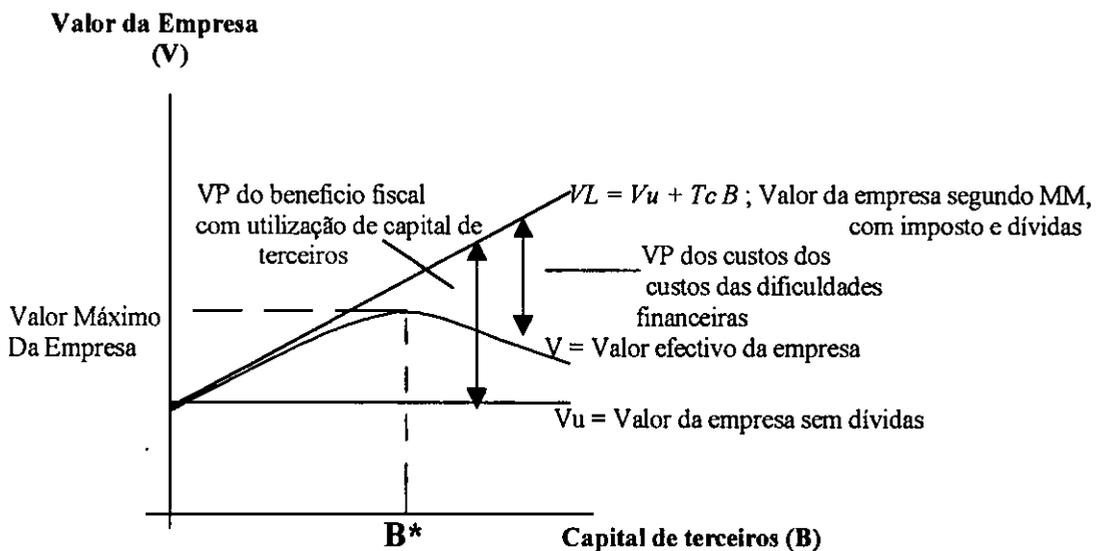


Figura 6 – A quantidade óptima de capital de terceiros e o valor da empresa. Adaptado de S. Ross, R. Westerfield e J. Jaffe em 'Administração Financeira-Corporate Finance' (1995) Editora Atlas S.A. (pag. 332)

⁸ Os custos de agenciamento podem aparecer de várias formas tais como o incentivo a que a empresa assuma riscos elevados, incentivo a subinvestir, incentivo a esvaziamento de propriedade, distribuição de fundos aos accionistas antes da falência e outros. Eles surgem como um clássico problema de agente – principal: necessidade de monitoria pelo principal (accionista) para que o agente (administrador) cumpra adequadamente o seu papel.

⁹ Existem formas para a redução dos custos de capital de terceiros como, por exemplo, o estabelecimento de cláusulas protectoras nos contratos de empréstimos, que podem ser positivas, se especificam uma acção que a empresa aceita executar (manutenção de um determinado nível de capital de giro, fornecimento de demonstrações contabilísticas, entre outros), ou negativas, se a cláusula limita ou proíbe determinadas acções da empresa (limitação ao montante de dividendos que podem ser pagos, proibição de fusão, dentre outras). Outra forma de redução de custos de capital de terceiros é o resgate da dívida antes da falência ou o consolidação da dívida, com organização adequada. De qualquer forma, esses custos podem ser reduzidos mas nunca serão eliminados completamente.

O gráfico 2 mostra que o endividamento é limitado, especialmente pelos custos de uma eventual dificuldade financeira. Myers (1984:577), propõe um modelo de estrutura de capital baseado no *tradeoff*, ou compensação, entre os custos e os benefícios do endividamento. De acordo com Myers, mantidos constantes os activos e os planos de investimentos da empresa, o limite para o uso do capital de terceiros se dá quando os custos gerados pelo endividamento passam a ser maiores que os benefícios gerados. A recta V_u representa o valor da empresa sem dívidas. A recta V_L corresponde ao valor da empresa alavancada conforme proposições de MM, ou seja quanto maior o nível de endividamento maior o valor da empresa. A curva V representa o valor efectivo da empresa segundo o modelo de Myers. Baseado neste modelo, o valor da empresa é crescente em função dos benefícios fiscais gerados pelo endividamento até ao ponto em que começam a surgir dúvidas sobre a saúde financeira da empresa e os custos começam a ficar elevados.

2.1.4 Os Motivos do Endividamento

Uma adequada política de financiamento que se utilize intensamente de recursos de terceiros pode trazer benefícios ao valor da empresa. Segundo Stewart III (1999:9)¹⁰, o uso adequado do endividamento pode criar valor de cinco formas:

1. aproveitando os benefícios fiscais relacionados à dívida;
2. criando a obrigação de se pagar dívidas e, assim eliminar a tentação de se investir em projectos de baixa qualidade e fazer aquisições com valores superestimados;
3. facilitando a concentração das acções nas mãos das pessoas que mais podem influenciar o valor da empresa, os gestores e empregados;
4. estimulando a venda de activos ou negócios que não agreguem valor à empresa em função da obrigação de pagar dívidas; e
5. criando uma situação, em parte psicológica, de dificuldades financeiras e, assim, antecipar mudanças dolorosas embora necessárias.

Às cinco razões acima listadas por Stewart III, dois outros motivos para se utilizar intensamente o capital de terceiros podem ser: em primeiro lugar o custo do capital de terceiros é, no longo prazo, menor que o do capital próprio. Em segundo lugar, e aparentemente mais óbvio que os demais motivos, é a necessidade de recursos. Segundo a teoria do *Pecking Order* (vide o item 2.1.6), as empresas preferem financiar seus investimentos com os fundos gerados internamente. Uma vez esgotados esses recursos, as empresas preferem fazer a captação de recursos através de dívidas, antes de emitir novas acções.

¹⁰ Citado por E. Kayo em sua Tese de Mestrado em Gestão 'A Estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: Uma Contribuição ao estudo da valoração de empresas' (2002), Universidade de São Paulo

2.1.5 Teoria da Agência¹¹

A teoria de agência, impulsionada por Jensen e Meckling, (1976)¹², é uma das principais contribuições na área da estrutura de capital. O centro dessa teoria é o relacionamento ente o principal e o agente, em que o primeiro contrata o segundo para a execução de algum tipo de serviço (Jensen e Meckling, 1976: 308) Se cada uma das partes busca maximizar sua utilidade, as ações do agente nem sempre atendem aos interesses do principal, o que acaba gerando custos de agência.

Essa corrente teórica, segundo Leland (1998: 1213)¹³, desafia a premissa de MM de que as decisões de investimentos são independentes da estrutura de capital. Segundo a teoria de agência, é possível se determinar o nível ótimo de endividamento a partir do equilíbrio entre os custos de agência oriundos de conflitos entre os diversos interessados na empresa (acionistas, credores, empregados, entre outros). O nível ótimo é definido quando o custo de agência total é minimizado. O custo de agência total, por sua vez, é a soma do custo de agência de capital próprio externo e o custo de agência de dívida.

O custo de agência do capital próprio externo é gerado pelo conflito entre acionistas e administradores. Isso pode acontecer de duas formas:

- (1) quando o proprietário fundador da empresa vende parte da empresa para sócios ou acionistas externos¹⁴; ou
- (2) quando os gestores da empresa não possuem participação na empresa.

Qualquer que seja a situação o conflito de interesses deve-se, segundo Jensen (1986:323), ao fluxo de caixa livre em excesso. "Fluxo de caixa livre" é o caixa excedente após o financiamento de todos os projectos que apresentem valor presente líquido positivo. Quanto maior o fluxo de caixa livre, maior a tendência do gestor em gastar os recursos excedentes em mordomias ou em projectos que não remunerem o capital investido. Para se reduzir os custos de agência do capital próprio, pelo menos duas soluções são possíveis. A primeira aumentar a participação accionária dos administradores, alinhando seus interesse com os da empresa. A segunda utilizar capital de terceiros de forma mais intensiva possível reduzindo o fluxo de caixa livre da empresa o que por sua vez fará com que o dispêndio perdulário por parte dos administradores diminua.

¹¹ Harris e Raviv (1991) fizeram uma análise da estrutura de capital também não baseada em considerações de imposto mas a partir da divisão de diversas teorias em quatro grupos: *Modelos Baseados em Custos de agenciamento*, *Modelos Baseados em assimetria de informação* e *Modelos baseados na interação mercado do produto/insumo*.

¹² Citado por E. Kayo em sua Tese de Mestrado em Gestão 'A Estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: Uma Contribuição ao estudo da valoração de empresas' (2002), Universidade de São Paulo

¹³ *idem* ao citado em 12.

¹⁴ Aqui o accionista externo é definido como o accionista que não faz parte da administração

O custo de agência das dívidas, intensificado pelo aumento do uso de capital de terceiros, é gerado pelo conflito de interesse entre os accionistas e credores. Esse custo passa a ser um grande limitador para o endividamento.

Quanto maior a participação dos accionistas externos, maior é o custo de agência do capital próprio externo. Por outro lado, o custo de agência das dívidas diminui com a aumento da participação dos accionistas externos. A estrutura de capital óptima acontece quando o custo de agência total é minimizado com ilustra o *gráfico 3* na página seguinte.

A teoria da agência tem implicações importantes sobre a definição de estrutura de capital de empresas em diferentes fases de crescimento. O Fluxo de capital livre é maior na fase de maturidade da empresa e, por isso, a participação de capital de terceiros parece ser mais indicada nesta fase do ciclo das organizações. Essa ideia é corroborada por Stulz (1990:4)¹⁵, para quem o índice de endividamento depende da distribuição de probabilidades do fluxo de caixa e das oportunidades de investimento da empresa. Segundo Stulz, dependendo da intensidade de crescimento da empresa, dois tipos de problemas podem ser identificados: um problema é causado pelo sobre-investimento (*overinvestment*) e outro causado pelo sub-investimento (*underinvestment*). O primeiro problema, está presente nas empresas em fase de maturidade, é causado porque a administração investe mais do que deveria em projectos que não oferecem valor presente líquido positivo. O segundo acontece com empresas em fase de crescimento, é causado quando as empresas não possuem recursos internos suficientes para financiar projecto de valor presente positivo.

Jensen (1986:324), Stulz (1990:4), Stewart III (1999:9)¹⁶, entre outros defendem o uso do endividamento para a redução de fluxos de caixa livre. Sob este ponto de vista, o endividamento pode exercer dois tipos de efeito sobre a riqueza dos accionistas, um positivo e outro negativo. Afecta positivamente quando reduz investimentos que não agreguem valor e afecta negativamente quando inibe investimentos rentáveis. Portanto o endividamento é mais indicado para empresas, unidades de negócio ou activos que estejam na fase de maturidade em seus ciclos de vida.

Uma restrição ao uso ilimitado de recursos internos e consequente dependência em demasiado dessa fonte é: se os gestores não tiverem dificuldades de angariar fundos, não pensarão duas vezes na hora de gastá-los, e isso pode levar à ineficiência alocativa de recursos (Donaldson, 1961 citado por W. Júnior e G. Melo, 1999 "*Padrão de financiamento de empresas privadas no Brasil*"). Além disso os fundos gerados internamente são insuficientes; por exemplo após um período de elevadas vendas tem-se necessidade de recorrer aos mercados de capitais, com o consequente aumento de déficit financeiro (uso de recursos externos, seja de capital próprio ou de terceiros). Isso leva à consideração sobre a existência de ciclos de financiamento em estrutura de capital.

¹⁵ Citados por E. Kayo em sua Tese de Mestrado em Gestão '*A Estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: Uma Contribuição ao estudo da valoração de empresas*' (2002), Universidade de São Paulo

¹⁶ idem ao descrito em nota de rodapé 13

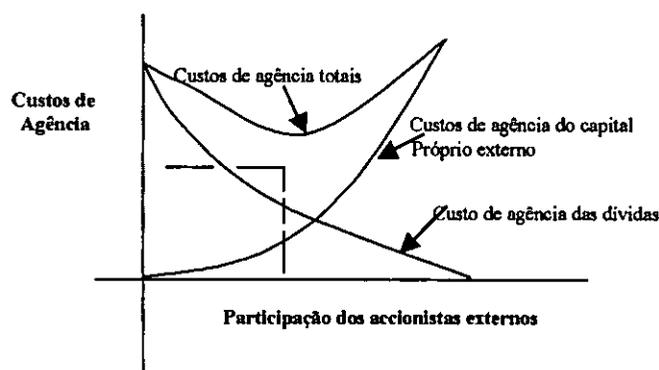


Figura 7- Custos de agência e a relação com a estrutura de capital
 Fonte: Jensen e Meckling (1976:344)

2.1.6 Teoria de Pecking Order (ou Hierarquização)

O termo *pecking order* pode ser literalmente traduzido como hierarquização. A teoria do *pecking order* propõe uma hierarquização das fontes de financiamento, ou seja, assume-se que as empresas preferem ou priorizam o uso de uma fonte em relação a outra.

A teoria do *Pecking Order*¹⁷ parte da premissa de que as fontes de recursos possam ser obtidas interna (fluxo de caixa das operações, retenção de dividendos, etc.) ou externamente (endividamento ou nova emissão de acções). Segundo esta teoria, as empresas em geral, preferem:

- (1) os financiamentos internos aos externos; e
- (2) o endividamento a novas emissões.

Isto significa que as empresas, segunda essa teoria, preferem financiar investimentos com recursos internos em primeiro lugar. Se esses recursos não forem suficientes para financiar todos os projectos de investimento, as empresas contraem dívidas para cobrir as necessidades. Por fim, se ainda existir necessidade de recursos, as empresas optam pela emissão de novas acções.

Segundo Shyam-Sunders e Myers (1999:220), a teoria do *Pecking Order* não prescreve um nível de endividamento óptimo. As compensações entre os benefícios fiscais e os custos de dificuldades financeiras previstas pela teoria estática de estrutura de capital são assumidas como de "segunda ordem". O endividamento segundo o *Pecking Order*, se altera com os desequilíbrios dos fluxos de caixa internos e as oportunidades de investimento. Mudanças no endividamento são direccionadas pela necessidade de recursos externos, não pela tentativa de se alcançar uma estrutura óptima de capital (Shyam-Sunders e Myers; 1999:220).

¹⁷ A teoria de hierarquia das fontes de financiamento foi introduzida por Gordon Donaldson (1961) num estudo realizado um estudo comparativo entre empresas americanas de diferentes sectores com objectivo de identificar os critérios de utilização de recursos de financiamento de investimento pelas mesmas

Harris e Raviv (1991)¹⁸ desenvolveram um modelo baseado na assimetria de informação entre os agentes internos e externos da empresa com implicações na teoria de *pecking order*. Este modelo aponta como determinante da estrutura de capital é dado pelo objectivo de passar informação da empresa para o mercado ou diminuir os efeitos da selecção adversa. Nesta teoria, os administradores detêm informações sobre a empresa que os investidores não possuem. A implicação deste Modelo na teoria de *pecking order* está associado ao facto de após o anúncio de nova emissão de acções, o valor das acções antes existentes deverá cair, pois os investidores imaginarão que os activos da empresa emitente de acções, são de baixa qualidade. Então haverá uma tendência de novos projectos serem financiados por recursos internos ou endividamento. E que as emissões de acções tenderão a concentrar-se logo após o anúncio de lucros da empresa, pois aí reside o problema informacional.

2.1.7 Algumas Evidências Empíricas

Neste ponto são analisados os trabalhos que tentaram elucidar o modo como são determinadas as fontes de financiamento

Entender a estrutura de capital das organizações tem sido objecto de diversos estudos. Apartir da teoria da irrelevância da sua composição, proposta por Modigliani e Miller em 1958, outras ideias surgiram, introduzindo condições e variáveis não consideradas, além de alterações propostas pelos próprios autores a seu modelo inicial.

A teoria da irrelevância da estrutura de capital das organizações de Modigliani e Miller propõe que investimentos com expectativas de retorno não tem problemas de captação de recursos desde que se observem algumas condições, que pressupõe a existência de um mercado financeiro eficiente¹⁹:

- Estrutura de capital da organização sem restrição a uso de quaisquer fontes;
- Inexistência de assimetria de informação em qualquer nível entre credores e tomadores de empréstimos sobre a avaliação de investimentos a que se originam;
- O grau de oferta de recursos no mercado seja infinitamente elástico;
- Que a emissão de acções seja cabível em termos de estrutura de mercado e comportamento dos proprietários como forma de captação.

Entretanto, autores como Koutsoyannis (1982) e Ross, Westerfield e Jafee (1995) teceram críticas ao modelo da irrelevância da estrutura de capitais, desde os seus pressupostos, até ao facto de não se considerar os efeitos dos impostos, custos de falência e outros custos de agenciamento. Em 1963, Modigliani e Miller reconhecem que a dimensão do benefício do endividamento não havia sido correctamente considerada em seu artigo de 1958. Assim, propõe-se um novo modelo que destaca claramente o valor do

¹⁸ Discutidos por Santos L.; Saraiva E.; Godinho L.; Costa J.(2003)

¹⁹ Ross, Jaffe, Westwerfield (1995:263) definem 'mercados financeiros eficientes aqueles nos quais os preços dos fundos reflectem completamente as informações disponíveis'

benefício fiscal, comprovando em teoria que o valor de uma empresa é maximizado com o crescimento de seu grau de endividamento até à totalidade patrimonial.

Os autores tomaram a precaução de destacar que este limite teórico de 100% de endividamento não deve ser perseguido por ser inaplicável tanto em função da limitação natural imposta pelos credores aos níveis de endividamento como pela capacidade de endividamento precisar ser mantida como reserva financeira.

Mesmo a teoria corrigida de Modigliani e Miller recebe críticas de autores como Koutsoyannis (1982), que destaca dentre outros factos que a diferença de valor entre uma empresa que usa endividamento e outra que não o utiliza, só existe durante a utilização deste financiamento que não se pode afirmar se mantenha perpetuamente. Além disso, deve-se levar em conta que, se um credor financia 100% de uma empresa, ele passa a ser seu proprietário, desconfigurando-se assim a figura do terceiro.

Santos L.; Saraiva E.; Godinho L.; Costa J.(2003) afirmam que mesmo a influência dos benefícios fiscais revista por Modigliani e Miller, também foi objecto de estudos de aperfeiçoamento por Myers em 1977. E sublinham que, Myers propõe o modelo *Static Tradeoff* que leva em consideração os custos das dificuldades financeiras além dos benefícios fiscais ao se buscar a estrutura de capital considerada óptima para as organizações. No entanto mesmo Myers em 1989, reconhece que a sua teoria tem algumas limitação, como o facto de não conseguir explicar adequadamente a correlação entre a lucratividade e o grau de alavancagem que se observa de maneira inversa.

Contrastando com os modelos financeiros existentes em suas tentativas de explicar o comportamento das empresas baseadas na hipótese de que há um ponto óptimo de equilíbrio de maximização do valor da empresa ao se pensar na estrutura de capital da mesma, e que este deve ser um objecto a ser perseguido, um estudo de Donaldson de 1961 propõe outro enfoque²⁰.

Ao invés de se pensar na composição estrutural da organização em termos de capital para se definir as fontes a serem priorizadas quando da busca de recursos para algum investimento, o estudo propõe que o endividamentos são frutos de necessidades cumulativas e que o processo de escolha da origem de recursos para os mesmos se dá através de um critério de preferências ao estabelecer uma ordenação ou hierarquia sequencial que seria:

- Capital próprio ou autofinanciamento seria a forma predilecta de captação de recursos das organizações influenciando assim a sua política de distribuição de dividendos e de retenção de lucros, no intuito de assegurar a disponibilização de recursos na empresa sempre por este meio;

²⁰ Também Myers (1984) em artigo bastante referenciado sobre o tema estrutura de capital aponta a dificuldade de elaborar-se uma teoria fechada que explique o porquê das decisões sobre as fontes de financiamento utilizadas pelas empresas. Traz uma contraposição entre a pecking order e a static trade-off hypothesis, e apresenta fortes argumentos em favor da primeira.

- Redução de níveis de saldos de caixa ou títulos negociáveis, no caso de insuficiência de cobertura pela primeira opção;
- Fontes externas de financiamento, novamente considerando-se uma hierarquização entre possibilidades de o fazê-lo onde prevalece o conceito de segurança. Assim têm-se o endividamento como primeira opção de fonte externa, seguido de títulos como debêntures;
- Em último lugar, considera-se a emissão de acções como forma de captação de recursos.

Em 1961, Gordon Donaldson realizou um estudo comparativo entre empresas de diferentes sectores com objectivo de identificar os critérios de utilização de recursos de financiamento de investimento pelas mesmas. Ele observou que o comportamento das mesmas variava quando se comparava empresas de diferentes sectores, mas tendia a se homogeneizar quando as empresas pertenciam ao mesmo sector.

Esta tendência de homogeneidade no comportamento em termos de estruturas de financiamento também foi encontrada nos estudos realizados por Ross, Westerfield e Jaffe (1995) ao se comparar empresas do mesmo sector. Eles justificam este comportamento apartir da alegação de que o facto de a empresa permanecer em um determinado mercado é indícios de que suas práticas financeiras são adequadas e que isto tende a ser observado em outras empresas no mesmo sector.

Chirinko e Singha (1999)²¹ consideram que a principal variável que justifica a teoria da Hierarquia das fontes é a assimetria de informações presente entre os gestores e investidores externos da organização. O estudo de Myers e Majluf (1984)²² demonstra como esta assimetria de leva as empresas a optarem pelo autofinanciamento, mesmo em condições propicias ao financiamento externo, que vem a ocorrer somente quando se esgotam as possibilidades de se autofinanciar e ainda existam necessidades financeiras. Esta necessidades serão supridas externamente observando-se preferencialmente a escolha pelo endividamento, sendo a emissão de acções adoptadas em último caso.

Shyam Sunders e Myers (1999) realizam um teste empírico da teoria da Hierarquia das fontes, observando que há sustentação para a mesma na observação realizada com 157 empresas norte-americanas no período de 1971 a 1989. Neste estudo, os autores o modelo de Hierarquia da Fontes com o modelo *Static Tradeoff*, encontrando evidências que favorecem o primeiro. Tais implicações foram baseadas na expectativa de que as emissões de débitos pelas organizações poderiam ser explicadas apartir das suas necessidades financeiras.

²¹ Citados por Santos L.; Saraiva E.; Godinho L.; Costa J. "Análise das politica de financiamento de duas empresas de grande porte do sector de comercio varejista no Brasil" acessado no endereço electrónico esaraiva@cepead.face.ufmg.br

²² *Idem* ao descrito em 19

Chirinko e Singha (1999;07) contra-argumentam que este teste não é suficiente para comprovar o modelo da Hierarquia das Fontes, sendo útil apenas para indicar o nível de resistência encontrada quando da escolha por emissão de acções pelas empresas.

Frank e Goyal (2002) também buscam evidências de sustentação para a teoria da Hierarquia das Fontes na investigação realizada no período entre 1971 e 1998. Em seu estudo eles sugerem que a teoria da Hierarquia das Fontes se comprova empiricamente até pela suposição de que as empresas não costumam emitir acções após a abertura do capital. No entanto, suas conclusões se contrapõem a esta sugestão pelo facto de o auto financiamento não ser suficiente para cobrir os investimentos realizados de uma maneira geral. Num quadro de financiamento externo com alto grau de utilização, a investigação demonstra que não há grande prevalência de endividamento sobre a emissão de acções. Assim, só se encontram evidências de sustentação à teoria da Hierarquia das Fontes quando a amostragem se faz em critérios mais estreitos como de análises sectoriais, ao contrário do estudo que buscou abranger um número mais amplo de empresas.

Há estudos que propõem também que os sistemas financeiros das nações são também determinantes na formação de determinadas estruturas de capital das organizações ali estabelecidas, como o de Zysman (1983)²³ que propõe três diferentes sistemas financeiros:

- Um primeiro tipo baseado em mercado de capitais com competição definida essencialmente pelo preço onde as relações financeiras são definidas por credores que maximizam seu retorno e minimizam o risco. Quando as instituições financeiras, o fazem através de gestão de portafólios diversificados e quando investidores, pelo foco no retorno sobre dividendos. Percebe-se maior ocorrência de empréstimos de curto prazo. Zonenschain (2002) cita os Estados Unidos como exemplo;
- Um segundo tipo onde os preços básicos são definidos pela acção do governo. Ha ocorrência de empréstimos de longo prazo e com maior grau de controle sobre as empresas exercido pelas instituições credoras em caso de dificuldades, ao contrário do modelo anterior que presença evasão de credores no mesmo caso. Zonenschain (2002) cita a França e o Japão com contextos onde a actuação directa do governo ocorre neste sentido;
- O terceiro tipo segue as mesmas características básicas do segundo, com a diferença de que os preços passam a ser fixados não pelo Governo e sim pelas instituições credoras. Zonenschain (2002) cita a Alemanha e a Suécia como locais onde as instituições cumprem este papel aliado aos governos locais.

Não foram localizados (se é que já foram feitos) estudos que discutam a questão de estrutura de capital para o caso de empresas e realidade moçambicanas. Esta situação não proporciona a este trabalho base para uma visão comparativa dos resultados obtidos.

²³ *ibidem* ao descrito em 19

2.2. O MERCADO FINANCEIRO MOÇAMBICANO

“O mercados financeiro, é um local, físico ou meramente lógico, onde com regras previamente definidas e mecanismos institucionalizados, é assegurada a canalização das poupanças disponíveis dos superavitários (oferta de fundos) para os investidores (procura de fundos) e, simultaneamente, é viabilizada a transformação dessa oferta”. (Cruz, 1996: 177)²⁴

Os mercados financeiros revelam-se importantes na medida em que afectam directamente as opções de investimento das empresas através:

- Da deslocação de fundos dos agentes económicos que lhes faltam oportunidades de investimento produtivo para aqueles que as têm;
- Da transferência de poupança para o investimento;
- Do melhoram directamente o bem estar dos consumidores permitindo-lhes planear melhor o momento das compras;
- Do fornecimento, no presente, de fundos às empresas para financiamento de investimentos, para pagamentos graduais ao longo de anos.

Os pressupostos que sustentam a teoria de MM são assentes numa visão pouco realista em relação aos mercados financeiros: eles devem proporcionar a seus utentes condições que lhes conferem eficiência. E a ineficiência dos mercados é mais assinalável em países em desenvolvimento – razão suficiente que suscita dificuldades de teste àquele modelo para a realidade Moçambicana. Outro aspecto está associado às diferenças em termos da estruturas de financiamento das firmas de vários países, que aparecem associados a desempenhos macro-económicos igualmente divergente. Essa divergências podem ter a ver com diferenças nas proporções de participação dos mercados de capitais e bancário no financiamento global dos diferentes países.

2.2.1 Estrutura de mercados Financeiros

Quanto aos prazos dos instrumentos neles transaccionados os mercados financeiros subdividem-se em *Mercado Monetário e Mercado de Capitais*. No mercado Monetário transaccionam-se instrumentos financeiros cujos prazos de vencimento são inferiores a um ano (curto prazo) e no Mercado de Capitais os instrumentos transaccionados instrumentos financeiros de médio e longos prazos.

Quanto a possibilidade e regime de transmissibilidade dos instrumentos transaccionados, pode-se distinguir o *Mercado de Crédito e Mercado de Valores Mobiliários*. “O mercado de crédito, abrange todos os instrumentos financeiros – e consequentemente vínculos constituídos entre superaviários e tomadores de empréstimos – cuja natureza é impositiva

²⁴ Citado por M. Matola “*Avaliação de Desempenho e Impacto do Mercado de Valores Mobiliários em Moçambique*” (2004) - trabalho de licenciatura em Gestão na Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane.

de livre transmissibilidade dos direitos e obrigações inerentes. Os mercados de valores mobiliários, congregam a procura e oferta de recursos transferidos com a envolvimento de direitos e obrigações livremente transmissíveis, com ou sem representação titulada, e susceptível de possuir liquidez, assegurada por possuir mercados especificamente concebidos para a sua negociação – por exemplo acções, obrigações, papel comercial e outros”. (Cruz, 1996:179)²⁵

Os instrumentos transaccionados no mercado de valores imobiliário conferem direitos aos seus tomadores: os direitos de propriedade subjacentes às acções e os direitos de crédito subjacentes aos valores mobiliários representativos de dívida. Em função disso, o mercado de valores mobiliários, pode classificar-se em mercado de acções e mercado de instrumentos de dívida.

2.2.2 Mercado de Crédito e Mercado de valores Mobiliários em Moçambique

O mercado de valores mobiliários surge na sequência da necessidade de proporcionar e dotar o sistema financeiro moçambicano de mais uma alternativa de financiamento e aplicação de fundos para os agentes económicos, pois até a aprovação²⁶ do regulamento do mercado de valores mobiliários só o mercado de crédito era a alternativa de aplicação e captação de fundos.

Em paralelo a aprovação do regulamento do mercado de valores mobiliários, foi criada nos termos do artigo 1 do Decreto 49/98 de 22 de Setembro, a Bolsa de Valores de Moçambique (BVM) para a gestão funcional, eficiente e em continuidade e adequada liquidez do mercado aberto para a realização de operações de compra e venda de valores imobiliários.

Em termos de aproveitamento por parte de empresas não financeiras das oportunidades que o mercado de valores mobiliários proporciona como alternativa de fonte de financiamento, M. Matola (2004: 58)²⁷ apresenta uma participação incipiente na ordem de 16,6% do mercado de instrumentos de dívidas (do remanescente 16% da dívida obrigacionista foi emitida por intermediários financeiros e 67,4% pelo Estado). E as empresas não financeiras que colocaram títulos neste mercado até primeiro semestre de 2004 foram o Grupo Madal, SARL; TDM, EP; Cimentos de Moçambique, SARL e CDM, SARL, tendo, esta última, emitido acções.

Desde a primeira emissão de títulos no mercado de valores mobiliários em 1999 até meados de 2004, a quota de participação desta alternativa com opção de financiamento à economia nunca ultrapassou os 6,6% (de 2002) e sempre esteve abaixo de 3,7% nos

²⁵ Idem ao descrito em 13.

²⁶ Por Decreto 48/98 de 22 de Setembro aprovado pelo Conselho de Ministros.

²⁷ “Avaliação de Desempenho e Impacto do Mercado de Valores Mobiliários em Moçambique” (2004) - trabalho de licenciatura em Gestão na Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane

restantes períodos. Estes números revelam claramente que o padrão de financiamento à economia moçambicana é o mercado de crédito.

2.2.3 Constrangimentos ao Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários em Moçambique

O desenvolvimento do mercado dos valores imobiliários afigura-se incipiente e reduz às possibilidades de financiamento por endividamento via mercado de instrumentos de dívida e por emissão via mercado de acções. Passados cinco anos após a criação do mercado de valores mobiliários só cinco empresas é que estão cotadas e já se financiaram através deste mercado mais o Estado Moçambicano. O número de empresas cotadas é insignificante comparado com o universo de empresas nacionais. Muitos constrangimentos contribuem para este desempenho, nomeadamente:²⁸

- Rigidez nas condições (jurídicas, económico-financeiras e de natureza de mercados) de acesso ao mercado de valores mobiliários pelas empresas e ausência de um segundo mercado alternativo;
- Natureza de concorrentes ao mercado de valores imobiliários, dos operadores de bolsa como fonte de financiamento;
- Baixa capacidade e poupança, produtividade e rendimento doméstico; e
- Pouca divulgação do mercado de valores imobiliários.

2.2.4 Aspectos de Ordem Fiscal da realidade Moçambicana

Está em curso em Moçambique o processo de reforma tributária que tem como um dos grandes objectivos a simplificação do sistema tributário bem como os procedimentos de liquidação de impostos.

No contexto da reforma foi introduzido 1999 o Imposto sobre o Valor Acrescentado – IVA em substituição do Imposto de Circulação. Na continuidade da reforma fiscal é estabelecida uma Lei de Base do Sistema tributário que congrega disposições gerais de aplicação para todos os impostos, definições de diferentes elementos e sujeitos que intervém na relação fisco-contribuinte e principais procedimento administrativos. Na base daquela lei foram aprovados pelos decretos números 20/2002 e 21/2002 de 30 de Julho, os Códigos do imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (adiante designada por IRPS) e do Imposto sobre Rendimento das Pessoas Colectivas (adiante designada por IRPC) respectivamente, e com entrada em vigor em Janeiro de 2003, sendo simultaneamente revogados cinco impostos com características cedulares, nomeadamente a Contribuição Industrial, Imposto sobre o Rendimento do Trabalho – Secção A, o

²⁸ Idem ao descrito em 16

Imposto sobre o Rendimento do Trabalho – Secção B, o Imposto Complementar e a Contribuição predial urbana.

O âmbito da amostra do presente trabalho cobre o período compreendido entre 1995 e 2003, pelo que o impacto da reforma fiscal no imposto sobre o rendimento pago pelas empresas e dimensão da variação dos benefícios fiscais referente ao uso o endividamento, são aspectos que não foram aqui considerados.

Outro aspecto relevante para este trabalho, e referente a reforma fiscal em curso, é o novo código de benefícios fiscais para investimentos nacionais e estrangeiros. O novo quadro legal prevê isenções de pagamento de IRPC numa proporção percentual sobre os montantes de investimentos realizados. Esta proporção é definida tendo em conta o local em que se localiza o investimento (cidade, campo, províncias e outras localizações), tendo em conta o tipo de investimento (natureza dos bens resultantes do investimento), tendo em conta a área de actividade.

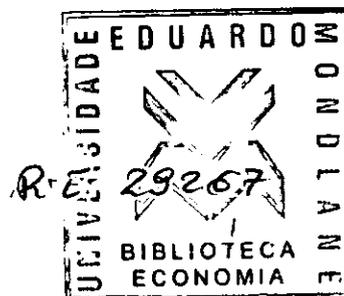
O teoria modificada de MM não prevê o benefício fiscal relativo ao contexto de política de promoção de investimento nacional e investimento directo estrangeiro, mas sim benefício fiscal de utilização de endividamento como fonte de financiamento. O Código dos Benefício Fiscais não trata com relevância a fonte de recursos aplicados no investimento, mas focaliza o benefício de crédito fiscal às iniciativas de investimento (em determinados montantes e qualidade) que são considerados como de valor acrescentado para a economia de Moçambique.

Do descrito nos dois parágrafos anteriores acima, pode-se afirmar que a teoria sustentada na influência dos benefícios fiscais revista por Modigliani e Miller, e mesmo após estudos de aperfeiçoamento de alguns autores como Scott em 1976, Myers em 1977 e Deangelo e Masulis em 1980²⁹, não explica adequadamente (na perspectiva da política fiscal) as políticas de financiamento das empresas moçambicanas.

As empresas -objecto de estudo beneficiam quase todas de benefícios fiscais ao abrigo da lei de investimentos em Moçambique. A empresas CDM, SARL beneficia de redução de 50% do imposto de contribuição industrial e redução no imposto pago nos juros utilizados para gastos capitalizáveis³⁰. A Coca Cola Sabco gozou, dentre outras, de isenções no pagamento da Contribuição Industrial nos exercícios económicos de 1994 a 1996 ao abrigo de sua constituição segundo lei de investimento 4/84 de, e 1997 e 1998 com o aumento de investimento com a instalação da segunda linha de produção. Por outro lado a “Empresa Alfa” beneficia de isenção total de pagamento de Contribuição Industrial ao abrigo da lei de investimento estrangeiro e nos termos dos decretos 12/93 de 21 de Julho e 37/95 de 8 de Agosto, nos exercícios económicos em que o valor do investimento anual supere o valor de resultado líquido apurado.

²⁹ Referenciados no ponto 2.1.7

³⁰ Informação constante no relatório de contas de 2001 da CDM



Após a apresentação de abordagens teórico-empíricas sobre a estrutura de capital, tem-se em seguida a apresentação de principais indicadores de utilização de recursos pelas empresas analisadas e respectivas considerações.

3. RESULTADOS DA PESQUISA

3.1. Caracterização das Empresas

CERVEJAS DE MOÇAMBIQUE, SARL -CDM

Com sede em Maputo e delegações na Beira e Nampula, a Cervejas de Moçambique (adiante designada por CDM, SARL) é uma sociedade anónima com monopólio da produção, distribuição e comercialização de cerveja e produtos afins em Moçambique. Os accionistas até Março de 2004 eram o Estado Moçambicano (1,78%), a SPI SARL (4,77%), Trabalhadores (8,92%), Moçambique Investimentos Lda (1,32%), SABMiller Africa BV (79.18%) e accionistas diversos (4.03%). A empresa ascendeu em 2003 a um volume de negócio no montante de 1.626.327 mdc que lhe proporcionou o sétimo lugar na classificação geral das 100 maiores empresas e o primeiro lugar na classificação por sector de actividade (alimentação e bebidas) elaborada pela empresa de consultoria KPMG. Emprega a 692 pessoas e paga cerca de 673.975 mdc de impostos sobre as vendas. A CDM beneficia de redução de 50% na sua taxa de contribuição industrial de 32% sujeito aos termos de autorização de investimento estrangeiro. Seu controle accionário é estrangeiro.

COCA COLA SABCO (MOÇAMBIQUE), SARL

Foi constituída a 4 de Junho de 1992 como SOSUN, SARL e tendo em Janeiro de 1996 mudado a denominação para Coca Cola Sabco (Moçambique), SARL. A empresa tem por objecto a produção e comercialização de refrigerantes, como coca cola, Fanta, Sparletta e outros produtos relacionados de acordo com os padrões internacionais da marca. Detém o domínio do mercado de refrigerantes com um volume de negócios que ascendeu a 860.391 mdc o que lhe conferiu o 13º e 2º lugares na classificação geral e sectorial (sector de alimentação e bebidas) da revista '100 Maiores Empresas' de 2003 antes citada. Apresentou com referência a 2002 o valor de 11.617 mdc em impostos sobre as vendas e emprega 842 trabalhadores. A estrutura accionária tem a seguinte composição: Estado Moçambicano com 28,72% das acções e os restantes 71,22% pertencem a Coca Cola Sabco (East África).

PETROMOC – Petróleos de Moçambique, SARL

Esta empresa foi criada no âmbito da reestruturação do sector Empresarial do Estado Moçambicano. Foi constituída por decreto 70/98 de 23 de Dezembro transformando a antiga PETROMOC E.E. em sociedade anónima de responsabilidade limitada. O capital social é de 476.000 mdc subscrito por trabalhadores da extinta Empresa Estatal e o Estado Moçambicano na proporção de 20% e 80% respectivamente. Ocupou o 4º e 2º lugares na classificação geral e por sector (energia e comercialização de combustíveis) da revista 100 maiores empresas de 2003 com um volume de negócios de 2.584.328 mdc.

“EMPRESA ALFA”

Esta denominação é fictícia e substitui uma empresa de sector de energia e distribuição de combustíveis para a qual não foi concedida autorização de publicitação de sua firma no presente trabalho – condição para a cedência de dados. A título de caracterização que não possibilite sua identificação apresenta-se que é um empresa que pertence a um grupo liderado por uma filiada em África. Esta última submete-se a sede na Europa. Foi constituída com o objecto de substituir a Delegação de Maputo subordinada a sede na Europa. O início da actividade de Março de 1997 resultou da transferência do negócio que vinha sendo realizado pela Delegação de Moçambique através da transferência de activos e passivos para a filiada de África.

3.2. Análise de Dados Levantados

3.2.1 Evolução do Capital Social e Património Líquido (em milhares de MTS)

Tabela 1 – “Empresa Alfa”

Anos	1995	1996	1997	2000	2001	2002
Património Líquido	177,184,728	238,541,532	138,993,988	278,010,011	337,345,461	484,855,603
Credor sede(Capital)	88,122,339*	147,711,055 *	57,770,000	57,770,000	57,770,000	57,770,000

* Não constituiu capital mas valores alocados pela Sede à delegação de Moçambique

Tabela 2 – CDM., SARL

Anos	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Património Líquido	234,946,532	277,735,121	311,950,314	454,701,198	530,333,760	733,382,449	697,361,846
Capital Social	200,000,000	200,000,000	200,000,000	200,000,000	200,000,000	228,178,028	228,178,028

Tabela 3 – Coca Cola Sabco

Anos	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Património Líquido	*	*	503,505,539	513,286,572	477,447,944	483,844,869
Capital Social	*	*	223,500,000	223,500,000	223,500,000	223,500,000

* Dados não disponibilizados

Tabela 4 – Petromoc, SARL

Anos	1997	1998	1999	2000	2001
Património Líquido	473,753,936	510,747,890	516,789,504	486,541,401	553,103,470
Capital Social	** 829,841	** 829,841	476,000,000	476,000,000	476,000,000

** Fundo de constituição no contexto de Empresa Estatal.

Gráfico 2 - Evolução do capital social e do PL da Petromoc

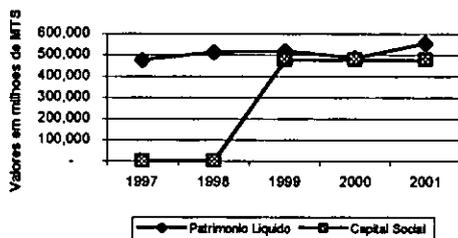


Gráfico 1 - Evolução do Capital social e PL da Empresa Alfa

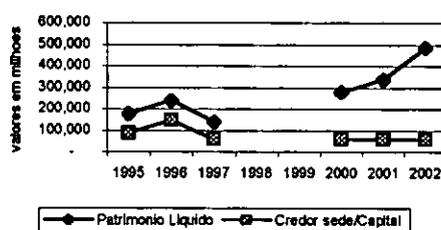


Gráfico 3 - Evolução do capital social e PL da Coca Cola

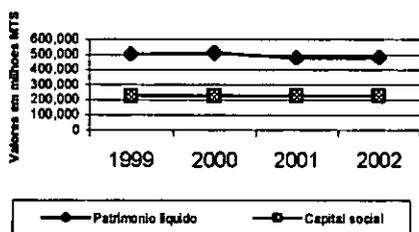
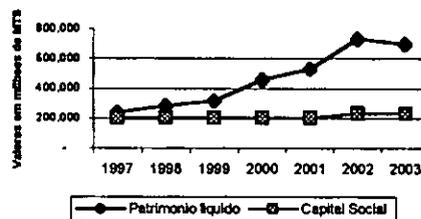


Gráfico 4 - Evolução do Capital Social e Património Líquido da Cervejas de Moçambique



As tabelas 1,2,3 e 4 e os gráficos 1,2,3 e 4 apresentadas acima, mostram a evolução do Património Líquido (adiante designado por PL) e do Capital Social das quatro empresas, objecto de estudo. Estes dois indicadores traduzem, sob o aspecto patrimonial e de maneira mais global, o ciclo evolutivo das mesmas. Ao se comparar o Capital Social e o PL procurou-se evidenciar dois aspectos:

1. aferir, já de início, se estaria havendo aumento de capital social, indicando o uso das emissões de acções como forma de captação de recursos; e
2. o nível de participação de novas acções no património líquido da empresa.

Por aquela perspectiva de análise, preliminarmente pode-se afirmar que nenhuma das empresas adopta a alternativa de emissão de acções como principal fonte de financiamento, o que pode sugerir uma aderência à teoria do *Pecking Order*, além de sugerir uma primeira impressão de ausência de homogeneidade sectorial.

Analisados gráficos 1,2,3 e 4 depreende-se que a relação variação do capital social versus efeitos no PL teve contornos diferentes nas quatro empresas. Na Petromoc o PL foi 'insensível' ao aumento do capital social de 829,8 mdc para 476.000 mdc em 1999 devido ao facto de o aumento de capital (antes fundo de constituição) ter sido apartir da integração no capital do valor das reservas de reavaliação de imobilizados e do fundo de constituição da então empresa estatal. Nesse processo, o Estado Moçambicano - que antes era único proprietário e cuja gestão era subdelegada a uma direcção nomeada por aquele - atribui, a título não oneroso, uma parte da empresa aos gerentes e trabalhadores, transformando a empresa numa sociedade anónima. Esta transformação pode ser explicada no contexto da teoria de agência em que o Estado para se reduzir os custos de

agência do capital próprio, atribuiu participação accionária aos administradores e trabalhadores, alinhando seus interesse com os da empresa³¹.

O que aconteceu na Petromoc, SARL assemelha-se ao que aconteceu na concorrente “Empresa Alfa”. O capital da filial de Moçambique foi constituído apartir do PL da extinta delegação de Moçambique- o que é sustentado pela tendência homogénea das curvas do PL e Capital Social patentes no *gráfico 1*.

Relativamente a Coca Cola Sabco, o capital social manteve-se inalterado ao longo do período analisado (*gráfico 2*) e registou-se declínio do PL apartir de 2000 em parte devido aos prejuízos causados pelas cheias de 2000 que afectaram a zona Sul de Moçambique, para as quais a empresa ainda reclama indemnizações de empresas de seguros.

Por último, a empresa CDM, SARL registou um aumento do PL com o aumento de Capital Social via emissão accionária em 2002. A emissão accionário ocorreu no exercício seguinte ao que a empresa obteve os maiores lucros líquidos e maiores ganhos por acção (ano de 2001). Esta emissão de acções encontra explicações no modelo, de Harris e Raviv (1991), baseado na assimetria de informação entre os agentes internos e externos da empresa com implicações na teoria de *pecking order*, e que, as emissões de novas acções tenderão a concentrar-se logo após o anúncio de lucros da empresa, pois aí reside o problema de informação.

Das quatro empresas objecto de estudo a CDM foi a única que emitiu acções como fonte de financiamento através do mercado de valores mobiliários – Bolsa de valores de Moçambique (BVL) – naquilo que se pode considerar admissão de novos sócios à empresa. Dados das demonstrações financeiras apresentam um contínuo aumento de vendas e estabilidade e crescimento dos lucros o que sustenta o acentuado crescimento do PL no período analisado.

3.2.2 Níveis e Perfis de Endividamento

3.2.2.1 Dívida Financeira Total

As empresa em geral apresentam curvas ascendentes de endividamento excepto a Coca Cola Sabco. Proporcionalmente a Petromoc e a seguir a CDM adoptam uma postura de maior exposição aos capitais de terceiros, e a primeira apresentando maior ângulo de inclinação. A Coca Cola e a “Empresa Alfa” são mais conservadoras na utilização de capitais alheios.

Apesar de deter a segunda maior proporção de mercado (de comercialização de combustíveis líquidos e serviços afins) depois da Petromoc³², e também não se valer da

³¹ Para além do contexto de ‘Privatizações de Empresas’ que o Estado implementando no contexto da economia de mercado e programa de reabilitação económica introduzido em 1987.

emissão de acções, a “Empresa Alfa” é mais conservadora no recurso ao endividamento que a sua concorrente mantendo um comportamento relativamente regular ao longo do período analisado.

A CDM aumenta em mais de 50% o endividamento em 2002 em relação ao ano anterior. De 2001 a 2003, anos de crescente endividamento, o impacto do resultados financeiros sobre o resultado operacional é regular e não foi responsável pela redução dos lucros nos anos subsequentes àquele período, pois em parte, aquele é acompanhado de um aumento regular das vendas. A CDM beneficia de redução de 50% da taxa de imposto sobre o rendimento de 32% no contexto da lei de investimento directo estrangeiro.

A “Empresa Alfa” tem como política não recurso a endividamento, privilegiando como principal fonte de financiamento recursos a que pode aceder como filiada do grupo de empresas em África, sendo estes reembolsados através de compensação de prestações e contraprestações de valores e serviços entre empresas do grupo.

No caso da Petromoc, de 1998 a 1999 o endividamento reduziu aproximadamente 50% mas pelo contrário o resultado financeiro desfavorável elevou-se em 25%, proporção superior àquele que seria desejável para se obter benefícios fiscais pois os juros do endividamento mais as diferenças de câmbio associadas chegam a ser o triplo do resultado operacional. Em 1999 e 2000 os resultados financeiros foram responsáveis pelos resultados operacionais negativos da Petromoc.

A Coca Cola Sabco é a mais conservadora das empresas analisadas apresentando um ligeiro crescimento do endividamento de 1999 a 2001 justificado pelo investimento realizado no contexto pós-cheias de 2000, e tendo tendência decrescente de 2001 a 2002.

O acima exposto sugere que as decisões de investimento adoptadas pelas quatro empresas tem pouco a ver com a estrutura “óptima de capital”, ou que, se tal busca houve, não terá sido motivada pelas compensações tributárias de utilização de dívida. A *tabela 5* e o *gráfico 5*, abaixo, ilustram a situação das empresas.

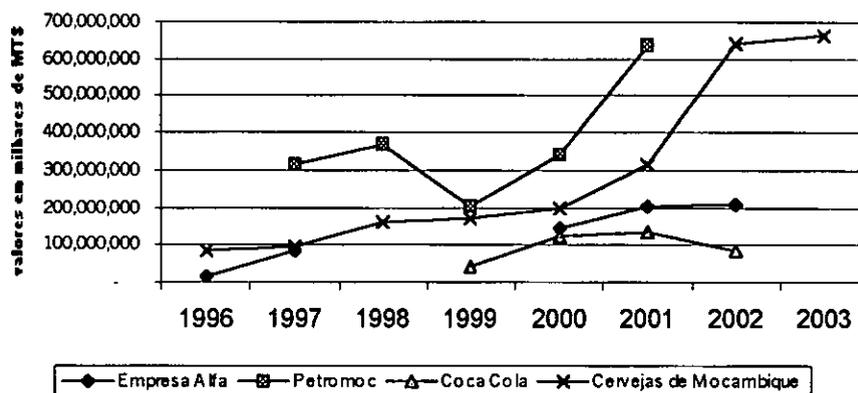
Tabela 5 – Dívida Financeira Total (em milhares de meticais)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
“Empresa Alfa”	17,796,606	88,065,021	*	*	144,054,824	203,538,161	208,217,535	*
Petromoc	*	317,209,530	367,995,003	202,703,188	343,528,721	634,102,539	*	*
Coca Cola	*	*	*	43,726,007	125,542,466	131,549,646	86,108,059	*
Cervejas de Moc.	86,986,595	94,983,512	161,295,164	171,965,417	197,108,132	315,433,710	641,711,732	660,657,671

*Dados não acedidos

³² Segundo a revista ‘100 maiores empresas’ edição de 2003 da KPMG

Grafico 5 - Dívida Financeira Total em milhares de MZM



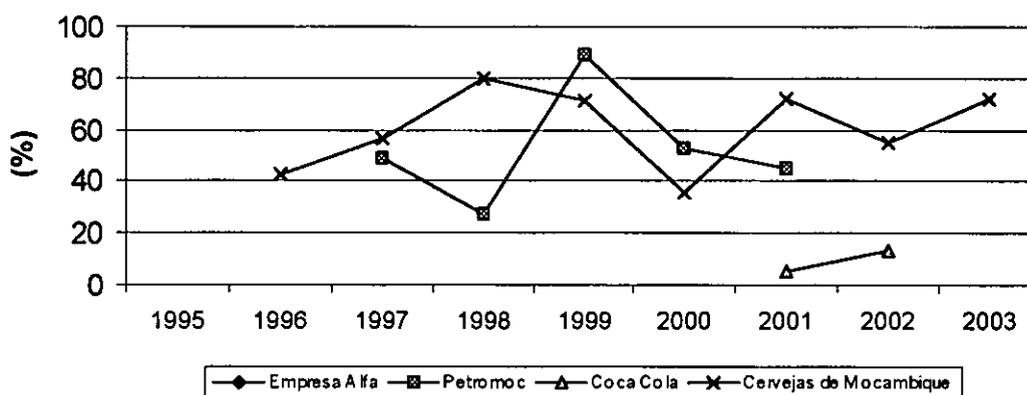
3.2.2.2 Perfil de Endividamento (dívida de de CurtoPrazo Sobre Dívidas Totais)

Tabela 6 – Perfil de endividamento dívida de curto prazo sobre dívidas totais (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
"Empresa Alfa"	*	*	*	*	*	*	*	*
Petromoc	*	48.7	27.2	89.3	53.1	44.6	*	*
Coca Cola	*	*	*	*	*	5.1	13.0	*
CDM	42.5	56.8	79.5	71.6	35.8	72.3	54.7	71.8

*Dados não acoedidos

Grafico 6 - Perfil de Endividamento (% de Curto Prazo sobre Total)



Como se pode deprender da *tabela 6* não foi possível o apuramento da percentagem da dívida financeira de curto prazo sobre a dívida total para as empresas Alfa e Coca Cola Sabco. Isto deveu-se à forma pouco analítica com que as demonstrações financeiras

daquelas empresas foram apresentadas, o que não permitiu a segregação da dívida de curto prazo da de longo prazo.

No período e para empresas com dados disponíveis depreende-se que CDM, SARL e a Petromoc, SARL adoptam postura semelhante em relação aos níveis de endividamento de curto prazo quando comparado com as de longo prazo. A excessão ocorreu em 1998 quando a Petromoc se endividou proporcionalmente menos a curto prazo do que CDM. No ano seguinte a Petromoc retomou níveis de endividamento de curto versus dívida total semelhantes ao das CDM. Este é um aspecto que chama a atenção nas duas empresas, visto que, embora não contrarie Gordon Donaldson (1961) e Ross, Westerfield e Jaffe (1995) que encontraram tendências de homogeneidade de práticas de financiamento de empresas de mesmo sector, mas mostra tendências de homogeneidade de práticas financeiras das empresas de sectores diferentes.

A homogeneidade não pode ser evocada entre a Petromoc, SARL e a CDM, SARL no que tange aos níveis de liquidez mas a tendências proporcional dos índices e respectivos gráficos revelam um paralelismo inverso em comparação com os indicadores que representam a relação dívida de curto prazo sobre dívida total. Para reforçar este aspecto apresenta-se que a maior diferença entre os indicadores de liquidez das duas empresas (tabelas 7 e 7', gráficos 7 e 8) ocorreu em 1998, mesmo ano da maior diferença entre as proporções de dívidas de curto em relação as de longo para as duas empresas (tabela 7 e gráfico 7).

Tabela 7 – Índices Comparativos de Liquidez Geral

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
"Empresa Alfa"	1.77	2.04	0.97	*	*	1.03	0.92	0.94	*
Petromoc	*	*	1.25	2.20	1.80	1.24	1.30	*	*
Coca Cola	*	*	*	*	5.85	2.24	0.87	0.89	*
CDM	*	0.69	0.36	0.28	0.28	0.50	0.50	0.56	0.52

*Índices não calculados por dados não terem sido disponibilizados

Tabela 7' – Índices Comparativos de Liquidez Corrente

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
"Empresa Alfa"	1.32	1.75	0.77	*	*	0.86	0.81	0.63	*
Petromoc	*	*	1.07	1.87	1.38	1.08	0.99	*	*
Coca Cola	*	*	*	*	4.93	2.00	0.68	0.72	*
Cervejas de Mocambiç.	*	0.43	0.20	0.09	0.11	0.29	0.26	0.23	0.21

*Índices não calculados por dados não terem sido disponibilizados

Grafico 7 - Evolução da Liquidez corrente

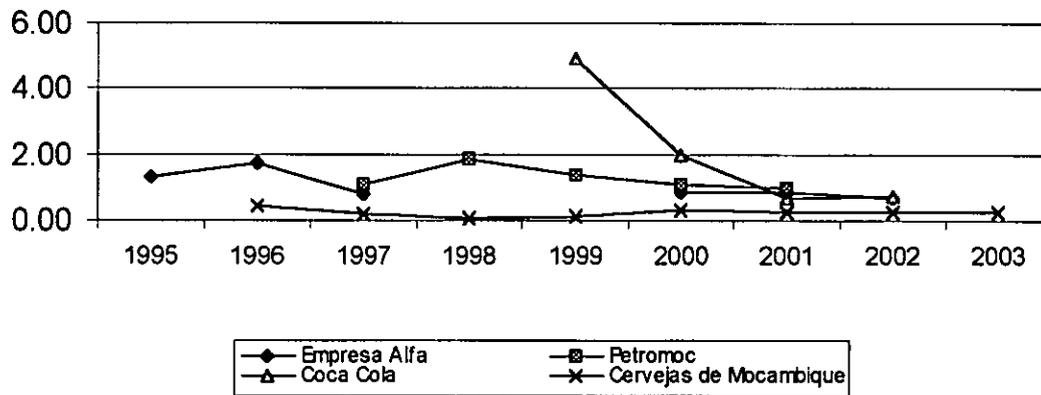
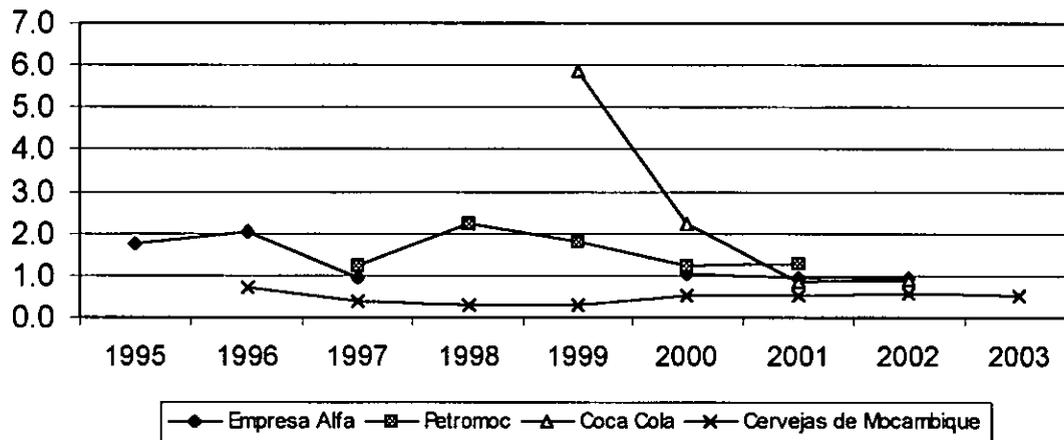


Grafico 8 - Evolucao de Liquidez Geral das empresas



Comparando indicadores de liquidez das empresas do mesmo sector, neste caso a Petromoc, SARL e a "Empresa Alfa", visualiza-se semelhanças para os anos em que os dados foram disponibilizados, nomeadamente 1997, 2000 e 2001. Em relação a Coca Cola Sabco, esta empresa apresentou um alto nível de liquidez de 6 em 1999 tendo baixado para, aproximadamente, 2 em 2000 - níveis da CDM nos anos subsequentes. Este

facto deveu-se, em parte, à necessidade que a Coca Cola, Sabco teve de recorrer ao endividamento de longo prazo para o financiamento da actividade de exploração afectada pelas cheias de 2000 que levaram a um aumento mais do que proporcional das dívidas em relação ao realizável.

Prosseguindo com as análises e cruzamentos dos dados contabilísticos das quatro empresas vão se revelando importantes diferenças entre elas. Ilustrativamente, quando se compara os níveis percentuais do endividamento financeiro (capital de terceiros oneroso) sobre o PL, nota-se, por um lado, uma relativa regularidade das empresas Alfa e Coca Cola, SARL, mantendo índices na ordem média de 50% e 20% respectivamente. Por outro lado a Petromoc, SARL e a CDM, SARL tiveram um comprometimento crescente do PL em relação ao endividamento junto de terceiros, chegando o endividamento a igualar ao PL para CDM e a superar, aquele, para a Petromoc. Parte desse comprometimento está associado ao aumento do endividamento numa proporção maior que o aumento do PL a partir de 1999, porque este último (PL) teve uma tendência crescente no período referenciado, principalmente na CDM (*gráficos 1 e 4*).

Por outro lado, quando se relaciona o endividamento financeiro com os activos totais, o comportamento das quatro empresas, também é proporcionalmente díspare, embora seja regular – facto que revela, em princípio e em todas as empresas em causa, uma coerência administrativa (mais assinalável nas empresas Alfa e Coca Cola Sabco). Aqui, as evidências não reforçam a hipótese da homogeneidade sectorial. As tabelas 8 e 9 ilustram a situação empresas analisadas.

Tabela 8 – Exigível Financeiro Total sobre Património Líquido (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Cervejas Moçambique	43	40	58	55	43	59	88	95
Coca Cola	*	*	*	9	24	28	18	*
Petromoc	*	67	72	39	71	115	*	*
"Empresa Alfa"	7	63	*	*	52	60	43	*

*Índices não calculados por dados não terem sido disponibilizados

Tabela 9 – Exigível Financeiro Total sobre Activo Total (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Cervejas Moçambique	23	22	25	25	24	31	41	41
Coca Cola	*	*	*	8	16	11	6	*
Petromoc	*	31	40	22	22	31	*	*
"Empresa Alfa"	5	25	*	*	20	24	21	*

*Índices não calculados por dados não terem sido disponibilizados

3.2.3 Ciclos de Caixa

Analisar o ciclo de financeiro das quatro empresas revelou-se imprescindível, pois revela mais uma possibilidade de obtenção de recursos, inclusive de forma não onerosa. Dados os níveis altos de facturação que caracteriza as quatro empresas, a administração de fluxos de existências, pagamentos e recebimentos e as políticas comerciais adoptadas poderiam, por hipótese, estar determinando diferenças significativas entre elas e influenciando suas escolhas em termos de fonte de financiamento.

Neste aspecto a Petromoc, SARL apresenta sinais de fragilidade em relação à concorrente directa “Empresa Alfa” em relação à extensão do ciclo de caixa. Os dados em *anexo I* apontam que a Petromoc, SARL conseguem prazos de pagamento inferiores em 100 dias aos prazos médios que de cobrança de dívida de clientes; em relação a “Empresa Alfa” acontece exactamente o inverso, pois, esta consegue prazos de pagamento de fornecedores superiores em trinta dias aos prazos que concedem a seus clientes.

A situação descrita no parágrafo anterior ajuda a explicar a razão pela qual a Petromoc aplicou, em 1999 e 2000, a título de exemplo, em média 90% de recursos captados para o financiamento do capital circulante. Também resgata a ideia avançada no item 3.2.2.1, que os resultados financeiros negativos poderiam estar muito acima de um eventual nível óptimo com o qual uma empresa pudesse obter vantagens fiscais, factos que revelam o custo pago pelo endividamento foi superior a sue taxa de retorno. Esta situação teve contornos graves em 1999 e 2000 (período que marcaram o início de actividades da Petromoc como Sociedade Anónima) quando as despesas financeiras da Petromoc absorveram 142% e 350%, respectivamente, do lucro operacional obrigando a empresa a encerrar aqueles anos com resultados de exploração negativos, amenizados por ganhos extra-exploração.

As empresas CDM, SARL, “Empresa Alfa”, e a Coca Cola Sabco apresentam comportamento regular e favorável do ciclo de caixa, chegando a apresentar ciclos de caixa negativos. Está por detrás destes resultados, políticas comerciais assentes em créditos de curtíssimo prazos aliado ao facto de pertencerem a grandes grupos multinacionais que proporcionam fornecimentos de materiais a prazos dilatados e preferenciais, o que não acontece com a Petromoc, SARL.

A empresa CDM apesar de ter dívida crescente como o referenciamos no item 3.2.2.1, esta apresenta um regular percentual de absorção do resultado operacional pelas despesas financeiras, devido ao regular aumento das vendas ao longo dos anos, facto que lhe permitiu a continuidade de sua estratégia de pagamento de dividendo em todos exercícios económicos. Relativamente a Coca Cola Sabco, o efeito das despesas financeiras foi penalizante no resultado (negativo) obtido em 2001, tendo atingido quase o triplo do resultado operacional – isto devido ao aumento do endividamento em 2000 e 2001, num valor três vezes superior ao de 1999, para o financiamento de reposição da capacidade de

produção afectada pelas cheias. A “Empresa Alfa” teve no período estudado resultados financeiros positivo pelo que estes não afectaram os resultados apurados naquele período.

Para efeito deste trabalho, as circunstâncias descritas são relevantes porque:

1. ajudam a explicar porque, apesar dos altíssimos índices de endividamento da CDM, SARL, o impacto dos resultados financeiros no desempenho operacional são menores em relação às outras empresas que aumentaram o seu endividamento (Petromoc, SARL e Coca Cola Sabco), chegando a manter sua política de dividendos e taxas de liquidez regulares;
2. é mais um sinal de não aderência à teoria de homogeneidade sectorial relativamente aos desempenhos financeiros diferentes da Petromoc e da concorrente “Empresa Alfa”, explicados, principalmente, pelo factor propriedade e integração (ou não) em grupos multinacionais;
3. apresenta sinais de que, a hierarquia das fontes de financiamento pode estar sendo muito mais consequência das necessidades cumulativas (como propõe Donaldson) do que uma estratégia *à priori*; e
4. instiga a buscar mais explicações para a diferença de performances existentes entre as quatro empresas, como se verá em diante.

As tabelas 10 e 11, a seguir, ilustram o quadro descrito

Tabela 10 – Ciclo de Caixa (dias)

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
“Empresa Alfa”	-1	12	25	*	*	-23	-27	62	*
Petromoc	*	*	137	165	250	123	72	*	*
CDM, SARL	*	*	*	-21	-23	-47	-21	-5	-13
Coca Cola Sabco	*	*	*	*	54	64	-7	-24	*

* Índices não calculados por dados não terem sido disponibilizados

Tabela 11 – Percentual das despesas financeiras sobre o Resultado Operacional (%)³³

Empresas	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
CDM, SARL	*	14.3	8.1	10.1	17.1	15.1	16.1	21.6	31.1
Coca Cola Sabco	*	*	*	*	19.3	74.3	205.6	44.4	*
Petromoc	*	*	101.0	56.8	141.5	353.6	55.0	*	*
“Empresa Alfa”	**	**	**	*	*	0.2	**	**	*

* Índices não calculados por dados não terem sido disponibilizados

** O resultado financeiro foi positivo

³³ Tabelas de cálculo do ciclo de caixa por empresa em ANEXO I

3.2.3 Principais Fontes de Financiamento

Este tópico trata do núcleo central do presente trabalho – a efectiva estrutura de financiamento adoptada pelas quatro empresas. O raciocínio desenvolvido até aqui, além de vir elucidando as semelhanças e diferenças entre as empresas e assinalando pontos convergentes e divergentes com a base teórica adoptada, ajuda a reconstruir os ambientes das decisões, que por sua vez, delinham o quadro actual em que se encontram as empresas e vão servir de base para explicar os resultados que as mesmas vem colhendo com as respectivas estratégias, objecto de estudo dos últimos tópicos deste trabalho.

As tabelas 12, 13, 14 e 15 e os gráficos 9, 10, 11 e 12, mostram com clareza que, no caso em análise, mais uma vez, não se verificou sinais de reforço de homogeneidade sectorial – as quatro empresas dos dois sectores de actividade vem priorizando alternativas diferentes e em volumes relativos diferentes. Também se pode ver que a proposta de Myers – *Static Tradeoff* – não encontra sustentação no presente estudo, uma vez que os pressupostos básicos colocados pelo autor, nomeadamente, os custos das dificuldades financeiras e uso dos benefícios fiscais não são aplicáveis (pelo que já foi exposto).

Quanto à teoria da Hierarquia das fontes proposta por Donaldson, os dados mostram alternância entre o endividamento e autofinanciamento no que se refere à maior componente das fontes de recursos. Em 1997 e 2002 para CDM, SARL, anos 2000 e 2001 para a Coca Cola Sabco, 1998, 1999 e 2001 para Petromoc, SARL e em 1991 e 2000 para a “Empresa Alfa” (gráficos 9 a 10), o endividamento superou a proporção do autofinanciamento no valor global das fontes de recursos naqueles anos – o contrário ocorreu nos restantes anos do conjunto da amostra para os quais os dados foram disponibilizados. Nas quatro empresas os níveis de endividamento não tem a ver com os benefícios fiscais do mesmo, o que, por si só, sugere não ter havido preocupação de atingir o “nível óptimo” de estrutura de capital, preconizado pela teoria de MM.

Poder-se-ia dizer que os modelos aproxima-se mais do enfoque de Donaldson (1961), pelo argumento de que escolha da fonte de recursos subordina-se às necessidades cumulativas. A título ilustrativo, o aumento do endividamento nas empresas objecto de estudo surge na sequência de necessidades de expansão das actividades e/ou reposição de capacidade de produção: A Coca Cola Sabco caracterizada por aderência moderada ao endividamento triplicou o endividamento em 2000 (comparando com níveis de 1999 – Tabela 5) para repor e manter as capacidades produtiva e de oferta afectadas pelas cheias do início do ano 2000; A empresa CDM, SARL recorreu a emissão accionária em 2002 (neste ano a emissão só foi superada pelo endividamento) como fonte alternativo de captação de recursos para o financiamento da expansão e consolidação de actividades nas zonas Centro e norte de Moçambique. Em 2000 a Petromoc, SARL aumentou o seu endividamento e 400% para financiar o capital circulante devido a dificuldades associadas a ciclos financeiros, extremamente, desfavoráveis levando a ponto de os fundos gerados pelas operações não serem suficientes para financiar a actividade de exploração. Na “Empresa Alfa” o endividamento (dentro do grupo empresarial a que está

associado) superou o autofinanciamento nos anos (1997 a 2000³⁴) de reestruturação e passagem de empresa – delegação para uma sociedade participada, tendo, a política de limitado recurso a endividamento (mesmo no contexto do grupo empresarial) sido reposta em 2001 e 2002 com a sobreposição do autofinanciamento ao endividamento.

A CDM foi a única empresa, das quatro analisadas, que manteve uma política de dividendos regular, tendo pagos dividendos aos accionistas em todos os anos do período amostral, mesmo naqueles em que os resultados foram menos significativos. As outras restantes empresas, são empresas de capital fechado, pelo que a emissão de acções é alternativa não considerável como fonte de recursos, sendo alternativa do endividamento bancário, os empréstimos concedidos pelos sócios e cujo serviço da dívida e encargos respectivos variarem de empresas para empresa: A “Empresa Alfa” beneficia de endividamento (para investimento) com custos financeiros quase nulos e um serviço da dívida feito à base de compensação de débitos e créditos dentro do grupo; A Petromoc, SARL, empresa dominada pelo sócio –Estado beneficia de fundos alocados ao Governo para o financiamento do desenvolvimento no contexto da política económica deste último, sendo o serviço dívida a soma de capital e encargos – factos que sugerem que o factor tipo de propriedade é determinante para o acesso a determinado tipo de fontes de financiamento.

A Petromoc, SARL, não obstante ser a empresa que recorreu em proporções menores ao endividamento (excessão para 2000 – vide gráficos 9 a 12) é a empresa que sofreu maiores impacto dos resultados financeiros negativos. Tal situação, em parte, se explica pela crónica deficiência dos prazos comerciais (tabelas 10 e 11) que ela pratica conforme o referenciado no *item* 3.2.3. Não obstante a CDM, SARL ostentar proporções maiores em relação às restantes três empresas, ela apresenta impactos menos significativos do resultados financeiros negativos nos resultados operacionais, facto que pode ser justificado pela eficiência relativa da cadeia produtiva aliado ao regular aumento anual das vendas.

Naturalmente, a gestão financeira não é a única responsável pelo desempenho das empresas. Existem outros factores a considerar, a título de exemplos: as políticas de prazos médios já referenciada, a existência de práticas administrativas diferenciadas entre as empresas, as quais interferem nas margens, nos custos fixos e variáveis, dentre outros, chegando mesmo a influenciar o comportamento do consumidor, com reflexo no volume de vendas – ponto crítico de empresas do sector de bebidas mas também do de combustíveis. Um reflexo dessas considerações pode ser por exemplo a ocorrência de reversões prejuízos através de resultados não operacionais – como pode ser visto na Petromoc, SARL, nos exercícios de 1999 e 2000 como referenciado no *item* 3.2.1

³⁴ Não considerando os dados não disponíveis de 1988 e 1999.

Tabela 12 – Principais Fontes de Financiamento da CDM (em milhares de MTS)

Fontes de Financiamento	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Endividamento	137,316,846	86,012,280	41,074,696	117,833,795	118,325,578	267,861,302	113,284,742
Autofinanciamento ³⁵	86,847,542	221,769,696	48,963,614	142,750,884	218,449,090	48,327,712	194,933,674
Emissão	*	*	*	*	-	194,477,777	-
Total	224,164,388	307,781,976	90,038,310	260,584,679	336,774,668	510,666,791	308,218,416

* Dados não acedidos

Tabela 12.1 – Principais Fontes de Financiamento da CDM (em %)

Fontes de Financiamento	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Endividamento	61	28	46	45	35	52	37
Autofinanciamento ³⁰	39	72	54	55	65	9	63
Emissão	-	-	-	-	-	38	-
Total	100	100	100	100	100	100	100

Tabela 13 – Principais Fontes de Financiamento “Empresa Alfa” (em milhares de MTS)

Fontes de Financiamento	199	%	1997	%	2000	%	2001	%	2001	%
Endividamento	19,324,682	12	133,070,693	60	241,460,343	65	87,515,557	47	177,764,414	40
Autofinanciamento ³⁰	136,764,528	78	88,955,285	40	128,810,562	35	99,607,772	53	269,592,587	60
Emissão	-		57,770,000 ³⁶		-		-		-	
Total	156,089,210	100	222,025,978	100	370,270,905	100	187,123,329	100	447,357,001	100

Tabela 14 – Principais Fontes de Financiamento da Petromoc (em milhares de MTS)

Fonte e Financiamento	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%
Endividamento	103,237,230	55	9,042,136	10	584,665,194	97	161,801,848	71
Autofinanciamento ³⁰	84,551,241	45	83,009,684	90	20,731,267	3	66,562,069	29
Emissão	-		476,000,000 ³⁷		-		-	
Total	187,788,471	100	92,051,820	100	605,396,461	100	228,363,917	100

³⁵ Considerou-se o total de recursos resultantes das operações das empresas, incluindo os lucros e demais itens que não afectam o capital circulante como depreciações.

³⁶ Não constitui fonte de financiamento pois o capital foi constituído através da reintegração do PL do exercício anterior.

³⁷ Capital constituído através da Incorporação do fundo de constituição da antiga Empresa Estatal e as reservas de reavaliação

Tabela 15 – Principais Fontes de Financiamento da Coca Cola Sabco (em milhares de MTS)

Fonte de financiamento	2000	%	2001	%	2002	%
Endividamento	222,162,216.00	58	84,538,535.00	53	177,488,744.00	49
Autofinanciamento	158,807,312.00	42	75,013,677.00	47	185,962,412.00	51
Emissão						
Total	380,969,528.00	100	159,552,212.00	100	363,451,156.00	100

Grafico 9 - Fontes de Recursos da Cervejas de Moc. SARL(em milhares de MZM)

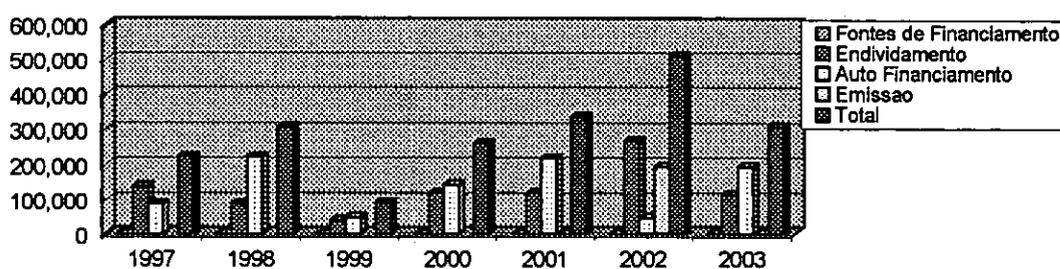


Grafico 10 - Fontes de Recursos da Coca Cola Sabco (em milhares de MZM)

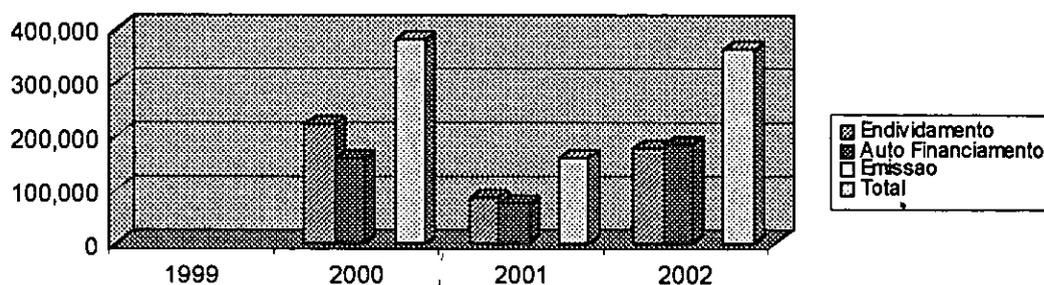


Gráfico 11 - Fontes de Recursos da Petromoc (em milhões de MTS)

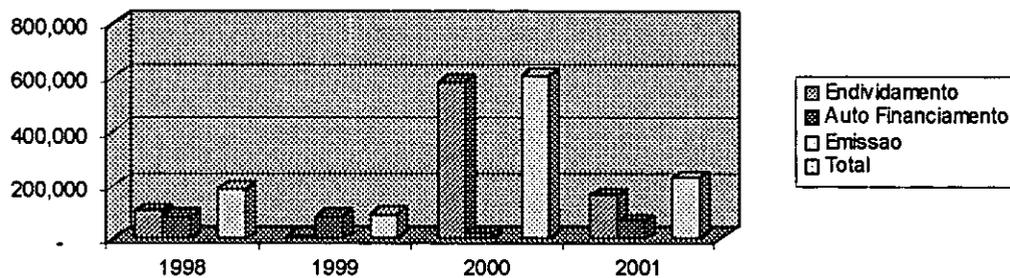
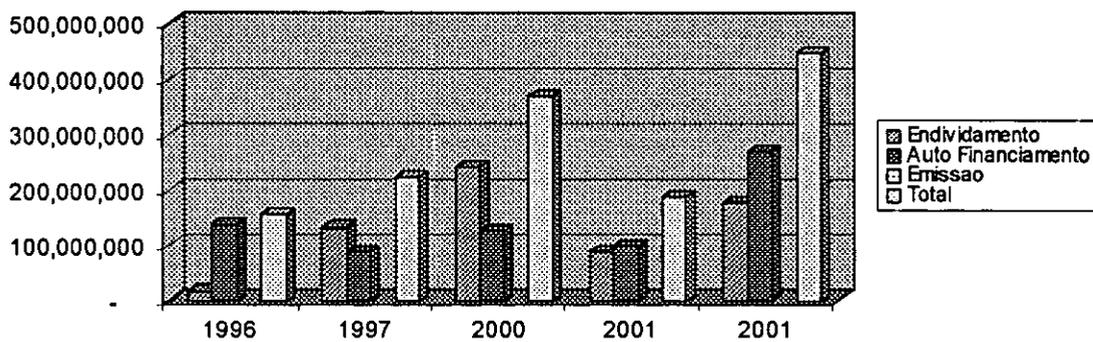


Gráfico 12 - Fontes de Recursos da Empresa Alfa (em milhões de MZM)



3.2.4 Principais Aplicações de Recursos

A análise dos dados revelou uma política de investimentos significativos e constantes da CDM, SARL, absorvendo uma média de 48% de recursos captados em cada exercício. Esta política é explicada pelo monopólio que detém do mercado de bebidas alcoólicas (designadamente cerveja), o qual o estimula à expansão territorial da sua capacidade de resposta a procura de mercado, proporcionando preços baixos (fábricas próximas do local de distribuição e consumo) e assegurar ganhos em razão directa do aumento das vendas. O mesmo é associável a empresa Coca Cola Sabco que sendo do mesmo sector³⁸ é fabrica produtos diferenciados e não substitutos da Cervejas e Moçambique.

Das empresas do sector de comercialização de combustíveis líquidos, e em relação ao período de 1997 a 2001, assiste-se a desinvestimentos em imobilizado físico na Petromoc, SARL, compensado por investimentos em participações em outras sociedades – que manteve os investimentos líquidos naquele período, positivos mas quase nulos. Pelo contrário, a concorrente Empresas Alfa após a reestruturação, passou de menos de 20% em 1996, para uma média de 36% de recursos destinados a investimentos nos quatro anos subsequentes³⁹ - sinal que não reforça a ideia de práticas sectoriais homogéneas.

No que se refere a utilização de recursos para o pagamento de dívidas, observam-se diferenças de momentos que as quatro empresas gastaram mais recursos para a quitação de dívidas (vide tabelas 16, 17, 18 e 19). Este fenómeno é relevante e se explica pela diferença da origem desses recursos e do vencimento e moeda em que esses empréstimos foram contraídos. Paradoxalmente, a CDM, SARL apesar de ser a empresa que mais volume de endividamento mobiliza, ela destinou, em média e no período analisado 9% de recursos para o pagamentos líquidos de dívidas. A Petromoc destinou a maior proporção média de recursos para o pagamento de dívidas, que foi na ordem de 40% do total de recursos mobilizados, sendo 20% para a Coca Cola Sabco e 185 para a “Empresa Alfa”.

Merece nota específica a prática comum às quatro empresas em buscar financiamento externo o que revela, homogeneidade sectorial derivada da natureza de produtos comercializados, os quais são resultado de importação quer acabados quer em matérias – primas. Dada a diferença de prazos e custos entre os empréstimos domésticos e internacionais, práticas diferentes entre empresas do um mesmo sector podem ser factores determinantes da competitividade entre elas. Por outro lado, tais práticas requerem maior rigor na administração financeira, face às oscilações de mercados e das moedas. As tabelas 16 a 19, a seguir, retratam e comparam as aplicações de recursos das quatro empresas.

³⁸ Na classificação da revista *100 maiores empresas* editada pela KPMG- Empresa de Auditoria e Consultoria

³⁹ Cujos dados foram disponibilizados

Tabela 16 – Principais Aplicações de Recursos (%) – CDM, SARL

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Capital Circulante	9	6	17	30	23	20	9
Investimentos	79	35	50	47	40	25	57
Pag. Dividas	4	4	5	11	6	22	14
Outros ⁴⁰	8	55	28	12	31	33	20
Total	100	100	100	100	100	100	100

Tabela 17 – Principais Aplicações de Recursos (%) – Coca Cola Sabco

	2000	2001	2002
Capital Circulante	64	20	2
Investimentos	27	80	50
Pag. Dividas	36	2	48
Outros			
Total	127***	102***	100

*** Nos períodos em que o percentual de utilização de fundos superou os 100%, a empresa provocou reduções drásticas do activo circulante para honrar dívidas e/ou para aplicar em activos fixos

Tabela 18 – Principais Aplicações de Recursos (%) – Petromoc, SARL

	1998	1999	2000	2001
Capital Circulante	21	86	93	64
Investimentos	2	0.13	5	28
Pag. Dividas	120	28	2	11
Outros				
Total	143***	114***	100	103***

*** Nos períodos em que o percentual de utilização de fundos superou os 100%, a empresa provocou reduções drásticas do activo circulante para honrar dívidas e/ou para aplicar em activos fixos.

Tabela 19 – Principais Aplicações de Recursos (%) – “Empresa Alfa”

Empresa	1996	1997	2000	2001	2001
Capital Circulante	70	18	67	30	26
Investimentos	17	23	28	68	31
Pag. Dividas	14	25	5	2	44
Outros		44.8****			
Total	100	100	100	100	100

****Pagamento de dívida à Sede da Empresa referente a fundos próprios não incorporados na nova empresa

⁴⁰ Inclui pagamento de dividendos outras dívidas aos sócios

3.2.5 Lucro Operacional Líquido

O propósito deste tópico é resgatar o vínculo teórico entre as escolhas das fontes de financiamento e os resultados alcançados, segundo propões Filardo (1980:11).

Sem pretensões de se estabelecer correlações estatísticas, porque não é propósito deste trabalho, verifica-se uma performance regular na CDM, SARL não tendo registado um défice operacional em função directa dos resultados financeiros negativos. Decorre desse quadro a ideia de uma adequada administração de ciclos financeiros, explicada pela favorável ciclo de caixa, uso intensivo do endividamento e aproveitamento dos benefícios fiscais do mesmo, manutenção de baixos índices de liquidez com recurso a descobertos bancários. Em termos médios a CDM, SARL apresenta uma estrutura de financiamento que a adere à hierarquia das fontes (autofinanciamento, seguido de endividamento e, por último a emissão), conforme pode ser revisto na *tabela 12* e *gráfico 9*. Por outro lado, como já foi exposto, tal escolha não passou, em nenhum exercício contabilístico, pelo critério dos benefícios fiscais, defendido pela teoria.

No caso da Coca Cola Sabco, as análises permitem responsabilizar, em parte, os resultados financeiros negativos (fruto da escolha das fontes) pelo mau desempenho operacional em 2001. Neste ano o impacto do resultados financeiros negativos atingiu o dobro do resultado operacional em 2001 em resultado do substancial endividamento contraído no ano anterior, facto que sugere que o endividamento foi de curto prazo e para a manutenção da capacidade da oferta (compra de mercadorias) e reposição da capacidade de produção afectadas pelas cheias de 2000.

A Petromoc, SARL apresenta resultados, extremamente, afectados pelos resultados financeiros negativos resultantes do aumento do endividamento e deficiente política comercial que tornou o ciclo financeiro excessivamente longos. Isto significa que o desempenho operacional negativo foi afectado pelos resultados financeiros negativos mas também por práticas administrativas não adequadas. E pode-se afirmar que, na Petromoc, SARL, o nível de endividamento foi tão maior quanto menor foi sua capacidade de geração de *superávits* operacionais. Este raciocínio é pertinente, pois mais uma vez fortalece-se a ideia (de Donaldson) de que as necessidades acabam por determinar a estrutura adoptada

Na busca de elementos que sustentam a conclusão preliminar em relação a Petromoc, SARL, apurou-se através do tratamento dos dados contabilísticos, que dos grandes itens redutores das receitas – impostos, custos dos meios circulantes materiais vendidos ou consumidos (adiante designada por CMCMVC) e custos operacionais – apenas os impostos tem peso iguais na Petromoc, SARL e na “Empresa Alfa”. Nas outras componentes de custo, Petromoc, SARL opera com custos proporcionalmente maiores que os da Empresa Alfa (em média 6% mais em relação ao CMCMVC e 4% superior em relação às restantes despesas operacionais). Considerando que o mercado de combustíveis líquidos é, fortemente, concorrido, o somatório daqueles desníveis contribuem para a diferença de performance. Importa acrescentar, nesta descrição

analítica, a queda de 30% do volume de vendas na Petromoc, SARL de 1997 a 1999, enquanto que a “Empresa Alfa” sempre experimentou vendas crescentes.

Comparando dados da CDM, SARL e a Coca Cola Sabco, apura-se uma inversão do peso proporcional do CMCMCV e de outros custos operacionais sobre as vendas. A CDM, SARL opera a CMCMVC superiores, aos da Coca Cola Sabco, em 20%, mas pelo contrário a Coca Cola Sabco ostenta custos, proporcionalmente, superiores também em 20%. Esta diferença é explicada pela diferenças operacionais que caracterizam as duas empresas, como caso de tipo de matérias primas e seus custos, natureza das condições operacionais requeridas dentre outros factores. Neste aspecto da proporcionalidade de custos em relação as vendas, há mais aproximação entre a Petromoc, SARL e a “Empresa Alfa”, e diferença significativa em relação a Coca Cola Sabco e a CDM, SARL. Na comparação intersectorial, a CDM, SARL aproxima-se da “Empresa Alfa” no CMCMVC e da Petromoc em outros custos operacionais.

As tabelas 19 e 20 ilustram as análises.

Tabela 19 – Lucro Operacional Líquido Apurado (em milhões de MZM)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Cervejas Moc	26,836,000	135,883,329	163,874,293	140,556,339	171,854,884	221,266,717	204,203,135	127,481,482
Coca Cola Sabco	*	*	*	64,654,861	40,646,858	(17,351,772)	60,543,838	*
Petromoc	*	(434,364)	11,315,726	(6,204,274)	(20,324,084)	14,179,320	*	*
“Empresa Alfa”	87,304,378	100,263,162	*	*	46,521,932	134,358,699	159,861,372	*

*Dados não disponibilizados

Tabela 20 - Performance Operacional: Lucro operacional Bruto⁴¹/ Vendas (%)

Empresas	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
CDM, SARL	*	8.3	21.1	21.8	16.7	20.2	21.6	21.3	17.3
Coca Cola Sabco	*	*	*	*	18.9	12.2	2.7	12.7	*
Petromoc, SARL	*	*	6.3	5.4	3.3	0.7	1.8	*	*
“Empresa Alfa”	15	12.2	16	*	*	5.2	11.6	11.7	*

*Índices não calculados por os dados não terem sido disponibilizados

⁴¹ Antes dos resultados financeiros

4. CONCLUSÕES

As análises de dados contabilísticos das empresas demonstraram que, em média, há semelhanças na hierarquização das fontes de financiamento das quatro empresas, sendo que a Coca Cola, Sabco, CDM e “Empresa Alfa” segue a hierarquia proposta pelos teóricos (1º - autofinanciamento; 2º - endividamento e 3º - emissão de acções. Excessão vai para a Petromoc, SARL que, em média, inverteu a ordem das duas primeiras opções de financiamento e a explicação pode estar associada na dificuldade de geração de lucros e práticas comerciais que tornam deficitário o seu ciclo financeiro.

A abordagem feita sinalizam que os benefícios fiscais não foram os principais determinantes das prioridades assumidas pelas empresas em questão. Embora os resultados financeiros negativos não tenham tido impactos significantes nos resultados na CDM e na “Empresa Alfa”, estes não determinaram grandes proporções de resultados acumulados e resultantes do benefício fiscal de juros do endividamento. Por outro lado a Coca Cola, Sabco e a Petromoc incorreram (em um exercício para o primeiro devido a redução de capacidade operacional devido a cheias de 2000) em níveis de endividamento acima do volume “ideal” (que traz vantagens económicas e financeiras)⁴² preconizado por MM e diverso outros teóricos, e por isso mesmo não é recomendável, somente pela variável benefício fiscal, fazer inferência quanto ao valor patrimonial daquelas empresas.

Decorre que não tendo sido os ganhos fiscais, o principal elemento da decisão sobre as fontes de financiamento, tende a prevalecer o enfoque de Donaldson (1961), segundo a qual ao invés de se pensar na composição estrutural da organização em termos de capital para se definir as fontes a serem priorizadas aquando da busca de recursos para algum investimento, a escolha da origem de recursos é frutos de necessidades cumulativas: Petromoc, SARL aumentou drasticamente os níveis de endividamento devido à incapacidade, de internamente, gerar recursos para financiar a actividade de exploração; a Coca Cola, Sabco endividou-se em proporções acima da média, em 2000, para a manutenção dos níveis de oferta e reposição da capacidade de produção afectada pelas cheias de 2000.

Em relação à teoria de agência como teoria modeladora da estrutura de financiamento, esta explica, no conjunto das empresas estudadas, a transformação da Petromoc de Empresa estatal para Sociedade Anónima, em que, o Estado para reduzir os custos de agência do capital próprio, atribuiu participação accionária aos administradores e trabalhadores, alinhando seus interesse aos da empresa.

O modelo, de Harris e Raviv (1991), baseado na assimetria de informação entre os agentes internos e externos da empresa com implicações na teoria de *pecking order*, explica, pelo menos quanto ao momento, a emissões de novas acções, em 2002, pela CDM, SARL. Este modelo explicita que as empresas tendem a emitir novas acções logo após o anúncio de lucros da empresa – facto que aconteceu na CDM que emitiu novas acções após os maiores resultados, jamais, obtidos por aquela empresa.

⁴² Em *ceteris paribus*, e salvaguardadas outras questões como boas ou más práticas administrativas.

Apesar de se tratar de apenas quatro empresas de dois sectores (em que pese a sua fraca similaridade e forte representatividade em respectivos sectores) destacam-se alguns sinais de homogeneidade: 1) uso de fontes não domésticas na captação de recursos; 2) não emissão de acções como (principal) fonte de financiamento. Há no entanto divergência entre as quatro empresas sendo que as principais se referem ao desnível proporcional do endividamento e aos prazos médios praticados

Por outro lado, há diferenças substanciais no desempenho das quatro empresas e quer na perspectiva sectorial, onde a CDM, SARL e a "*Empresa Alfa*" mantêm maior regularidade experimentando crescimento, enquanto que, as respectivas concorrentes, a Coca Cola, Sabco e a Petromoc, SARL experimentaram quedas nas vendas com e incorrendo a custos operacionais proporcionalmente maiores com repercussões negativas nos resultados e performances. Outro aspecto que diferencia as empresas é o facto de CDM, SARL ser a única empresa com uma política de dividendo regular e clara em comparação com as restantes três.

Para os anos analisados, das quatro empresas, a Petromoc, SARL destinou valores não significativos para o investimento, tendo acontecido o contrário em relação a CDM em primeiro lugar, seguida de Coca Cola, Sabco e em último a "*Empresa Alfa*".

Outra conclusão assinalável o facto de o facto tipo e origem de propriedade (empresa do /ou participada e dominada pelo Estado, investimento directo estrangeiro, investimento estrangeiro e nacional, filiadas em grupos empresas) determinar o tipo de endividamento no que diz respeito às facilidades de acesso e pagamento de fundos associadas a cada origem.

Pelas conclusões acima apresentadas, se depreende tal como os teóricos vem afirmando, nenhuma teoria explica, de forma consistente e integral, para as empresas a nível global e sectorial, o comportamento das empresas no processo de escolha das fontes de financiamento e determinação de estruturas de financiamento. As teorias acima apresentadas, explicam de forma condicionada e parcial o comportamento financeiro das empresas no que tange a políticas de financiamento

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

Percebe-se que nem sempre se observa com atenção um dos factores citados pela maioria dos teóricos como um dos mais importantes a serem considerados ao se decidir por uma estrutura de capitais alavancada, qual seja, a estabilidade das receitas.

Tanto os dados das demonstrações financeiras das empresas como os comentários técnicos que as acompanham e até depoimentos de administradores em documentos oficiais, sinalizam claramente níveis altos de fragilidade das empresas em relação à volatilidade das vendas. A Petromoc, SARL mesmo não sendo a empresa com maior nível proporcional de endividamento, do conjunto das quatro empresas analisadas, apresentou delicada situação financeira em 1999 e 2000, quando o resultado financeiro ultrapassou o seu lucro operacional, em mais de 100%, amenizando grandes prejuízos com resultados extraordinários positivos. Outra evidência que requer cautela e observância dos critérios técnicos por parte de administrativos das empresas estudadas, são as estreitas margens derivada da fixação estatal dos preços dos produtos e volatilidade do preço de crude no mercado internacional devido a factores endógenos às empresas – para o sector de comercialização de combustíveis líquidos; e oscilação da vendas devido a factores associado a condições climáticas – para empresas do sector de bebidas.

Embora o endividamento seja alternativa de financiamento suscitada pelas necessidades cumulativas (Donaldson 1961), recomenda-se para o recurso àquele, sejam ponderados, *a anteriori*, o custo daquele e o provável retorno a obter pela sua utilização vistos os prováveis cenários nos mercados de matérias primas e de produtos em que as empresas actuam.

No que se refere à recomendação teórica de se preocupar com a geração de fluxos de caixa para honrar seus compromissos, percebe-se uma nítida observância e preocupação por parte das quatro empresas, inclusive valendo-se de descobertos em conta, e particularmente as três empresas, excluindo a Petromoc, de uma excelente posição em termos de ciclos financeiros o qual representa uma larga distância entre os prazos médio de pagamento e de recebimento, em favor das empresas. Por outro lado, e para aquele fim, as quatro empresas optam por captação de recursos em moeda estrangeira e, amenos que exerçam extremo controle e operem a câmbios fixos caucionados, poderão vir a ter problemas oriundos da volatilidade do mercado cambial Moçambicano e mundial, além de dar uma sinalização de maior risco para os accionistas (principalmente da CDM, SARL) e investidores.

Em relação ao descrito no parágrafo acima, recomenda-se que as empresas analisadas privilegiem as fontes internas de financiamento e em moeda nacional, salvo limitações de recurso, internamente, e previsão de cenários favoráveis sobre a tendência e dimensão de variações futuras no mercado cambial.

Mesmo não sendo exaustivo e nem tendo pretensões predictivas e/ou prescritivas, o presente trabalho reforça a dificuldade teórica de se conceber uma metodologia para a construção de um modelo óptimo de estrutura de capitais que seja válido para a maioria das empresas, e principalmente as de Moçambique; oferece a executivos e estudiosos a oportunidade de comparar decisões já tomadas com respectivas consequências nas dinâmicas das organizações no contexto Moçambicano; e ainda ajuda a justificar a dificuldade encontrada pelos pesquisadores em encontrar um consenso para a questão.

Finalmente, enquanto progredirem investigações sobre a política de financiamento das empresas, fica clara a influência das variáveis ambientais de cada país e peculiares a cada sector de actividade, o que sugere soluções mais universais. Como recomendação vale lembrar como afirma Gitman (1997:430), que embora a decisão sobre a estrutura de financiamento das empresas seja uma das complexas e desafiantes para os administradores, trata-se apenas de uma delas. A preocupação com qualidade dos produtos e serviços oferecidos aos clientes, através das quais as organizações possam assegurar a preferência dos consumidores e proporção ideal de mercado, ainda se reveste de importância singular.

Estudos futuros poderão envolver um número maior de empresas, de mais sectores, pequenas médias e grandes empresas, valendo-se, se for o caso, de outros métodos e técnicas de pesquisa, no sentido de se perceber o que determina o padrão de financiamento das empresas moçambicanas.

6. APENDICE

Exemplo ilustrativo da Proposição MM⁴³

Para se compreender como funciona a proposição I de MM, imagine-se duas empresas idênticas em todos os sentidos, excepto quanto às suas estruturas de capital. Os parâmetros da duas empresas podem ser vistos na Tabela 1. A Unlever Company possui capital próprio total, S_u , igual a \$1.000, que também é o valor total dos seus activos, V_u . A Lever Company utiliza \$ 500 de capital de terceiros. Por definição, o valor do seu capital próprio, mais o valor do capital de terceiros, é igual ao valor da empresa: $S_l + B_l = V_l$. Os termos S_l e V_l são incógnitas por determinar o seu valor.

Tabela 1 Estrutura de capital da Lever Company e da Unlever Company

Lever Company	Unlever Company
$V_l = ?$	$V_u = \$ 1000 = S_u$
$B_l = \$ 500$	$B_u = 0$
$S_l = ?$	
$r_B = 0.10$	

O Sr. Allen deseja fazer uma operação de arbitragem. Está pensando em investir em 10% da Unlever Company. Se o fizer, adquirirá 10% das acções dessa empresa. Pagaria $0,10 S_u = 0,10 V_u$, e esperaria receber 10% dos lucros, \tilde{Y} (onde \sim , denota tratar-se de um valor incerto). Isto é ilustrado da seguinte maneira:

Estratégia I (comprar 10% da Unlever Company)

Transacção	Investimento em \$	Retorno anual em \$
Comprar 0,10 de \$1.000	$0,10 \times \$1.000 = 100$	$0,10 \tilde{Y}$
=Comprar 0,10 de V_u	$=0,10 V_u$	

Agora o Sr. Allen compara essa estratégia a um outro investimento: adquirir a mesma fracção, 0,10 das acções da Lever Company. O valor das acções da Lever Company é S_l , uma incógnita por enquanto. O seu capital de terceiros B_l , vale \$500. O custo do capital de terceiros da empresa, r_B , 0,10 (Esta taxa é também conhecida como a *taxa de juro de dívida ou taxa de retorno do capital de terceiros*). Como a empresa não paga impostos, o investimento e a taxa de retorno do Sr. Allen seriam:⁴⁴

Estratégia II (comprar 10% da Lever Company)

Transacção	Investimento em \$	Retorno anual em \$
Comprar 0,10 de S_l	$0,10 S_l =$	$0,10 \times (\tilde{Y} - 0,10 \times 500)$
=Comprar 0,10 de V_l	$=0,10 (V_l - B_l)$	$=0,10 \tilde{Y} - \$ 5 = 0,10 \times (\tilde{Y} - r_B \times B_l)$

O Sr. Allen considera este investimento um pouco mais arriscado porque a Lever Company é uma empresa com algumas dúvidas em sua estrutura de capital. Percebe que seu investimento inicial é menor e sua

⁴³ Adaptado de Ross, Westerfield e Jaffe (1995)

⁴⁴ $S_l + B_l = V_l$ por definição e $S_l = V_l - B_l$. Assim sendo o investimento pode ser expresso em V_l ou $V_l - B_l$.

participação nos lucros também será menor por causa dos pagamentos dos juros que a empresa deve fazer devido a utilização do capital de terceiros. Assim as estratégias I e II não são directamente comparáveis.

Para fazer arbitragem o Sr. Allen cria agora uma estratégia mais complexa.

1. Toma emprestado $0,10 B\bar{L}$ por si próprio a uma taxa de juro $rB = 10\%$ ⁴⁵
2. Em seguida utiliza o dinheiro captado, mais recurso próprios, para comprar 10% da Unlever Company, $0,10 Vu$. Note que $0,10 Vu = 0,10Su$.

A estratégia pode ser assim ilustrada:

Transacção	Investimento em \$	Retorno anual em \$
Capta $0,10$ de $B\bar{L}$	$- 0,10 B\bar{L}$	$0,10 rB B\bar{L}$
Comprar $0,10$ de Vu	$0,10 Vu$	$0,10 \bar{Y}$
Total	$0,10 (Vu - B\bar{L})$	$0,10 x (\bar{Y} - rB * B\bar{L})$

Como o Sr Allen tomou emprestado, seu investimento líquido de $0,10 (Vu - B\bar{L})$ na estratégia III é menor do que o seu investimento de $0,10 Vu$ na estratégia I. de maneira análoga, como o Sr. Allen a na estratégia III deve pagar deve pagar juros, o seu retorno total é menor do que o retorno na estratégia I.

Comparemos a estratégia III à estratégia II, como Modigliani e Miller fazem para estabelecer sua importante proposição I. Note que os retornos das estratégias II e III são ambos iguais $0,10 x (\bar{Y} - rB * B\bar{L})$. De acordo com a estratégia II o investidor recebe sua remuneração sob forma de dividendos em dinheiro, no montante de 10% de $\bar{Y} - rB * B\bar{L}$ da empresa que utiliza capital de terceiros. Na estratégia III recebe exactamente a mesma remuneração (10% de $\bar{Y} - rB * B\bar{L}$) por meio de uma combinação de dividendos em dinheiro igual a 10% de \bar{Y} da empresa sem capital de terceiros, menos um pagamento de juros de $0,10 rB * B\bar{L}$ referente às suas dívidas pessoais. Qualquer que seja o caso, os retornos totais em dinheiro são idênticos. Os custos das duas estratégias são:

$$\frac{\text{Custo da estratégia II}}{0,10 x (V\bar{L} - B\bar{L})} \quad \frac{\text{Custo da estratégia III}}{0,10 x (Vu - B\bar{L})}$$

Como os retornos totais das duas estratégias são iguais, os custos também devem ser iguais somente quando $V\bar{L} = Vu$. Isto comprova que o valor da empresa sem capital de terceiros é igual ao da empresa com capital de terceiros (**Proposição I de MM**)

⁴⁵ A hipótese de que o indivíduo pode tomar emprestado à mesma taxa de juros que a empresa é crucial para este exemplo.

7. BIBLIOGRAFIA

BREALEY R. A. & S. C. MYERS; **Princípios de Finanças Empresariais**; McGraw-Hill Company, Portugal; (1998).

CHIRINKO, R. S. e SINGHA A. R.; **Testing Static Tradeoff Against Pecking Models Of Capital Struture: A critical coment**. Journal of Financial Economic 58. 417-425.

Decreto 48/98 de 22 de Setembro aprovado pelo Conselho de Ministros.

GITMAN L.J.; **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo. Harbra (1997)

Júnior W. & Melo G.; **Padrão de financiamento de empresas privadas no Brasil**.2002. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista>.

KAYO E.; (2002); **A Estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: Uma Contribuição ao estudo da valoração de empresas**; Tese de Mestrado Universidade de São Paulo.

KOUTSOYANNIS A. **Non -Price Decision: The Firm in Modern Concept**. New York. Mac Milan, 1982.

MATOLA M.; (2004); **Avaliação de Desempenho e Impacto do Mercado de Valores Mobiliários em Moçambique** (2004) - trabalho de licenciatura em Gestão; Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane; Maputo.

MYERS, S. C. e MAJLUF, N. **Corporate Finance an Investment Decisions when Firm Have Information that Investors do not have**. (1984). Journal of Finanacial Economics 13. 187-221.

Relatório de Contas de 1995 a 2003 das Empresas CDM2001 da CDM, SARL; Coca Cola Sabco; Petromoc; SARL; "Empresa Alfa".

REVISTA "100 Maiores Empresas de Moçambique"; Edições 2000, 2001, 2002, 2003; KPMG – Empresas de Consultoria e Auditoria

ROSS S.; WESTERFIELD R.; JAFFE J.; **Administração Financeira - Corporate Finance**; Editora Atlas S.A.; São Paulo; (1995).

SANTOS L.; SARAIVA E.; GODINHO L.; COSTA J.;(2003); **Análise da política de financiamento de duas empresas de grande porte do sector de comércio varejista no Brasil**, disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/>

SILVA, E.; MENEZES E.; **Metodologia de Pesquisa e Elaboração de Dissertação**; Florianópolis; (2001).

SHYAM-SUNDERS L. E MYERS S. C. (1999); **Testing Static Tradeoff Against Pecking Models Of Capital Struture.** Journal of Financial Economic 32. 263-292



8. ANEXOS

ANEXO I : Mapas de cálculo de ciclos de caixa por empresa (em dias)

"Empresa Alfa"

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Prazo de Médio de Cobrança (PMC)	37	47	36	*	*	66	60	36	*
Prazo Médio de Pagamento (PMP)	89	55	34	*	*	118	106	17	*
Rotação de Stoks (RS)	51	20	24	*	*	30	19	43	*
Ciclo de caixa (CC)=PMC-PMP+RS	-1	12	25	*	*	-23	-27	62	*

Petromoc

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Prazo de Médio de Cobrança (PMC)	*	*	145	160	194	160	106	*	*
Prazo Médio de Pagamento (PMP)	*	*	44	41	32	81	92	*	*
Rotação de Stoks (RS)	*	*	35	45	88	44	58	*	*
Ciclo de caixa (CC)=PMC-PMP+RS	*	*	137	165	250	123	72	*	*

CDM

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Prazo de Médio de Cobrança (PMC)	*	*	*	4	7	20	22	23	21
Prazo Médio de Pagamento (PMP)	*	*	*	52	51	94	82	74	77
Rotação de Stoks (RS)	*	*	*	27	20	27	36	45	43
Ciclo de caixa (CC)=PMC-PMP+RS	*	*	*	-21	-23	-47	-24	-5	-13

Coca Cola Sabco

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Prazo de Médio de Cobrança (PMC)	*	*	*	*	24	19	44	18	*
Prazo Médio de Pagamento (PMP)	*	*	*	*	28	76	125	114	*
Rotação de Stoks (RS)	*	*	*	*	58	121	74	73	*
Ciclo de caixa (CC)=PMC-PMP+RS	*	*	*	*	54	64	-7	-24	*

*Dados não disponibilizados

ANEXO II: Aplicações de Fundos por Empresa (em milhares de MZM)

CDM	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Capital Circulante	19,838,838	19,567,433	15,123,246	78,626,382	77,585,276	100,345,741	27,249,216
Investimentos	177,648,515	107,150,648	44,635,189	122,352,225	134,049,433	127,482,911	176,560,331
Pag. Dividas	9,029,363	13,053,807	4,933,936	28,419,943	20,392,984	114,518,734	41,912,743
Outros	17,647,672	168,010,088	25,345,939	31,186,129	104,746,975	168,319,405	62,496,126

"Empresa Alfa"	1996	1997	2000	2001	2001
Capital Circulante	108,717,788.00	39,715,158.00	247,432,269.00	56,858,996.00	115,188,124.00
Investimentos	26,198,907.00	50,728,935.00	103,540,505.00	127,287,311.00	137,001,547.00
Pag. Dividas	21,172,515.00	54,844,343.00	19,298,131.00	2,977,022.00	195,167,330.00
Outros		99,547,544.00			

Petromoc, SARL	1998	1999	2000	2001
Capital Circulante	40,090,391.00	78,706,598.00	565,518,901.00	146,413,560.00
Investimentos	3,557,480.00	120,001.00	30,748,150.00	63,347,768.00
Pag. Dividas	224,782,425.00	25,758,058.00	9,129,410.00	24,747,189.00
Outros				

Coca Cola Sabco	2000	2001	2002
Capital Circulante	241,953,505.00	32,270,906.00	6,894,322.00
Investimentos	103,546,505.00	127,281,306.00	182,389,504.00
Pag. Dividas	137,453,668.00	2,977,022.00	174,167,330.00
Outros			