

**A ESCOLHA DA ESTRUTURA FINANCEIRA E O SEU IMPACTO SOBRE  
O VALOR DA EMPRESA - CASO DA MCEL, SARL DE 2009 A 2011**

**Amélia José Sengo**

**Dissertação de Mestrado**

**UNIVERSIDADE EDUARDO MONDLANE  
FACULDADE DE ECONOMIA  
Mestrado em Gestão Empresarial**

**A ESCOLHA DA ESTRUTURA FINANCEIRA E O SEU IMPACTO SOBRE  
O VALOR DA EMPRESA- CASO DA MCEL, SARL DE 2009 A 2011**

**Amélia José Sengo**

Dissertação de Mestrado submetido em cumprimento parcial dos requisitos para a obtenção do Grau de Mestre em Gestão Empresarial na Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane.

**OUTUBRO DE 2013**

## **DECLARAÇÃO DO AUTOR**

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

---

Amélia José Sengo

Maputo, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2013

## **APROVAÇÃO DO JÚRI**

Este trabalho foi aprovado com \_\_\_\_ valores, no dia \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 20\_\_\_\_ por nós, membros do júri examinador nomeado pela Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane.

O presidente do júri

---

O oponente

---

O supervisor

---

*À minha família  
pelo apoio incondicional  
que me tem dado.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus porque até aqui me tem ajudado.

Ao meu supervisor, Mestre Jeremias Cardoso da Costa, pela forma como acompanhou a elaboração do trabalho, sendo de destacar o curto espaço de tempo que levava para comentar os meus textos.

Ao Prof. Doutor Pedro Verga Matos pelo incentivo.

A todos os professores e colegas do curso de Mestrado em Gestão Empresarial por todos os conhecimentos que me transmitiram durante o processo de ensino-aprendizagem.

Aos meus amigos e a todos que, directa ou indirectamente, contribuíram para que a presente dissertação se tornasse uma realidade.

<b>Índice</b>	<b>Pág.</b>
CAPÍTULO I. INTRODUÇÃO .....	1
1.1. Contextualização .....	1
1.2. Problema de Pesquisa .....	2
1.3. Perguntas de Pesquisa .....	3
1.4. Objectivos da Pesquisa.....	3
1.4.1. Objectivo Geral .....	3
1.4.2. Objectivos Específicos.....	3
1.5. Hipóteses da Pesquisa .....	4
1.6. Variáveis .....	5
1.7. Justificativa.....	6
1.8. Delimitação da Pesquisa .....	6
1.9. Estrutura do Trabalho .....	7
CAPÍTULO II. METODOLOGIA DA PESQUISA .....	9
2.1. Tipo de Pesquisa .....	9
2.2. Técnicas de Pesquisa.....	9
2.3. Amostragem.....	11
2.4. Análise e Interpretação dos Dados.....	11
2.5. Limitações da Metodologia.....	12
CAPÍTULO III - REVISÃO DA LITERATURA .....	13
3.1. Introdução.....	13
3.2. Conceitos.....	13
3.2.1. Valor de uma Empresa .....	13
3.2.2. Rácios .....	14
3.2.3. Risco .....	16
3.3. Principais Fontes de Financiamento a Médio e Longo Prazos .....	22
3.3.1. Fontes de Financiamento Relacionadas com Capitais Próprios .....	25
3.3.2. Fontes de Financiamento Relacionadas com Capitais Alheios (a Médio e Longo Prazos):.....	30
3.4. Determinação da Estrutura de Capital .....	35
3.4.1. Teoria de Modigliani e Miller (MM).....	36
3.4.2. Teoria do Contrabalanço ( <i>Trade-off</i> ) .....	41
3.4.3. Teoria da Sinalização.....	46

3.4.4. A Teoria da Estrutura Óptima de Capitais de Jensen e Mecklin (1976) .....	48
3.4.5. Estabelecimento da Estrutura de Capital Alvo Quando os Fluxos de Caixa são Perpetuidades .....	52
3.4.6. Efeito da Alavancagem Financeira Sobre EPS.....	53
3.4.7. Uso da Dívida para Restringir os Administradores .....	57
3.4.8. Algumas Considerações na Decisão de Estrutura de Capital .....	59
3.4.9. Como os Administradores Determinam Efectivamente a Estrutura de Capital ..	63
IV. ESTUDO DE CASO.....	65
4.1. Historial da Mcel .....	65
4.2. Descrição das Fontes de Financiamento da Mcel.....	67
V. Discussão dos Dados.....	68
5.1. Teoria da Sinalização.....	69
5.2. Cálculo de Índices .....	72
5.2.1. Índice de Endividamento de Longo Prazo com Relação ao Capital Total.....	72
5.2.2. Índices de Cobertura.....	73
5.2.3. Índice de Endividamento de Longo Prazo com Relação ao Capital Próprio .....	74
5.3. Verificação dos Objectivos de Pesquisa.....	74
VI. Conclusões e Recomendações.....	76
6.1. Conclusões .....	76
6.2. Recomendações.....	78
6.3. Limitações da Pesquisa .....	79
6.4. Recomendações para Estudos Futuros.....	79
VII. Anexos.....	80
VIII. Bibliografia.....	82

## Lista de Tabelas

Tabela 01: Strasburg Electronics: Efeitos da Alavancagem Financeira sobre o ROE (1) ...	20
Tabela 02: Strasburg Electronics: Efeitos da Alavancagem Financeira sobre o ROE (2) ...	20
Tabela 03: Variação dos Fundos Próprios (Valores em Meticais) .....	71
Tabela 04: Variação do Passivo Não Corrente (de longo prazo) - Valores em Meticais ...	71
Tabela 05: Variação do Passivo Total (Valores em Meticais) .....	71
Tabela 06: Índice de Endividamento de Longo Prazo com Relação ao Capital Total .....	72
Tabela 07: Variação dos Resultados Líquidos .....	73
Tabela 08: Índice de Cobertura de Juros/Encargos Financeiros (TIE) .....	73
Tabela 09: Índice de Longo Prazo com Relação ao Capital Próprio.....	74
Tabela 10: Verificação dos Objectivos de Pesquisa .....	75

## Lista de Figuras

Figura 01: Principais Operações Efectuadas nos Mercados Financeiros Primários .....	23
Figura 02: Efeito da Alavancagem Sobre o Valor da Acção .....	43
Figura 03: Distribuição de Probabilidade de EPS para HSS com Diferentes Montantes de Alavancagem Financeira. ....	54
Figura 04: Relacionamento entre EPS Esperado e o Preço da Acção da HSS .....	55



## Lista de Acrónimos e Abreviaturas

B – Valor de mercado da dívida

DF's – Demonstrações Financeiras

EBIT – Resultados Antes de Juros e Impostos (*Earnings Before Income and Taxes*)

EPS – Lucro por Acção

FCC - Índice de cobertura de despesas financeiras fixas

$k_d = K_e$  - Custo dos capitais alheios

$k_{sU}$  – Taxa de retorno requerida para uma empresa não alavancada

L – Empresa alavancada;

MLLR - Meios Libertos Líquidos Anuais Retidos

MT - Meticais

NOPAT – Lucro líquido após impostos

$r_f$  – Taxa de juro isenta de risco

ROE - Retorno sobre o Património Líquido

ROIC – Retorno sobre o capital investido

$S_0$  – Valor de mercado do capital detido pelos accionistas externos à empresa; e

$S_i$  – Valor de mercado do capital próprio detido pelo administrador;

T – Alíquota do imposto de renda

TIE – Rácio de cobertura dos encargos financeiros

U – Empresa não alavancada;

V - Valor da empresa

VAL - Valor Actual Líquido

VALA - Valor Actual Líquido Ajustado ou APV - *Adjusted Present Value*

VASD - Valor Actual Líquido dos *Cash flows* esperados pelo projecto sem dívida

VALF - Valor Actual Líquido da Decisão de Financiamento

WACC - Custo Médio Ponderado dos Capitais

$\sigma_{ROE}$  – Desvio padrão do Retorno sobre o Património Líquido

$\sigma_{ROE(U)}$  - Desvio padrão do Retorno sobre o Património Líquido de uma empresa não alavancada.

## Resumo

A forma como as actividades da empresa são financiadas pode impactar o seu valor; pelo que, um dos maiores desafios que os gestores enfrentam é decidir qual a estrutura de capitais a ser adoptada pela empresa de modo a maximizar o seu valor. O problema de pesquisa é identificar qual(is) a(s) forma (s) de financiamento que uma empresa deverá adoptar de modo a maximizar as vantagens e minimizar as desvantagens que cada fonte de financiamento apresenta.

Foi efectuado um estudo de caso na Mcel para o período compreendido entre 2009 e 2011. A escolha desta instituição deveu-se ao facto de se tratar de uma das maiores empresas moçambicanas e apresentar as contas organizadas e auditadas. O objectivo do estudo é, basicamente, aferir até que ponto a estrutura financeira adoptada pela instituição maximiza o seu valor.

O índice alvo de endividamento de longo prazo com relação ao capital total está na faixa de 26 a 40% (Brigham 2001:594), isto é, é neste intervalo onde uma empresa maximiza o seu valor. Analisando as demonstrações financeiras da Mcel verifica-se que a mesma apresentou o índice de endividamento de longo prazo com relação ao capital total de 28, 34 e 24% nos anos de 2009 a 2011, respectivamente; o que significa que no último ano, segundo este critério, a sociedade encontra-se abaixo dos níveis recomendados.

Um outro índice analisado é o índice de cobertura dos encargos financeiros (TIE) que exige-se que seja superior a 2 ou a 2,5 (Brigham 2001:590) pois quando é inferior a esse nível, a flexibilidade financeira da instituição reduz-se e há maior probabilidade de se encontrar em dificuldades financeiras. Nos anos de 2009 e 2010, o TIE da Mcel estava abaixo dos níveis recomendados (0,62 e 1,33, respectivamente). Em 2011, a sociedade apresenta um TIE muito acima do recomendado (9,45), o que significa que a instituição pode contrair certo montante de dívida e ainda continuar com uma boa flexibilidade financeira. Assim, segundo este critério pode se considerar, também, que a Mcel está a operar num sub-ótimo no que respeita ao recurso à dívida.

De uma forma geral, da análise feita, pôde-se concluir que a Mcel está a operar num sub-ótimo no que respeita ao recurso à dívida.

Assim, recomenda-se que a instituição recorra mais ao financiamento através de fundos alheios para níveis compreendidos entre 26 a 40% do capital total de modo a aumentar o seu valor sem comprometer, contudo, a sua flexibilidade financeira.

## Summary

The way a company's activities are financed can impact its value. One of the biggest challenges managers face is deciding the capital structure to be adopted by the company to maximise its value. The research problem is to identify which form/s of funding a company should adopt in order to maximise the advantages and minimise the disadvantages that each funding source presents.

A case study was conducted in Mcel for the period between 2009 and 2011. The choice of this institution was due to the fact that Mcel is one of the largest companies and presents organized and audited accounts. The aim of the study is basically to measure to what extent the financial structure adopted by the institution maximises its value.

The target rate of long-term debt to total capital is in the range 26-40 % (Brigham 2001:594), ie, it is in this interval where a company maximises its value. Analysing the financial statements of Mcel it seems that Mcel presented in long-term debt to total capital 28, 34 and 24 % in the years 2009 to 2011, respectively, which means that in the last year, according this criterion, the company is below recommended levels.

Another index considered is the Times Interest Earned (TIE) which is required to be more than 2 or 2.5 (Brigham 2001:590). When it is below that level, the institution's financial flexibility is reduced and there is greater likelihood of financial difficulties. In the years 2009 and 2010, Mcel TIE was below recommended levels (0.62 and 1.33, respectively). In 2011, the company had a TIE far above the recommended (9.45), which means that the institution may borrow certain amount of debt and still having a good financial flexibility. Thus, according to this criteria, it can be considered that Mcel is operating in a suboptimal in respect to the use of debt.

From the conducted analysis, it is concluded that Mcel is operating in a suboptimal in respect to the use of debt.

Thus, it is recommended that Mcel resorts to greater use of third party funds to levels between 26-40% to total capital in order to increase its value, however, without compromising its financial flexibility.

# CAPÍTULO I. INTRODUÇÃO

## 1.1. Contextualização

A estrutura financeira tem influência no valor, risco financeiro e custo do capital de uma empresa (Menezes, 1987:346). Tendo em conta que um dos maiores objectivos de um gestor é maximizar o valor da empresa, presume-se pertinente um estudo sobre o impacto da escolha (pelo gestor) da estrutura financeira sobre o valor da empresa.

Ainda segundo a obra supracitada, a estrutura óptima de capital é a que minimiza o custo do capital e que, em simultâneo, maximiza o valor da empresa; entretanto, o mesmo autor chama a atenção para o facto de a estrutura financeira óptima variar de sector para sector de actividade e dentro de um mesmo sector, de empresa para empresa.

O recurso à contracção de dívida normalmente aumenta os retornos esperados dos accionistas, entretanto, em simultâneo aumenta o seu risco (Brigham, 2001:573). Portanto, por um lado, se o gestor for averso ao risco, adoptará uma estrutura financeira composta, basicamente, por fundos próprios, que é mais seguro; entretanto a empresa poderá estar a negligenciar o efeito de alavanca financeira que os capitais alheios proporcionam; e por outro, se um gestor adopta uma estrutura financeira basicamente composta por capitais alheios, a empresa poderá produzir retornos muito elevados para os accionistas, contudo a remuneração dos capitais alheios também irá aumentar e pode acontecer que supere os retornos dos accionistas, além de elevar o risco da empresa.

Posto isto, pode-se afirmar que o grande desafio dos gestores é adoptar uma estrutura financeira que maximize o valor da empresa e minimize o risco. A questão que se coloca é: Como? Para responder a esta questão examinar-se-á a Teoria da Estrutura de Capital que, embora não forneça todas as respostas, “dá uma visão dos efeitos do financiamento com dívida *versus* capital próprio” (Brigham, 2001:573).

Para uma melhor percepção do assunto, efectuou-se um estudo de caso na empresa Moçambique Celular, S.A (adiante designada Mcel).

## 1.2. Problema de Pesquisa

O problema é “uma dificuldade, teórica ou prática, no conhecimento de uma coisa de real importância, para a qual se deve encontrar uma solução”, pelo que “definir um problema significa especificá-lo em detalhes precisos e exactos” (Lakatos e Marconi, 2006:26).

A formulação do problema esclarece a dificuldade específica com que se depara e que se pretende resolver por intermédio do estudo (Lakatos e Marconi, 2007).

De acordo com o objectivo do trabalho, o problema pode tomar diferentes formas (Pardinas, 1977:121-125 *apud* Lakatos e Marconi, 2006:27):

- Problema de estudos académicos: quando se trata de um “estudo descritivo, de carácter informativo, explicativo ou preditivo”.
- Problema de informação: quando se trata de “colecta de dados a respeito de estruturas e condutas observáveis, dentro de uma área de fenómenos”.
- Problema de acção: quando se trata de “campo de acção onde determinados conhecimentos sejam aplicados com êxito”.
- Investigação pura e aplicada: quando se “estuda um problema relativo ao conhecimento científico ou à sua aplicabilidade”.

Uma empresa tem disponíveis diferentes formas de financiamento das suas actividades entre capitais próprios e alheios e, cada forma apresenta as suas vantagens e desvantagens. O problema de pesquisa: Qual(is) a(s) forma(s) de financiamento que a Mcel deverá utilizar de modo a maximizar as vantagens e minimizar as desvantagens que cada fonte de financiamento apresenta?

Analisando o problema de pesquisa e tendo em conta as diferentes formas que o trabalho pode adoptar de acordo com os objectivos, pode-se afirmar que o problema de pesquisa do presente trabalho é: de estudos académicos, de informação e de investigação pura e aplicada.

### **1.3. Perguntas de Pesquisa**

O trabalho tem como perguntas de pesquisa as seguintes:

- Quais são os aspectos que os gestores tomam em consideração para determinar a estrutura financeira a ser adoptada pela empresa?
- Será que a estrutura de financeira adoptada pela Mcel maximiza o seu valor?

### **1.4. Objectivos da Pesquisa**

#### **1.4.1. Objectivo Geral**

O objectivo geral está ligado directamente à própria significação da tese proposta para o estudo (Lakatos e Marconi, 2007).

O objectivo geral do trabalho é aferir até que ponto a estrutura financeira adoptada pela Mcel maximiza o valor da empresa.

#### **1.4.2. Objectivos Específicos**

Os objectivos específicos têm uma função intermediária e instrumental porque servem, primeiro, para ajudar a atingir o objectivo geral e, segundo, para aplicar este a situações particulares (Marconi e Lakatos, 2007).



Para este trabalho estabeleceu-se como objectivos específicos, os seguintes:

- Descrever as fontes de Financiamento de longo prazo e apresentação das suas características principais;
- Entender a relação existente entre a estrutura financeira adoptada por uma empresa e o impacto no seu valor, de acordo com diferentes teorias de estrutura de capital;
- Explicar como os gestores, efectivamente, determinam a estrutura financeira a ser adoptada pela empresa; e
- Analisar, tomando como base as diferentes teorias de estrutura financeira, se a estrutura de capitais adoptada pela Mcel maximiza o seu valor.

## 1.5. Hipóteses da Pesquisa

Segundo Cervo (1983), a hipótese consiste em supor conhecida a verdade ou explicação que se busca, ou seja, é a suposição de uma causa ou de uma lei destinada a explicar, provisoriamente, um fenómeno até que os factos a venham contradizer ou afirmar; enquanto segundo Lakatos e Marconi (2006), a hipótese é uma “proposição que se faz na tentativa de verificar a validade de resposta existente para um problema”, portanto, “é uma suposição que antecede a constatação dos factos e tem como característica uma formulação provisória; deve ser testada para determinar a sua validade” pelo que correcta “ou errada, de acordo ou contrária ao senso comum, a hipótese sempre conduz a uma verificação empírica”.

As hipóteses do presente trabalho são as seguintes:

*Primeira hipótese:*

**Hipótese nula:** Nenhum aspecto é tomado em consideração pelos gestores na determinação da estrutura financeira a ser adoptada pela empresa.

**Hipótese alternativa:** Existem alguns aspectos que os gestores tomam em consideração na determinação da estrutura financeira a ser adoptada pela empresa.

*Segunda hipótese:*

**Hipótese nula:** A actual estrutura financeira da Mcel não maximiza o valor da instituição.

**Hipótese alternativa:** A actual estrutura financeira da Mcel maximiza o valor da instituição.

## 1.6. Variáveis

“Variável é um conceito que contém ou apresenta valores tais como: quantidades, qualidades, características, magnitudes, traços, etc., sendo o conceito um objecto, agente, fenómeno, problema” (. . .) A relação entre as variáveis pode ser “assimétrica, onde uma variável (independente) exerce efeito sobre a outra (dependente)” (. . .) “coextensiva – se X ocorre, então Y ocorrerá” (Lakatos e Marconi, 2007: 106).

Posto isto, pode se afirmar que o trabalho apresenta duas variáveis com uma relação assimétrica onde tem-se:

*Variável dependente* – Valor da empresa Mcel; e

*Variável independente* – Escolha da estrutura financeira óptima.

Assim sendo, a escolha da estrutura financeira óptima influencia na maximização do valor da Mcel.

## 1.7. Justificativa

A escolha do tema deve-se ao facto de se ter o entendimento de que a adopção de uma boa estrutura financeira, mantendo o resto de factores constante, é fundamental para a maximização do valor de uma empresa.

A escolha da Mcel para a realização do trabalho prende-se, primeiro, ao facto de ser uma das maiores empresas moçambicanas em termos de volume de negócio, segundo a KPMG (em 2011 foi premiada a quarta maior) e, seguindo, ao facto de mesma ter as contas bem organizadas e auditadas, o que confere uma grande credibilidade às mesmas.

O período de análise de 2009 a 2011 (03 anos) considera-se um período suficientemente longo para verificar as diferentes estruturas financeiras adoptadas pela empresa e daí retirar-se as devidas conclusões.

## 1.8. Delimitação da Pesquisa

O trabalho tem como tema “A Escolha da Estrutura Financeira e o seu Impacto sobre o Valor da Empresa - caso da Mcel 2009-2011”.

Segundo Cervo (1983), delimitar um tema é escolher um tópico ou parte a ser focalizado; numa outra perspectiva, pode se considerar que se trata de fixar circunstâncias de tempo e espaço indicando o quadro histórico e geográfico que delimita o assunto. Neste contexto e, como se pode subentender a partir do tema, o estudo consistirá na análise do impacto da escolha da estrutura financeira da Mcel sobre o seu valor e terá como espaço temporal o período compreendido entre os anos de 2009 a 2011.

A análise da situação financeira de uma empresa abrange dois itens distintos, entretanto interdependentes: a tesouraria e a estrutura financeira (Meneses, 1987:345). Neste trabalho o enfoque será a análise da estrutura financeira, embora se reconheça a

importância que a gestão do capital circulante e da dívida de curto prazo sobre a escolha da composição dos capitais permanentes e, subsequentemente, sobre o valor da empresa.

## 1.9. Estrutura do Trabalho

O trabalho apresenta sete capítulos a saber:

**Capítulo 1- Introdução:** É neste capítulo onde é apresentada a contextualização do assunto, a definição, a delimitação e indicação da sua importância, a justificação da escolha do assunto, a apresentação dos objectivos a serem alcançados, as variáveis e as hipóteses do trabalho.

**Capítulo 2 – Metodologia da Pesquisa:** Neste capítulo apresenta-se a metodologia usada para a colecta de dados bem como para a sua interpretação, a título do exemplo as técnicas de pesquisa e as técnicas da selecção da amostragem.

**Capítulo 3 - Revisão de Literatura:** Corresponde ao capítulo mais extenso do trabalho; é aqui onde são apresentadas as várias definições de termos considerados importantes para uma boa compreensão do trabalho; são apresentadas, adicionalmente, as diferentes formas existentes de financiamentos a médio e longo prazos, entretanto, o enfoque será dado às teorias da estrutura do capital.

**Capítulo 4 - Estudo de Caso:** Neste capítulo consta um breve historial da empresa Mcel e a descrição das formas de financiamento a que tem recorrido.

**Capítulo 5 – Discussão de Dados:** Neste capítulo são apresentados os resultados do confronto entre a realidade financeira da Mcel e as teorias de estrutura do capital.

**Capítulo 6 - Conclusões e recomendações:** Aqui são apresentadas as conclusões sobre o assunto investigado, analisado e interpretado; é a fase onde coloca-se a síntese

comentada das principais ideias e dos resultados obtidos (Marconi e Lakatos, 2006) bem como as respectivas recomendações.

**Capítulo 7 – Anexos:** São apresentados os Balanços e Demonstrações de Resultados da Mcel referentes aos anos de 2009 a 2011.

**Capítulo 8 - Bibliografia:** Neste capítulo mostra-se a bibliografia usada para a realização do trabalho quer sejam manuais, teses, monografias, publicações avulsas; entre outros.

## CAPÍTULO II. METODOLOGIA DA PESQUISA

O presente capítulo aborda a metodologia usada para a elaboração do trabalho, especificamente descreve o tipo de pesquisa, as técnicas de pesquisas, a técnica de amostragem, a forma de análise e interpretação dos dados e por fim, as limitações da metodologia.

### 2.1. Tipo de Pesquisa

“Os critérios para a classificação dos tipos de pesquisa variam com o enfoque dado pelo autor” (Lakatos e Marconi, 2006:19). Relativamente à presente dissertação pode-se afirmar o seguinte:

Quanto ao campo de actividade humana é monodisciplinar uma vez que a pesquisa é realizada em apenas um campo de conhecimento científico (Pardinas, 1977:159 *apud* Lakatos e Marconi, 2006). Quanto à utilização dos resultados, a pesquisa é aplicada devido ao seu interesse prático e, importa que os resultados sejam aplicados, imediatamente, na solução de problemas reais (Ander-Egg, 1978:33 *apud* Lakatos e Marconi, 2006).

Segundo os processos de estudo é monográfico; segundo a natureza dos dados é uma pesquisa de dados objectivos ou de factos; segundo à procedência dos dados é primária; segundo ao grau de generalização dos resultados é por amostragem, segundo a extensão do campo de estudo é uma pesquisa monográfica ou de profundidade e; segundo as técnicas e instrumentos de observação é directa.

### 2.2. Técnicas de Pesquisa

Cervo (1983:52) define técnicas como “procedimentos científicos utilizados por uma ciência determinada no quadro das pesquisas próprias desta ciência” e, por seu turno, Lakatos e Marconi (2006:64) definem técnicas como “um conjunto de preceitos ou

processos de que se serve uma ciência ou arte; é a habilidade para usar esses preceitos ou normas, parte prática”; pode-se encontrar: a documentação indirecta, a pesquisa bibliográfica, a documentação directa, a observação directa intensiva, a observação directa extensiva entre outras técnicas.

Além das técnicas expostas no parágrafo anterior, podem-se apresentar outras técnicas para a investigação social tais como: testes, sociometria, análise de conteúdo e história de vida (Lakatos e Marconi, 2006).

Para a realização do presente trabalho recorreu-se à técnica de documentação indirecta abrangendo a pesquisa documental e bibliográfica. A pesquisa documental foi efectuada sobre as demonstrações financeiras da empresa Mcel referentes ao período de 2009 a 2011 e sobre a legislação relacionada ao tema. A pesquisa bibliográfica consistiu basicamente na consulta de manuais e artigos científicos que versam sobre o assunto.

A característica principal da pesquisa documental é que “a fonte de colecta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias. Estas podem ser recolhidas no momento em que o fenómeno ocorre, ou depois” por exemplo: fotografias, auto-biografias, publicações parlamentares e administrativas, mapas e filmes (Lakatos e Marconi, 2006:63).

“A pesquisa bibliográfica, ou de fontes secundárias, abrange toda a bibliografia já tornada pública em relação ao tema de estudo, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias, teses, material cartográfico, (...), até meios de comunicação orais: rádio, gravações em fita magnética e audiovisuais: filmes e televisão;” entretanto, “a pesquisa bibliográfica não é mera repetição do que já foi dito ou escrito sobre o assunto, mas propicia o exame de um tema sob novo enfoque ou abordagem, chegando a conclusões inovadoras” (Lakatos e Marconi, 2006:71).

### 2.3. Amostragem

Devido ao tamanho ou volume das informações que se pretende colher, por vezes é inviável ou até mesmo impossível estudar todo o universo ou população, daí a necessidade de se estudar apenas uma parte deste.

De acordo com Lakatos e Marconi (2006:41), o **Universo ou População** é “o conjunto de seres animados ou inanimados que apresentam pelo menos uma característica em comum” e, ainda segundo a mesma obra, a **Amostra** é “uma porção ou parcela, convenientemente seleccionada do Universo”.

Neste trabalho, a população é conjunto de todas as empresas/empreendimentos existentes no universo, isto é, dentro e fora de Moçambique. Foi usada a técnica de amostragem intencional e foi escolhida a empresa Mcel. A escolha desta empresa deveu-se ao facto de ser uma empresa líder na área das telecomunicações aqui em Moçambique, uma das maiores empresas do país e pelo facto de apresentar as suas contas auditadas, o que confere maior credibilidade em relação às mesmas.

Na amostragem intencional “o investigador está interessado na opinião (acção, intenção) (...) de determinados elementos da população, mas não representativos dela. Seria, por exemplo, o caso de desejar saber como pensam os líderes de opinião de determinada comunidade. O pesquisador não se dirige, portanto à “massa”, isto é, a elementos representativos em geral, mas aqueles que, segundo o seu entender, pela função desempenhada, cargo ocupado, prestígio social, exercem as funções de líderes de opinião na comunidade (Lakatos e Marconi, 2006:52).

### 2.4. Análise e Interpretação dos Dados

Para a análise dos dados recorreu-se ao uso do *Microsoft Excel* e os resultados são apresentados em forma de texto corrido e tabelas e a interpretação dos resultados foi feita através da verificação da relação entre a variável dependente e a independente.



Para a realização do presente trabalho, efectuou-se uma pesquisa bibliográfica e um estudo de caso através do recurso às demonstrações financeiras mais recentes da Mcel (referentes ao período compreendido entre os anos de 2009 e 2011).

## **2.5. Limitações da Metodologia**

Para a realização do trabalho houve necessidade de realização de uma entrevista junto à Mcel e a consulta às suas Demonstrações Financeiras (DF's), contudo, as tentativas nesse sentido redundaram em fracasso (a instituição respondeu negativamente à solicitação de informação efectuada através da carta em anexo). A intenção inicial era de efectuar um estudo para um período de 10 anos (de 2002 a 2011) mas, devido a essa limitação, houve necessidade de se reduzir esse período para 3 (2009 a 2011). Assim sendo, para a concretização do presente estudo, recorreu-se ao uso das DF's auditadas publicadas no sítio electrónico oficial da instituição. Mais especificamente, as DF's lá publicadas são referentes, apenas, aos anos de 2010 e 2011, contudo, devido ao quadro comparativo apresentado nas DF's de 2010 é possível ter acesso à informação referente ao ano de 2009.

A outra limitação encontrada é o facto de os dados apresentados nas DF's serem agregados, isto é, não são fornecidos os detalhes das contas o que dificultou, por exemplo, a descrição pormenorizada das formas de financiamento a que a Mcel tem recorrido.

Entretanto, as limitações acima apresentadas não são suficientes para comprometer a validade os resultados da pesquisa.

## CAPÍTULO III - REVISÃO DA LITERATURA

### 3.1. Introdução

Uma empresa nova necessita de capital para poder funcionar e precisa de muito maior capital caso queira expandir-se e pode, para o efeito, recorrer a dois tipos básicos de capital: dívida e capital accionário (Brigham, 2001). O uso de cada um dos tipos de capital apresenta as suas vantagens e desvantagens; assim sendo, a questão que se coloca é a seguinte: será que a empresa deverá ser financiada somente com capitais próprios ou somente com capitais alheios ou ainda por uma combinação da dívida com capitais próprios, caso seja a última opção, qual seria a estrutura óptima? (Brigham, 2001) Segundo Vieito (2010:77), antes de decidir qual “(. . .) o modelo de financiamento a adoptar, dever-se-á antecipadamente recolher informação dos custos associados a cada uma das diversas modalidades, efectuar o cálculo de todos os encargos associados e, só depois, verificar qual a que cria mais valor. O gestor não deve ser um mero tomador das diversas opções de financiamento que lhe são oferecidas, mas um decisor”.

### 3.2. Conceitos

Os conceitos a seguir apresentados ajudarão a fornecer as bases para o melhor entendimento do presente trabalho.

#### 3.2.1. Valor de uma Empresa

Existem várias abordagens para a avaliação do valor de uma empresa, nomeadamente (das Neves, 1996:263,264):

- **A abordagem patrimonial:** admite que um bem tem um valor intrínseco, pelo que o valor da empresa não é mais do que a soma dos valores dos bens do seu património;
- **A abordagem económica:** considera o valor da empresa pelo seu interesse como instrumento de produção; assim, define o valor como a despesa que o agente económico teria de fazer para constituir uma

*empresa com o mesmo potencial (económico) daquela que pretende adquirir;*

- *A **abordagem pelo mercado**: compara a empresa com outras no mercado com nível de risco semelhante, de forma que o valor do potencial económico é medido com parâmetros semelhantes aos dessas empresas;*
- *A **abordagem financeira**: admite que o valor resulta, exclusivamente, da capacidade que a empresa tem de gerar fluxos monetários (dinheiro) no futuro;*
- *A **abordagem regulamentar ou legislativa**: procura aplicar regras específicas, sem utilização de subjectivismos, pois estando em causa o pagamento de impostos não deve haver interpretações dúbias.*

Para a realização deste trabalho foi considerada da abordagem financeira para a avaliação do valor de uma empresa.

### 3.2.2. Rácios

“A técnica mais utilizada pela análise financeira consiste em estabelecer relações entre contas e agrupamento de contas do Balanço e da Demonstração de Resultados, ou ainda entre outras grandezas económico-financeiras. Estas relações têm várias designações, tais como rácios, índices, coeficientes, quocientes” e “indicadores”. Para o presente trabalho será utilizado a designação de “rácios” e será dado enfoque aos rácios financeiros que “são aqueles que apreciam os aspectos que se relacionam exclusivamente com aspectos financeiros, tais como a estrutura financeira, a capacidade de endividamento” e “a solvabilidade” (Neves, 1998:72-75):

- a) **Rácio de Endividamento**: “apura a extensão com que a empresa utiliza o capital alheio no financiamento das suas actividades”.

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Capitais alheios (incluindo locação financeira)}}{\text{Capitais totais (incluindo locação financeira)}}$$

O *Debt to Equity Ratio* é muito usado pelos americanos e é outra forma de medir o endividamento.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Capitais alheios (incluindo locação financeira)}}{\text{Capitais próprios}}$$

Os rácios podem ser calculados com base em dívida de longo prazo no lugar de dívidas totais:

$$\text{Peso do endividamento a longo prazo} = \frac{\text{Capitais alheios de longo prazo (incluindo locação financeira)}}{\text{Capitais totais (incluindo locação financeira)}}$$

$$\text{Debt to Equity Ratio de estrutura} = \frac{\text{Capitais alheios de longo prazo (incluindo locação financeira)}}{\text{Capitais próprios}}$$

b) **O rácio de cobertura dos encargos financeiros (Times Interest Earned – TIE)** “mede o grau com que os resultados antes de encargos financeiros e amortizações cobrem os encargos financeiros”:

$$\text{Cobertura dos encargos financeiros} = \frac{\text{Resultados antes de encargos financeiros+Amortizações}}{\text{Encargos financeiros}}$$

Este rácio trata, unicamente, da cobertura dos encargos financeiros pelo que alguns preferem incorporar outros fluxos compulsivos como é o caso do serviço da dívida. Assim, a fórmula fica:

$$\text{Cobertura do serviço da dívida} = \frac{\text{Resultados antes de encargos financeiros+Amortizações}}{\text{Serviço da Dívida}}$$

O Brigham (2001:588-589) define **TIE** como o “EBIT dividido pelo total das despesas de juros”. O autor afirma que quanto mais baixo for esse índice, maior a probabilidade de que uma empresa encontre dificuldades financeiras”.

O mesmo autor prossegue afirmando que o **índice de cobertura de despesas financeiras fixas (FCC)**, que é o rácio de cobertura do serviço da dívida acima referido,

“reconhece que há despesas financeiras fixas diferentes dos pagamentos de juros que poderiam conduzir a dificuldades financeiras” e apresenta a seguinte fórmula:

$$FCC = \frac{EBIT + \text{pagamentos de arrendamento mercantil}}{\text{Juros} + (\text{Pagamentos de arrendamento mercantil}) + \left( \frac{\text{Depósitos no Fundo de Amortização}}{1-T} \right)}$$

*Note que os pagamentos para depósitos no Fundo de Amortização reduzem a dívida – eles não são pagamentos de juros dedutíveis. Portanto, os depósitos no fundo para a amortização devem ser “somados novamente ao valor antes deduzido” em reconhecimento do facto que eles devem ser feitos com dólares depois dos impostos (lucro líquido). Os pagamentos de juros e de arrendamento mercantil são totalmente dedutíveis, por isso eles não precisam ser somados novamente (Brigham, 2001:589).*

Analisando os dois autores, acima, pode-se concluir que existe uma grande convergência entre eles, sendo que o segundo apresenta mais detalhes na fórmula.

### 3.2.3. Risco

O Risco é a probabilidade de acontecer algum evento desfavorável (Brigham, 2001).

Sob o ponto de vista de um investidor em acções, existem quatro tipos de risco:

O **Risco de Mercado** “advém de factores que sistematicamente afectam a maioria das empresas: guerras, inflação, recessões e taxas altas de juros. Como a maioria das acções tende a ser negativamente afectada por esses factores, o risco de mercado não pode ser eliminado pela diversificação” (Brigham, 2001:191); o **Risco Isolado** incorpora tanto o risco de mercado como o risco que pode ser eliminado caso o investidor diversifique a sua carteira de activos; o **Risco do Negócio** é o risco da acção ordinária de uma empresa caso ela não use exigível e o **Risco Financeiro** que é o que recai sobre os accionistas devido a decisão da empresa de recorrer a capitais alheios, sendo de salientar que a acção preferencial também incrementa risco financeiro (Brigham, 2001). Para este trabalho, o enfoque será dado para o risco do negócio e ao risco financeiro.

## Risco de Negócio

Segundo Brigham (2001:566) “o risco do negócio no sentido isolado é uma função da incerteza inerente nas projecções dos retornos futuros sobre o capital investido (ROIC) de uma empresa”. Matematicamente pode-se definir como se segue:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CAPITAL}}$$

Lucro líquido disponível aos accionistas ordinários + Pagamentos de juros após impostos  
CAPITAL

Onde:

**NOPAT** – é o lucro líquido após impostos.

Se a empresa não recorrer à dívida não haverá pagamento de juros e o capital será constituído somente por capitais próprios, pelo que a fórmula fica da seguinte forma (Brigham, 2001:566):

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Lucro líquido para os accionistas ordinários}}{\text{Capital Próprio}}$$

O risco do negócio depende de vários factores, destacando-se os seguintes: variabilidade da demanda, variabilidade dos preços de venda, variabilidade do custo de matéria-prima, habilidade para ajustar os preços de venda pelas mudanças nos custos de matéria-prima, habilidade para desenvolver novos produtos em tempo e custos adequados, exposição ao risco estrangeiro e a extensão na qual os custos são fixos (alavancagem operacional) (Brigham, 2001).

Os gestores podem usar várias formas para controlar os factores acima referidos, a título de exemplo: de modo a estabilizar as quantidades vendidas bem como os preços de venda, os gestores podem adoptar uma política de marketing mais agressiva (mais custos) ou, por outro lado, por forma a reduzir a flutuação dos custos futuros de insumos, os gestores podem negociar, a longo prazo, os contratos de mão-de-obra e

fornecimentos de materiais; entretanto, para a obtenção destes contratos, a empresa poderá ter de pagar preços acima dos preços correntes (Brigham, 2001).

Relativamente à exposição ao risco estrangeiro, ainda segundo a mesma obra, pode-se dizer que as empresas estão sujeitas a este risco quando a maior percentagem dos seus lucros são gerados no exterior, pois flutuações das taxas de juros podem gerar declínio nos lucros e, se a empresa estiver operando numa área politicamente instável, ela poderá estar sujeita a riscos políticos.

### **Alavancagem Operacional**

Considera-se que uma empresa tem um elevado grau de **Alavancagem Operacional** quando uma elevada percentagem dos custos totais é fixa. Se os custos fixos de uma empresa são elevados, uma pequena diminuição das vendas pode diminuir em grande medida o Retorno sobre o Património Líquido (ROE). Assim sendo, mantendo o resto dos factores constantes, quanto mais elevados forem os custos fixos da empresa maior será o seu risco de negócio (Brigham, 2001:568).

Os custos fixos elevados normalmente estão associados a (Brigham, 2001:568):

- Operações altamente automatizadas e indústrias de capital intensivo;
- Contratação de trabalhadores altamente especializados a serem mantidos e pagos mesmo durante os períodos de crise.
- Altos custos de desenvolvimento de produto, uma vez que a amortização dos mesmos é considerada um custo fixo.

Em grande medida a elevada alavancagem operacional é determinada pela tecnologia pelo que, em geral, as empresas de serviços públicos de electricidade, empresas telefónicas, companhias aéreas, siderúrgicas e laboratórios químicos simplesmente devem apresentar grandes investimentos resultando em elevados custos fixos e, conseqüentemente, elevada alavancagem operacional (Brigham, 2001).

## Risco Financeiro

Como foi referido acima, “o risco financeiro é o risco adicional colocado sobre os accionistas ordinários como um resultado da decisão de financiar com dívida”; portanto, além do risco isolado que está associado à incerteza sobre as projecções do lucro operacional futuro, quando a empresa recorre ao uso da dívida (alavancagem financeira), concentra o risco do negócio aos accionistas e isto ocorre devido ao facto de os credores receberem pagamentos de juros fixos (independentemente da situação financeira da empresa), não arcando com nada do risco do negócio (Brigham, 2001:571).

Para Vieito (2010), além dos riscos acima apresentados, existe o **risco de crédito** que também é designado **risco de insolvência**; que resulta da incerteza sobre se os rendimentos futuros serão suficientes para fazer o serviço da dívida, pelo que, quanto maior o montante da dívida, maior é o risco de incumprimento. O autor refere ainda que, a dívida é um *passivo exigível* quando os capitais próprios são um *passivo não exigível* porque a empresa tem a obrigação de cumprir com o serviço da dívida mas no caso da distribuição de dividendos, só ocorre quando as condições estiverem favoráveis; ademais, em caso de falência os accionistas só são pagos após o reembolso dos credores.

Considere-se o seguinte exemplo hipotético, a seguir, da empresa Strasburg Electronics quando utiliza cem por cento de capitais próprios e quando recorre à dívida (50%). A empresa tem USD 175.000 em activos fixos e é financiada totalmente por capitais próprios, no primeiro caso e 50% por capitais alheios, no segundo. Analisando o quadro abaixo pode-se verificar que, se a empresa se financiasse na totalidade, o seu ROE esperado seria de 12%; enquanto quando recorre a 50% de financiamento o mesmo sobe para 18%; o que mostra vantagens no recurso à dívida. Esta vantagem surge devido ao facto de o uso da dívida proteger a empresa da cobrança de impostos sobre uma parcela dos lucros (Brigham, 2001). Veja detalhadamente a tabela 01, a seguir:



**Tabela 01: Strasburg Electronics: Efeitos da Alavancagem Financeira sobre o ROE (1)**

(Valores em USD)

<b>Descrição</b>	<b>Sem Alavancagem</b>	<b>Com Alavancagem</b>
EBIT Esperado	35.000	35.000
Juros (10%)	0	8.750
Lucros antes do Imposto	35.000	26.250
Imposto (40%)	14.000	10.500
Lucro Líquido	21.000	15.750
ROE Esperado	12%	18%

Fonte: Adaptado de Brigham (2001:571)

A pergunta que se coloca a seguir é: será que a empresa deverá sempre recorrer a capitais alheios em detrimento ao financiamento através de capitais próprios? A resposta a esta questão pode ser encontrada no outro exemplo hipotético, a seguir, sobre a mesma empresa. Suponha-se que o EBIT da sociedade reduziu de USD 35.000 do exemplo anterior para USD 5.000; pode-se constatar que, para o caso do financiamento na totalidade pelos capitais próprios, o ROE reduz de 12 para 1,7% e no caso de recurso a 50% de dívida o ROE reduz de 18 para -2,6% (Brigham, 2001); como se pode verificar no quadro abaixo:

**Tabela 02: Strasburg Electronics: Efeitos da Alavancagem Financeira sobre o ROE (2)**

(Valores em USD)

<b>Descrição</b>	<b>Sem Alavancagem</b>	<b>Com Alavancagem</b>
EIBT Esperado	5.000	5.000
Juros (10%)	0	8.750
Lucros antes do Imposto	5.000	-3.750
Imposto (40%)	2000	-1.500
Lucro Líquido	3.000	-2.250
ROE Esperado	1,7%	-2,6%

Fonte: Adaptado de Brigham (2001:571)

Analisando os dois exemplos anteriores pode-se concluir o seguinte (Brigham, 2001):

- O recurso à dívida eleva o ROE esperado de uma empresa desde que o retorno esperado obtido sobre o capital investido supere os juros depois dos impostos;
- O desvio padrão do ROE, se a empresa financia-se totalmente de capitais próprios,  $\sigma_{ROE(U)}$ , é uma medida de risco de negócio da empresa, e o  $\sigma_{ROE}$  em qualquer nível da dívida é uma medida de risco isolado que recai sobre os accionistas. O  $\sigma_{ROE} = \sigma_{ROE(U)}$  quando a empresa financia-se exclusivamente através de capitais e quando a mesma recorre aos capitais alheios  $\sigma_{ROE} > \sigma_{ROE(U)}$ , uma vez que o risco do negócio fica concentrado nos accionistas;
- A diferença entre  $\sigma_{ROE}$  e  $\sigma_{ROE(U)}$  mostra os efeitos do aumento do risco devido ao recurso à alavancagem financeira. Para o nosso exemplo temos:  
Risco Financeiro = Risco isolado ( $\sigma_{ROE}$ ) - Risco do negócio ( $\sigma_{ROE(U)}$ ) = 16% - 8% = 8%.
- A alavancagem operacional funciona da mesma forma que a alavancagem financeira pois ambas elevam por um lado o ROE esperado, entretanto por outro, elevam o risco a ser suportado pelos accionistas.

Em suma, “a alavancagem operacional afecta o risco do negócio da empresa, a alavancagem financeira afecta o risco financeiro da empresa e ambas afectam o risco isolado da empresa” (Brigham, 2001:573) e, por conseguinte, “a taxa de rendibilidade exigida pelos accionistas da empresa sem dívida, por aplicarem o seu capital na empresa que se encontra endividada, deverá ser superior à taxa de rendibilidade exigida pelos accionistas que aplicam o seu capital na empresa integralmente financiada com capital próprio” e “quanto maior for o nível de endividamento da empresa, maior será o prémio de risco financeiro exigido pelos accionistas e, em consequência, maior será também o custo de capital da empresa ” (Vieito, 2010:260).

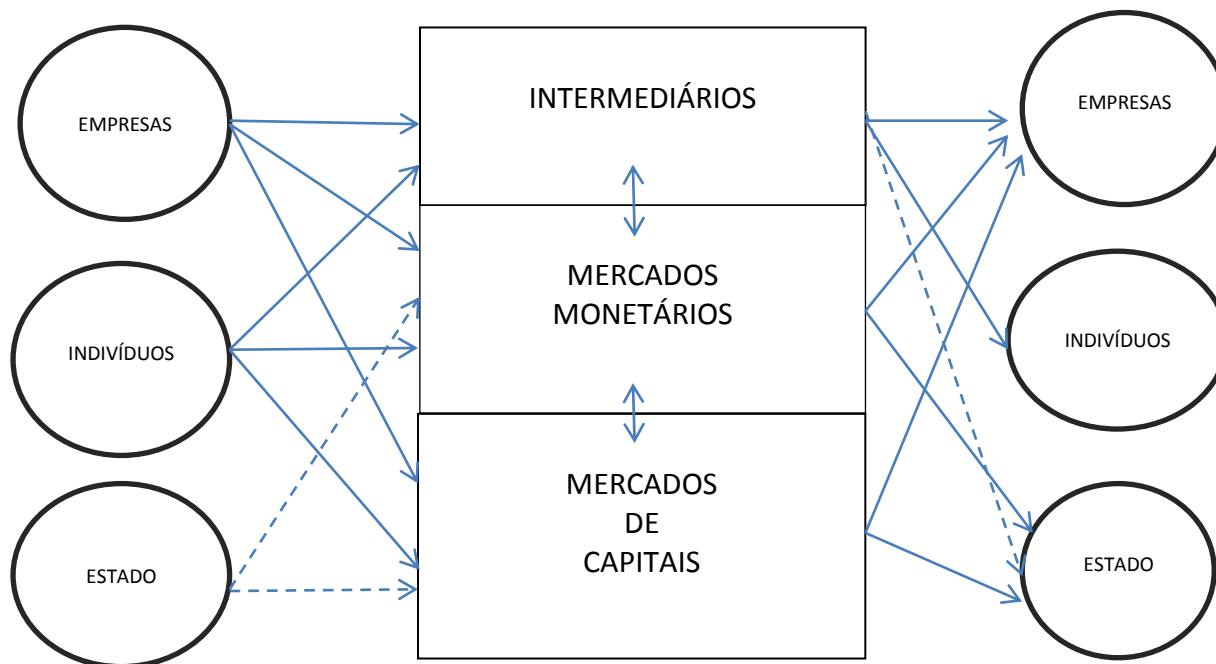
### 3.3.Principais Fontes de Financiamento a Médio e Longo Prazos

Segundo Menezes (1987:384), “os indivíduos, as empresas e o Estado são, simultaneamente, fornecedores e utilizadores de fundos e podem efectuar operações financeiras directas ou indirectas junto dos mercados financeiros, isto é, através dos intermediários financeiros”, isto ocorre da seguinte forma: “os indivíduos realizam, geralmente e no conjunto, poupanças líquidas; as empresas são, regra geral e também no seu conjunto, utilizadores líquidos de fundos; finalmente, o Estado geralmente não realiza empréstimos directos junto das instituições financeiras, mas sim através de mercados financeiros”.

Por seu turno, os mercados financeiros são, ainda segundo Menezes (1987:384), “locais intangíveis, onde se processa a oferta e a procura de fundos e se efectuam transacções directas; os intermediários financeiros aceitam poupanças e colocam-nas (empréstimos ou aplicações financeiras), além de prestarem determinados serviços especializados”. Os mercados financeiros são compostos por mercados monetários e mercados de capitais, sendo que nos mercados monetários efectuam-se transacções a curto prazo (menor que um ano), enquanto nos mercados financeiros são efectuadas transacções (títulos ou empréstimos) a médio e longo prazos. Por sua vez, os mercados financeiros subdividem-se em primários e secundários. Nos mercados primários, os títulos ou direitos transaccionados constituem novas fontes de financiamento das empresas enquanto no mercado secundário transaccionam-se títulos ou direitos já existentes.

Apresenta-se, a seguir, o diagrama que procura mostrar as principais operações realizadas nos mercados financeiros primários:

**Figura 01: Principais Operações Efectuadas nos Mercados Financeiros Primários**



**Fonte:** Menezes (1987:385)

**Nota:** As linhas a tracejado traduzem operações pouco frequentes e a seta interna indica a interligação existente.

Segundo Menezes (1987:387), os principais instrumentos transaccionados nos mercados monetários são: certificados de depósito, bilhetes de tesouro, papel comercial, títulos comerciais e aceites bancários; e os principais instrumentos transaccionados no mercado de capitais são: acções, obrigações, títulos de tesouro, obrigações do Estado e títulos de participação. Entretanto, importa referir que “um dos principais mercados de capitais e autêntico mercado secundário contínuo” é a Bolsa de Valores pois, além de se efectuar transacções, pode se obter informações importantes “sobre as cotações dos títulos e sobre os próprios utilizadores de fundos”.

Resumidamente, as fontes de financiamento a médio e longo prazos são constituídos por capitais próprios e/ou capitais alheios (Vieito, 2010:77 e Menezes, 1987:386-394).

Para Menezes (1987), o financiamento através de capitais próprios pode assumir a forma de capital social, prestações suplementares de capital e autofinanciamento; quando Vieito (2010), para além destas três, acrescenta a possibilidade de financiamento através de capital de risco.

Por seu turno, Menezes (1987) afirma que as formas de financiamento com recurso a capitais alheios podem assumir a forma de: créditos renováveis dos fornecedores correntes e do Estado; créditos dos fornecedores de imobilizações, empréstimos bancários internos a médio e longo prazos, empréstimos externos, locação financeira mobiliária e imobiliária (leasing), papel comercial, empréstimos obrigacionistas, empréstimos dos sócios, entre outras fontes de financiamento (como é o caso dos empréstimos estatais reembolsáveis gratuitos ou onerosos e subsídios estatais); o Vieito (2010) apresenta, resumidamente, como formas de financiamento através de capital alheio os empréstimos bancários tradicionais; empréstimos obrigacionistas e empréstimos externos.

Menezes (1987) e Vieito (2010) convergem nas classificações apresentadas, a diferença é que, relativamente às formas de financiamento com recurso a capitais próprios, o Vieito acrescentou o recurso ao capital de risco e, por outro lado, este autor foi (propositadamente, conforme se pode constatar na própria obra) bastante resumido. Entretanto, existem alguns termos que os autores utilizam que são sinónimos especificamente: os empréstimos de sócios são o mesmo que suprimentos; prestações suplementares de capital são o mesmo que reforços de capital social e empréstimos bancários tradicionais é o mesmo que empréstimos bancários internos a médio e longo prazos.

Apresentam-se, a seguir, as definições mais relevantes das formas de recurso ao financiamento; primeiramente serão apresentadas as relacionadas ao capital próprio e, em seguida, as fontes relacionadas aos capitais alheios:

### 3.3.1. Fontes de Financiamento Relacionadas com Capitais Próprios

As formas de financiamento de longo prazo relacionadas com capitais próprios podem ser:

#### (1) Capital social

*O capital social é “o montante de dinheiro injectado nas organizações quando estas são constituídas. Por imposição legal, toda a empresa deverá ser criada com o limite mínimo a disponibilizar pelos sócios/accionistas. Primeiramente, o capital é subscrito e só posteriormente realizado, podendo estar aberto a poucos intervenientes ou ao público em geral. Com este capital a empresa normalmente paga os primeiros instrumentos em activos fixos, necessários para iniciar a actividade” (Vieito, 2010:78,79)*

Em Moçambique, desde o ano de 2009 que “cabe aos sócios e aos accionistas fixar o capital social adequado à realização do capital social” (nos termos do nº 2 do artigo 289 do Decreto-Lei nº 2/2009 de 24 de Abril – que incorpora alterações ao Código Comercial aprovado pelo Decreto – Lei nº 2/2005 de 27 de Dezembro). Isto significa que, a legislação já não determina o valor mínimo de capital social (que estava inicialmente estipulado em vinte mil meticais, nos termos do nº 2 do artigo 289 do Decreto-Lei nº 2/2005 de 27 de Dezembro), podendo uma sociedade ser constituída com o valor que entender ser o adequado para a sociedade em causa.

Importa explicar que além de dinheiro, como consta da definição acima apresentada, a realização de capital social pode ser efectuada em espécie, sendo que a “prova da sua realização consiste em declaração assinada pelos administradores da sociedade que certifique que a sociedade entrou na titularidade dos bens e que estes foram já entregues à sociedade, salvo o caso de entrega diferida de bens”, (nº 3 do Artigo 115 do Decreto-Lei 2/2009 de 24 de Abril).

## **(2) Prestações suplementares de capital**

“O contrato de sociedade pode impor a todos ou a alguns sócios a obrigação de efectuarem prestações além das entradas, desde que fixe os elementos essenciais desta obrigação e especifique se as prestações devem corresponder ao de um contrato típico, aplicando-se nesse caso a regulamentação legal própria desse tipo de contrato”, nº 1 do artigo 130 do Decreto-Lei nº 2/2005 de 27 de Dezembro.

Segundo Menezes (1987:389), as prestações suplementares de capital apresentam como características, as seguintes:

- *Não originam quaisquer custos explícitos (vencimento de juros), mas naturalmente originam custos explícitos idênticos aos dos capitais próprios.*
- *Considerando os condicionalismos legais para a sua restituição aos sócios (prévia liberalização das quotas e o facto de a situação líquida não poder ficar inferior ao somatório do capital social e da reserva legal), as prestações suplementares são correctamente consideradas como um componente dos capitais próprios.*
- *Finalmente e como consequência do aspecto imediatamente antes referido, as prestações suplementares podem contribuir para a redução do risco financeiro estrutural da empresa.*

Ainda segundo Vieito (2010), as grandes empresas e que estão cotadas na bolsa de valores normalmente usam os aumentos de capital para financiar elevados investimentos.

## **(3) Autofinanciamento**

De acordo com Menezes (1987:388; 389), o autofinanciamento pode representar os quatro conceitos, a seguir:

- O autofinanciamento como meios libertos líquidos anuais retidos (MLLR) – é composto “pelos meios libertos líquidos anuais, deduzidos dos resultados (preferenciais ou comuns) distribuídos aos sócios (accionistas), trabalhadores e órgãos sociais”.

- O autofinanciamento como meios libertos brutos totais - é um conceito de natureza exclusivamente económica uma vez que “representam os excedentes brutos de liquidez gerados pelas actividades de exploração e extra-exploração, independentemente de quaisquer vínculos de natureza financeira, fiscal ou relacionados com a própria política empresarial”; entretanto, sabe-se que uma empresa está inserida num enquadramento dinâmico e por isso normalmente incorre em custos de financiamento, tem a obrigação de pagar impostos sobre o rendimento e resultados líquidos.
- O autofinanciamento é “o somatório de eventuais aumentos do capital social (ou entradas em dinheiro efectuadas pelos sócios para a cobertura de prejuízos) e dos resultados líquidos retidos”. Neste conceito, pode-se constatar que os sócios da empresa e a empresa em si são duas entidades jurídicas distintas sendo que o termo “autofinanciamento” está relacionado a esta última pelo que “as amortizações e provisões excessivas (não utilizadas) são custos, mas não traduzem qualquer fluxo financeiro negativo, ou seja, a respectiva liquidez é gerada pela empresa e nela retida”.
- Autofinanciamento é o “somatório dos resultados líquidos retidos e de eventuais provisões excessivas ou reservas ocultas, esquecendo os seus defensores o importante papel das amortizações

*Algumas vantagens e desvantagens do recurso ao autofinanciamento*

Segundo Meneses (1987:389, 390), o recurso ao autofinanciamento apresenta vantagens [a] e desvantagens [b] a e)], a saber:

- a) Pode concorrer para a melhoria da estrutura financeira (mitigação do risco) através do incremento do fundo de maneiio (aumento dos capitais próprios através da retenção de lucros) ou da redução do imobilizado total líquido (efeito das amortizações); “acresce que, além da eventual melhoria da solvabilidade total e autonomia financeira, poderá ocorrer uma redução do custo do capital e uma elevação da capacidade de recurso ao crédito”;



- b) Redução da rendibilidade dos capitais próprios – que ocorre quando associam-se elevados níveis de autofinanciamento a políticas de distribuição de dividendos muito conservadoras o que reduz a necessidade de recurso ao endividamento (diminuição dos custos financeiros de financiamento) e conseqüentemente à redução do efeito financeiro de alavancagem financeira;
- c) Quando os níveis de auto-financiamento são demasiadamente elevados há tendência de serem efectuados “investimentos em capital fixo sumptuosos e mal estudados ou”, de se negligenciar a gestão de tesouraria;
- d) Quando os elevados níveis de autofinanciamento têm como base políticas de distribuição de dividendos penalizantes pode ter como consequência o aumento desnecessário dos custos implícitos de capitais próprios; e
- e) Baixos níveis de autofinanciamento associados a receios de contracção de dívidas podem levar à perda de excelentes oportunidades de realização de novos investimentos.

Em suma, pode-se concluir que “as principais consequências negativas do autofinanciamento ocorrem quando este se situa a níveis demasiado altos e se encontra associado a incorrectas políticas de distribuição de dividendos ou de financiamento da empresa” sendo que, estas consequências negativas podem ser ultrapassadas “através de adequadas medidas de gestão, sendo importante manter, de forma dinâmica, um correcto equilíbrio entre as fontes de financiamento internas e externas, e as políticas financeiras já estudadas (Menezes, 1987:390).

#### **(4) Capital de risco (*Private Equity Market*)**

Sociedades de capital de risco (*Private Equity Market*) são “sociedades anónimas cujo objectivo principal é a detenção de participações anónimas minoritárias – geralmente não ultrapassando 49% do capital social – em empresas que apresentam um forte potencial de crescimento. O apoio é efectuado durante um período de tempo que, em média oscila entre os 5 e 7 anos, findo o qual, geralmente vendem a sua participação social” (Vieito, 2010:84).

Ainda segundo o Vieito (2010), o objectivo das sociedades de capital de risco é financiar o crescimento das instituições e alcançar, com isso, ganhos decorrentes da venda, no futuro, da sua participação social; sendo de salientar que, este investimento é realizado através do capital próprio e, neste contexto, a sociedades de capital de risco torna-se accionista da empresa participada, embora por um período curto.

O financiamento através de capital de risco pode tomar as seguintes modalidades (Vieito, 2010:84, 85):

- a) Capital semente: “o investimento é efectuado em empresas de dimensão muito reduzida”, normalmente para financiar empresas que apresentam conceitos de negócio inovadores que apresentem perspectivas de retorno elevado e que, no entanto, os sócios da empresa não possuem fundos suficientes para financiá-lo.
- b) Capital de recuperação: diferentemente do capital semente que se destina a conceitos inovadores de negócio, o capital de recuperação “destina-se a apoiar empresas que já se encontram a laborar no mercado mas que apresentam uma situação financeira débil”. O objectivo é que a empresa supere a fase difícil; em que se encontra, passe a ter ganhos significativos de modo a que a sociedade de capital de risco tenha ganho com a venda da sua participação social.
- c) Capital de desenvolvimento: “Neste caso, a empresa apresenta uma situação financeira confortável. No entanto, poderia expandir ainda mais os seus negócios e obter melhores resultados futuros caso obtivesse mais capital”. Assim, a sociedade de capital de risco injecta o capital necessário para a referida expansão e alcança mais-valias na venda da sua participação social.
- d) *Bridge Financing*: “são investimentos efectuados em empresas em que se perspectiva que num curto espaço de tempo – geralmente um ano – efectuará uma dispersão do capital social. Com essa dispersão do capital social a sociedade de capital de risco pretende obter vantagens negociais”.

### *Vantagens do capital de risco face aos empréstimos tradicionais*

O recurso ao capital de risco em detrimento aos empréstimos tradicionais para o financiamento da sociedade apresenta as seguintes vantagens (Vieito, 2010:85):

- “As sociedades de capital de risco passam a ser um dono efectivo de parte da empresa enquanto a entidade bancária não”, isso implica que as sociedades de capital de risco têm um envolvimento no curso normal das actividades da empresa enquanto as instituições bancárias limitam-se a aguardar pelo recebimento do valor em dívida;
- O uso do capital de risco também tem como vantagem a partilha do risco, isto é, em caso de falência, a sociedade de capital de risco só poderá recuperar o capital investido após a liquidação de dívidas contraídas junto às instituições de crédito;
- Geralmente, quando há necessidade de reforço de capital social para o normal crescimento da empresa, as sociedades de capital de risco também participam no reforço quando as instituições de crédito são mais rígidas na forma como concedem os financiamentos às empresas; e
- Não existe obrigação da divulgação para o mercado, de forma periódica, da situação financeira da sociedade sendo que esta prerrogativa torna-se mais pertinente em casos de negócios de conceito inovador pois evita a entrada de concorrentes no mercado.

### **3.3.2. Fontes de Financiamento Relacionadas com Capitais Alheios (a Médio e Longo Prazos):**

Enquanto, por um lado, Menezes (1987) afirma que as fontes de financiamento alheio a médio e longo prazos podem ser constituídos por: créditos renováveis dos fornecedores correntes, créditos dos fornecedores de imobilizações, empréstimos bancários internos a médio e longo prazos, empréstimos externos, locação financeira mobiliária e imobiliária (*leasing*), papel comercial, empréstimos obrigacionistas, empréstimos dos sócios, entre outras fontes de financiamento; por outro, Vieito (2010) resume-as em: empréstimos bancários tradicionais, *leasing*, empréstimos obrigacionistas e empréstimos externos.

A seguir, apresenta-se a definição das principais fontes:

## **Leasing**

O *leasing* que também é denominado locação financeira é “o contrato mediante o qual uma entidade, a qual se denomina locador, fica obrigada a conceder a uma outra parte (locatário), o direito de usufruir temporariamente de um bem (móvel ou imóvel). No final da operação o locatário, caso deseje, poderá adquirir o bem mediante o pagamento de um valor residual” (Vieito, 2010:112-113).

O *leasing* pode assumir várias formas, mas para o presente trabalho apresentam-se as seguintes: *leasing* financeiro, *leasing* operacional e *lease-back* (Vieito, 2010).

O *leasing* financeiro “destina-se essencialmente a aquisição de bens associados à produção. Os contratos elaborados entre o locador e o locatário têm geralmente uma duração muito próxima da vida útil do próprio bem, podendo, o locatário, no final da operação, optar por comprá-lo, liquidando o valor residual. Se não pretender ficar com o bem, o locatário poderá devolvê-lo à sociedade de *leasing*. A sociedade de *leasing* não assume o risco associado à normal depreciação do equipamento, sendo este suportado pelo locatário” (Vieito, 2010:113).

O *Leasing* operacional “difere do *leasing* financeiro essencialmente porque neste caso o bem é cedido ao locatário por curtos períodos de tempo. Além disso, na maior parte dos casos, o locatário não adquire o bem no final do contrato, uma vez que o seu valor é geralmente elevado e a empresa não necessita permanentemente do equipamento” (Vieito, 2010:113).

O *Lease-back* caracteriza-se pelo facto de o locatário ser o detentor “de um determinado immobilizado, que vende ao locador (sociedade de *leasing*) por um dado valor. Efectuada a operação, o locatário fica a pagar ao locador uma determinada prestação durante um

período pré-estabelecido podendo, no final da operação, exercer a opção de compra sobre o bem”. Para entender esta forma de *leasing* considere-se o seguinte exemplo: uma empresa muito endividada a curto prazo pode vender o seu armazém para uma empresa de *leasing* de modo a fazer face às suas responsabilidades de curto prazo e ainda ficar com algum fundo de maneiio. Assim, a empresa concentra todas as dívidas para a sociedade de *leasing* a serem pagas por um período de tempo maior, enquanto continua a usar o armazém mediante as prestações estabelecidas no contrato de *leasing*. Findo o prazo de *leasing*, a empresa, já numa situação financeira estável, compra o armazém da sociedade de *leasing* pelo valor residual do contrato (Vieito, 2010:114).

### **Empréstimos obrigacionistas**

Existem investimentos que requerem avultados montantes não sendo, conseqüentemente, possível obter o valor necessário somente dos sócios ou de apenas uma instituição bancária, alia-se a este facto a necessidade de partilha do risco por diversas entidades – é neste contexto que surgem os empréstimos obrigacionistas (Vieito, 2010).

Segundo Meneses (1987:392) “o montante dos empréstimos obrigacionistas não pode, em princípio, exceder o valor do capital social efectivamente realizado, nos termos do último balanço aprovado, e o seu reembolso, normalmente realizado gradualmente, pode ser antecipado, desde que a sociedade emissora garanta *ab initio*<sup>1</sup> o eventual exercício desse direito; fazemos notar que a antecipação do reembolso das obrigações é particularmente aliciante para a empresa, em conjunturas realizadas por tendências para a redução das taxas de juro”.

As vantagens do recurso aos empréstimos obrigacionistas são as seguintes:

- a) Prazo de reembolso relativamente longos; e

---

<sup>1</sup> É uma expressão latina que significa: desde o começo, a princípio.

- b) As taxas de juros praticadas nos empréstimos obrigacionistas são baixas em relação às taxas praticadas no mercado bancário para operações com prazo idêntico, sendo que as isenções fiscais especiais podem acrescentar as vantagens para os credores-obrigacionistas.

### **Empréstimo dos sócios (suprimentos)**

O Código das Sociedades Comerciais (neste caso o Decreto-Lei rectificativo ao Código Comercial, nos termos do nº 1 e 2 do artigo 119A) define contrato de suprimentos como “o contrato pelo qual o sócio empresta à sociedade dinheiro ou outra forma fungível, ficando a sociedade obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade, ou pelo qual o sócio acorda com a sociedade o diferimento do vencimento de créditos sobre ela, desde que, em qualquer dos casos, o crédito fique tendo carácter de permanência”, sendo “o índice de carácter de permanência a estipulação de um prazo de reembolso igual ou superior a um ano (. . .)”.

Segundo Menezes (1987:391), os suprimentos são “uma forma especial, flexível e relativamente fácil (*versus* aumento do capital social ou realização de prestações suplementares) de financiamento da empresa, mas devem ser adequadamente integrados no conjunto das suas fontes de financiamento”.

O código comercial também considera como suprimentos “o crédito de terceiros contra a sociedade que o sócio adquira por negócio entre vivos, desde que no momento da aquisição do crédito tenha carácter de permanência (. . .)” (nº 4 do artigo 119 A do dispositivo legal em referência).

### **Empréstimos externos**

O recurso aos empréstimos externos normalmente acontece quando “as taxas de juro em vigor no país onde está sediada a empresa são significativamente superiores às que existe (Sic.) noutros países, mesmo contemplando o câmbio entre as moedas em causa e

os custos associados à emissão do financiamento no estrangeiro, a taxa a que efectivamente fica a operação é ainda assim inferior à que a empresa consegue no país onde que está sediada” (Vieito, 2010:164).

Em Moçambique, a contracção de empréstimo no exterior deve ter a autorização prévia do Banco de Moçambique, nos termos da alínea f) do nº 5 do artigo 6 da Lei nº 11/2009 de 31 de Dezembro (Lei Cambial) conjugado com a alínea f) do número 2 do Artigo 62 do Decreto nº83/2010 de 31 de Dezembro (Regulamento da Lei Cambial).

### ***3.3.2.1. Características Principais das Fontes de Financiamento a Médio e Longo Prazos***

As fontes de financiamento a médio e longo prazos apresentam as seguintes principais características genéricas (Meneses, 1987:387):

- a) À semelhança dos capitais próprios, o recurso aos capitais alheios normalmente provoca custos (custo nominal, custos implícitos e outros custos explícitos) que devem ser quantificados. É de referir que “não se podem ignorar determinados custos indirectos ou futuros, como, por exemplo, os resultantes da oneração do património (penhores mercantis ou hipotecas), da aceitação de cláusulas contratuais limitativas (não distribuição de dividendos ou obrigações concretas de realização de investimentos sociais)”;
- b) O seu período de reembolso normalmente é predeterminado, daí a relevância do seu planeamento. Os credores de uma empresa possuem a prioridade de reembolso em relação aos detentores de capital social e, por seu turno, entre os credores existem os que têm maior prioridade em relação aos outros; e
- c) O recurso exagerado a capitais alheios pode comprometer a estrutura financeira (risco ou autonomia financeira) pelo que importa elaborar e seguir um plano financeiro.

### 3.4. Determinação da Estrutura de Capital

Para Vieito (2010:249), a estrutura financeira de uma organização consiste no “peso relativo que o valor de mercado da sua dívida e do seu capital próprio têm no capital total dessa instituição”.

De acordo com Brigham (2001) e Vieito (2010) um entendimento sobre a teoria da estrutura de capital ajudará os gestores de topo a determinar a estrutura financeira óptima de modo a maximizar o valor de mercado da empresa e, por conseguinte, aumentar o bem-estar dos accionistas.

Para o caso de projectos que têm um horizonte temporal finito e cujo nível de endividamento tende a decrescer com o tempo, como é o caso da concessão de estradas, não é lógico utilizar as teorias a seguir apresentadas dado que o custo de capital a ser estimado será superior ao real. Para estes casos deverá ser usado o método do *Valor Actual Líquido Ajustado (VALA)* ou *Adjusted Present Value (APV)* que pressupõe que o valor de um projecto é composto por três partes: “(1) O Valor Actual Líquido dos *Cash flows* esperados pelo projecto sem dívida (VASD), descontado à taxa do custo do capital próprio da empresa. Assim sendo, esta parte não contempla o ganho fiscal relacionado com a dívida; (2) Mais o Valor Actual Líquido da Decisão de Financiamento (VALF), que contempla o ganho fiscal associado à dívida com que se financia o projecto; e (3) Menos o valor do investimento inicial” (Vieito, 2010:293, 294). Contudo, este método não será matéria de análise neste trabalho.

A seguir são apresentadas algumas teorias de estrutura de capital:



### 3.4.1. Teoria de Modigliani e Miller (MM)

Em 1958, os professores Franco Modigliani e Merton Miller (daqui em diante MM) publicaram um artigo<sup>2</sup> que ganhou o Prémio Nobel, onde provam, assumindo pressupostos muito limitados, que a estrutura da empresa não afecta o seu valor. Um dos pressupostos que os autores apresentam é a ausência do pagamento de impostos, tanto pelas pessoas singulares como pelas pessoas colectivas. Assim sendo, “o aumento do retorno para os accionistas resultante do uso de alavancagem é exactamente compensado pelo aumento do risco”, pelo que, em qualquer nível de dívida, o retorno para os accionistas é justamente proporcional ao risco assumido, por isso não existe benefício líquido no uso de alavancagem financeira (Brigham, 2001:573-574).

Alguns dos pressupostos dos MM foram atenuados mais tarde, mas na íntegra, são os seguintes (Brigham, 2001:606):

- *Não há impostos de pessoa física nem de pessoa jurídica;*
- *O risco do negócio pode ser medido pelo  $\sigma_{EBIT}$  e as empresas com o mesmo grau de risco de negócio são conhecidas por estarem em uma classe de risco homogénea;*
- *Todos os investidores, actuais e potenciais, têm estimativas idênticas do EBIT futuro de cada empresa; isto é, os investidores têm expectativas homogéneas sobre os lucros futuros esperados da empresa e o risco desses lucros;*
- *As acções e os títulos de dívida são negociados em mercados de capitais perfeitos. Esse pressuposto implica, entre outras coisas, (a) que não há custos de corretagem e (b) que os investidores (tanto individuais como institucionais) podem tomar empréstimos à mesma taxa que as empresas;*
- *A dívida das empresas e dos indivíduos é sem risco, de forma que a taxa de juros sobre toda a dívida é a taxa livre de risco. Além disso, essa situação mantém-se independentemente de quanta dívida uma empresa (ou indivíduo) usa.*
- *Todos os fluxos de caixa são perpetuidades; isto é, todas as empresas esperam crescimento nulo; por isso, têm um EBIT ‘supostamente constante’ e todos os títulos de dívida são perpetuidades. ‘Supostamente constante’ significa que a melhor suposição é de que o EBIT será*

---

<sup>2</sup> MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation Finance, and the theory of investment. American Economic Review, June 1958.

*constante, mas após o facto, o nível realizado pode ser diferente do nível esperado.*

Por seu turno, Vieito (2010:250-251) apresenta como pressupostos deste modelo:

- ***Mercado de capitais sem fricções e perfeitamente concorrencial*** – o mercado é perfeitamente competitivo (todos os agentes são tomadores de preços), onde não existem fricções, tais como impostos, subsídios e custos de transacção. Para além disso, não existem restrições regulamentadas e os preços das acções incorporam toda a informação.
- ***Ausência de assimetria de informação*** – todos os agentes que operam no mercado têm acesso ao mesmo tempo, e sem custos, à mesma informação.
- ***Ausência de impostos sobre as pessoas e empresas*** – estamos num mundo irreal, em que não existem impostos, nem sobre as pessoas nem sobre as empresas.
- ***Ausência de problemas de agência*** – não existem conflitos de interesse entre os gestores e os accionistas. Ou seja, os administradores maximizam a riqueza dos accionistas. Interessa, de forma especial, destacar aqui que esses problemas não existem também entre os accionistas maioritários e minoritários nem entre os detentores de dívida e os accionistas.
- ***Ausência de oportunidades de crescimento*** – os free cash flows esperados das empresas são perpétuos e constantes. O mesmo é dizer que não existem oportunidades de crescimento da empresa no futuro. Neste sentido, assume-se que a política de investimento já está definida, e que as empresas já realizaram todos os investimentos que já pretendiam, tendo sido já esgotados todos os projectos de investimento com Valor Actual Líquido (VAL) positivo.
- ***Racionalidade*** – pressupõe-se que todos os indivíduos são racionais, pelo que maximizam o seu bem-estar. Deste modo, preferem possuir mais riqueza que menos.
- ***Igual acesso ao mercado de capitais*** – os indivíduos, e as empresas, podem emprestar, ou pedir emprestado, dinheiro à mesma taxa de juro, a qual é isenta de risco ( $r_f$ ).
- ***Ausência de custos de transacção e falência*** – para pedir dinheiro emprestado, bem como para emprestar, não existem custos. Para além disso, pressupõe-se que não existem custos de falência.
- ***Só existem dois instrumentos de financiamento*** – pressupõe-se que as empresas só emitem dois tipos de instrumentos para financiar as suas operações: (1) dívida isenta de risco e (2) acções comuns.
- ***As empresas pertencem à mesma classe de risco*** – todas as empresas que formam parte deste mundo hipotético apresentam o mesmo grau de risco”.

Analisando os pressupostos da teoria MM apresentados pelos dois autores pode-se chegar a duas conclusões: (1) os dois autores convergem, sendo que o Vieito foi mais detalhista e; (2) os pressupostos apresentados são irrealistas.

Pese embora estes pressupostos sejam irrealistas, este estudo revelou-se importante na medida em que indica “as condições sob as quais a estrutura financeira é irrelevante” e apresenta “alguns indícios sobre o que é necessário para que a estrutura de capital seja relevante e, portanto, afecte o valor de uma empresa” (Brigham, 2001:574).

É importante salientar que, para Vieito (2010:229), a taxa de juro isenta de risco ( $r_f$ ) “representa conceptualmente o retorno exigido para um activo que tem liquidez total e não apresenta volatilidade do seu retorno”, isto é, não apresenta risco de incumprimento nem de reinvestimento, como é o caso das Obrigações de Tesouro emitidas por um Banco Central.

#### **3.4.1.1.MM sem Impostos**

Quando analisam o efeito da alavancagem pressupondo a inexistência de impostos sobre a pessoa jurídica nem sobre a pessoa física, MM afirmaram e provaram algebricamente duas proposições (Brigham, 2001:603-604):

**1ª Proposição** - “O valor de qualquer empresa é estabelecido pela capitalização de seus lucros operacionais líquidos esperados (EBIT) a uma taxa constante ( $k_{sU}$ ) que se baseia na classe de risco da empresa”.

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{k_{sU}}$$

**Onde:**

L – Empresa alavancada;

U – Empresa não alavancada;

$k_{sU}$  – Taxa de retorno requerida para uma empresa não alavancada

## V - Valor da empresa

A equação anterior demonstra que V é constante por isso pode-se constatar que “sob o modelo MM, quando não há impostos, o valor da empresa é independente de sua alavancagem”, isto implica que: “(1) o custo médio ponderado da empresa é completamente independente da sua estrutura de capital; e (2) o WACC da empresa independente do montante de dívida que ela usa, é igual ao custo do capital próprio que ela teria se não usasse dívida”.

**2ª Proposição:** “O custo do capital próprio para uma empresa alavancada,  $k_{sL}$ , é igual a (1) custo do capital próprio para uma empresa não alavancada na mesma classe de risco,  $k_{sU}$ , mais (2) um prémio pelo risco cujo tamanho depende da diferença entre os custos de dívida e capital próprio de uma empresa não alavancada e do montante de dívida usado”:

$$K_{sL} = k_{sU} + \text{Prémio pelo Risco} = k_{sU} + (k_{sU} - k_d) (D/S)$$

### Onde:

D – Valor de mercado da dívida da empresa;

S – Valor de mercado do capital próprio da empresa; e

$k_d$  – custo da dívida

A equação acima demonstra que “à medida que o uso da dívida da empresa aumenta, seu custo do capital próprio também aumenta e de maneira matematicamente exacta”. As duas proposições em simultâneo mostram que “a inclusão de mais dívida na estrutura de capital não aumentará o valor de uma empresa, pois os benefícios da dívida mais barata serão exactamente compensados por um aumento no risco e, portanto, no custo de seu capital próprio”. Assim, o argumento de MM é que num “mundo sem impostos, tanto o valor de uma empresa como seu WACC não seriam afectados por sua estrutura de capital”.

### 3.4.1.2. MM com Imposto de Renda de Pessoa Jurídica

Após a publicação do trabalho original em 1958, MM publicaram em 1963 um segundo artigo onde incorporaram impostos sobre a renda de pessoa jurídica e apresentaram duas proposições (Brigham, 2001:606):

**Proposição I:** “O valor de uma empresa alavancada é igual ao valor de uma empresa não alavancada na mesma classe de risco de negócio ( $V_U$ ) mais o ganho da alavancagem” que representa “o valor da economia fiscal, encontrado como o produto da alíquota do imposto de renda ( $T$ ) vezes o montante de dívida que a empresa usa ( $D$ )”, algebricamente:

$$V_L = V_U + TD$$

Portanto, pode-se constatar, na equação acima, que assumindo a existência do pagamento de impostos sobre a renda de pessoa jurídica, o valor de uma empresa que recorre à dívida é superior ao valor de uma empresa não alavancada, no montante  $TD$  e, é de se referir que este montante aumenta quanto mais aumenta o recurso à dívida, pelo que, teoricamente, o valor de uma empresa atinge um máximo quando usa 100% de dívida (Brigham, 2001:606).

Ainda segundo Brigham (2001:606), dado que se assume o pressuposto de que os fluxos de caixa são perpetuidades, o valor de uma empresa que não recorre a capitais alheios ( $D = USD 0$ ), pode ser encontrada recorrendo-se à equação abaixo:

$$S = V_U = \frac{EBIT(1-T)}{ks_U}$$

**Proposição II:** “O capital próprio de uma empresa alavancada é igual: (1) ao custo do capital próprio para uma empresa não alavancada na mesma classe de risco mais (2) um prémio pelo risco cujo tamanho depende da diferença entre os custos de capital próprio e

da dívida de uma empresa não alavancada, o montante de alavancagem financeira usado e a alíquota de imposto de renda de pessoa jurídica” (Brigham, 2001:606):

$$K_{sL} = k_{sU} + (k_{sU} - k_d) (1-T) (D/S)$$

Dado que “(1-T) é menor que 1, o imposto de renda de pessoa jurídica faz com que o custo do capital próprio aumente menos rapidamente com alavancagem do que era verdadeiro na ausência de impostos. A proposição II, combinada com o facto de que os impostos reduzem o custo efectivo da dívida, é o que produz o resultado da proposição I, especificamente, que o valor da empresa aumenta conforme a sua alavancagem aumenta” (Brigham, 2001:606, 607).

### 3.4.2. Teoria do Contrabalanço (*Trade-off*)

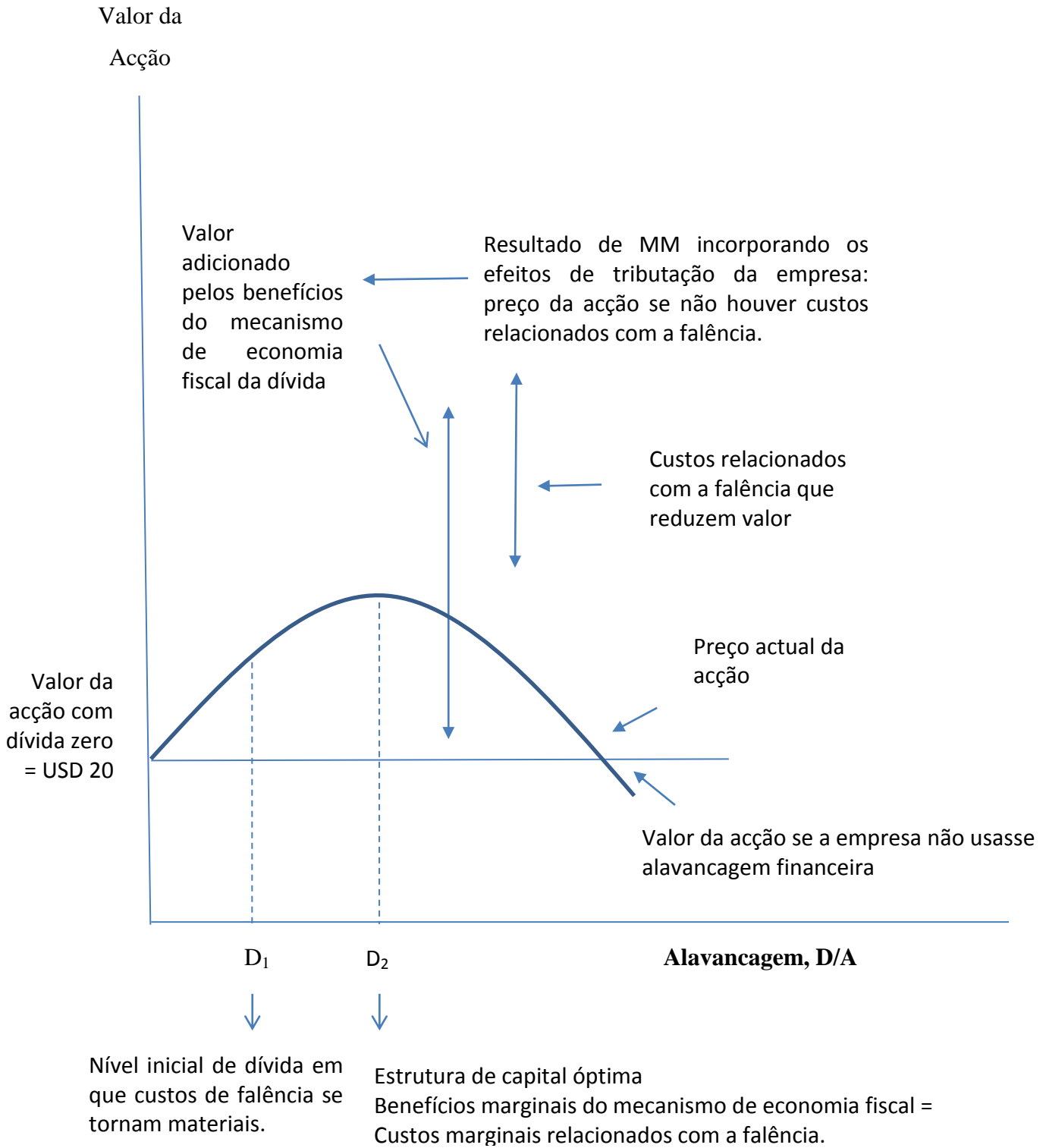
Em 1963, MM publicaram um trabalho onde abandonam o pressuposto da inexistência de pagamento de impostos pelas empresas. Enquanto por um lado, “o Código Tributário permite deduzir os pagamentos de juros como uma despesa”, por outro, “os pagamentos de dividendos para os accionistas não são dedutíveis. Esse tratamento diferencial resulta em um benefício líquido para a alavancagem financeira e, assim, encoraja as empresas a usar dívida” (Brigham, 2001:574).

Vários anos mais tarde, o autor Merton Miller (dessa vez sem o Modigliani) efectuou a análise incluindo os impostos sobre pessoas singulares e verificou que “os retornos das acções ordinárias são tributados a taxas efectivas significativamente mais baixas do que os retornos da dívida”. Assim, com o estudo obteve as seguintes conclusões: “(1) a dedutibilidade dos juros favorece o financiamento com dívida, mas (2) o tratamento fiscal favorável do rendimento das acções diminui a taxa de retorno requerida sobre a acção e, portanto, favorece o uso de financiamento com capital próprio” (Brigham, 2001:574).

Ainda segundo o mesmo autor (Brigham 2001:574), é difícil calcular o efeito líquido dos dois factores; contudo, “a maioria dos observadores acredita que a dedutibilidade dos juros é mais forte, por isso o sistema tributário norte-americano favorece o uso da dívida pela empresa”, entretanto, Vieito (2010:266) esclarece que o ganho fiscal que é obtido pela contracção da dívida “é dado pela diferença entre o imposto que a empresa pagaria se apenas se financiasse com capital próprio e o imposto que pagaria ao utilizar um misto de dívida e capital próprio (. . .)”

Foi devido a estas constatações que os autores (MM) desenvolveram a “teoria do *trade-off* da alavancagem”, segundo a “qual as empresas contrabalançam os benefícios de financiamento com dívida (tratamento fiscal favorável à empresa) contra as taxas de juro mais altas e os custos de falência” (Brigham, 2001:575). Veja a figura 2 na página seguinte:

**Figura 02: Efeito da Alavancagem Sobre o Valor da Acção**



Fonte: Brigham (2001:576)



Da figura 2 anterior pode-se verificar o seguinte (Brigham, 2001:575-576):

- a) O facto de os juros serem dedutíveis faz com que a dívida seja menos custosa em relação à acção ordinária ou à preferencial, pois, o governo financia parte do custo do capital de terceiros ou, por outra, a dívida traz benefícios de economia fiscal. De acordo com os pressupostos de MM, “quando os impostos da empresa são considerados, o preço da acção de uma empresa será maximizado se ela usar 100% de dívida. A linha denominada ‘Resultado de MM Incorporando os Efeitos de tributação da empresa’” acima “expressa esse relacionamento”.
- b) Na realidade, é raro encontrar empresas financiadas a 100% por dívida. Isto acontece devido a três razões: (1) como referido, existe um tratamento fiscal favorável para pessoas singulares sobre o rendimento das acções; (2) de modo a reduzir a probabilidade de apresentar dificuldades financeiras (falência); e (3) quanto maior o nível de endividamento, maiores serão as taxas de juros sobre a dívida.
- c) “Há algum nível inicial da dívida, marcado como  $D_1$ ” na figura acima, “abaixo do qual a probabilidade de falência é tão baixa que chega a ser imaterial. Além de  $D_1$ , porém, os custos relacionados com a falência e as taxas de juros em elevação tornam-se cada vez mais importantes e reduzem os benefícios tributários da dívida a uma taxa cada vez mais alta. Na faixa de  $D_1$  a  $D_2$ , os custos relacionados com a falência reduzem, mas não compensam completamente.
- d) Apesar de não estar demonstrado na figura, à medida que a empresa aumenta o nível de endividamento, o “seu custo médio ponderado de capital primeiro diminui, então alcança um mínimo e eventualmente começa a elevar-se. Ademais, o mínimo custo médio ponderado de capital ocorre onde o preço da acção é maximizado – no ponto  $D_2$  na figura”.
- e) “É importante notar, porém, que muitos modelos teóricos mostram que o valor máximo de uma empresa optimamente alavancada estará na faixa de 10 a 20% a mais do que uma empresa não alavancada. Estes modelos também

indicam que o montante óptimo de alavancagem é de 30 a 60%. Estes resultados contrariam incisivamente com o caso no qual os custos da falência são ignorados, no qual a alavancagem óptima é de 100% e o valor da empresa alavancada pode ser mais que 70% maior do que uma empresa não alavancada (dependendo das alíquotas da empresa e seu ROIC)”.

- f) “Uma contradição empírica perturbadora à teoria da estrutura de capital como expressa na figura” 2, acima, “é o facto de que muitas empresas grandes e bem-sucedidas” usam muito menos dívida do que a teoria sugere. Esse ponto conduziu ao desenvolvimento da teoria da sinalização” que é abordada a seguir.

Mas antes importa ainda referir, em relação à alínea b), acima, que para Vieito (2010:280-281) existem duas razões pelas quais não é possível a existência de uma empresa totalmente financiada por fundos alheios: “primeiro, ao constituir-se uma empresa, são sempre exigidas entradas de capital próprio; por outro lado, não é lógico pensar-se que a banca concede capitais às empresas independentemente da sua estrutura de capital, já que a partir de um determinado nível de endividamento poderão surgir dificuldades em termos de cumprimento do serviço de dívida, podendo atingir, inclusivamente, o estado de falência”.

Agora, considerando a existência de imposto sobre os resultados obtidos pelas empresas, a existência dos custos do infortúnio financeiro e dos custos de falência, pode-se obter o valor de uma empresa alavancada através da fórmula abaixo (Brigham, 2001:618):

$$V_L = V_U + TD - (\text{PV dos custos esperados do infortúnio financeiro}) - (\text{PV dos custos se agência})$$

Note-se que é possível estimar os ganhos que podem advir da alavancagem financeira, contudo a estimação dos custos do infortúnio financeiro e os de agência é bastante subjectiva (Brigham, 2001:618).

### 3.4.3. Teoria da Sinalização

MM apresentam como um dos pressupostos que os investidores e os administradores têm acesso à mesma informação quanto às perspectivas futuras da empresa, (informação simétrica); entretanto, frequentemente, os administradores têm acesso a melhores informações do que os investidores (informação assimétrica) (Brigham, 2001), esta vantagem dos administradores “tanto pode decorrer da existência de entraves à livre observação do seu desempenho como resultar dos seus maiores conhecimento e especialização relativamente à tarefa contratada. Por vezes, como acontece frequentemente na relação entre gestor e accionista, o agente tem mesmo a possibilidade de controlar a informação a que o principal vai ter acesso” (Matos e Rodrigues, 2000:81).

A assimetria de informação pode influenciar a estrutura financeira de uma empresa; senão apresenta-se, a seguir, dois exemplos (Brigham, 2001:577):

#### *Exemplo 1*

Os laboratórios de P&D da Empresa G descobriram uma cura não patenteável para o resfriado comum. De modo a atrasar a entrada de concorrentes, a empresa pretende manter em segredo o novo produto. Para fazer o novo produto a empresa precisa de construir novas instalações e para tal necessita de mais capital; a questão que se coloca é a seguinte: Como? Se a empresa vender acções, quando começar a fabricar o novo produto, os lucros aumentarão e o preço da acção aumentará bruscamente e os compradores das novas acções terão feito um bom negócio. Os antigos accionistas (incluindo os administradores) também terão feito um bom negócio, mas não tanto se não tivessem vendido as acções antes do preço das mesmas subir, assim eles terão de dividir os benefícios do novo produto com os novos accionistas. Posto isto, “(. . .) pode-se esperar que uma empresa com perspectivas muito favoráveis tente evitar a venda de acções e, em lugar disso, levantar qualquer novo capital requerido de outras maneiras,

incluindo o uso da dívida além da estrutura de capital óptima normal” (Brigham, 2001:577).

Myers e Majluf (1984) *apud* Vieito (2010:365), se uma empresa tem um novo projecto, caso este seja financiado através da emissão de novas acções, dado que o mercado não tem tanta informação sobre a empresa quanto os seus gestores, o capital próprio da empresa será mal avaliado pelo mercado (o preço das acções cairá). Assim, de modo a não emitir um sinal de que a empresa não está bem, a mesma tentará usar os instrumentos que não serão mal interpretados, pelo que estabelecerá uma hierarquia dos instrumentos de financiamento (*Pecking Order Theory*) que pressupõe que a empresa preferirá utilizar, primeiramente, os fundos internos como é o caso dos lucros retidos e, depois de esgotados estes, é que recorrerá a fundos externos. Assim, para os autores, a hierarquia de financiamento é a seguinte: dívida sem risco, dívida com risco, dívida convertível e, por fim, acções comuns. Donaldson (1961) *apud* Brigham (2001:620) também acredita na existência dessa ordem de prioridade de financiamento.

#### *Exemplo 2:*

Os administradores da Empresa B têm informação de que um concorrente da empresa melhorou a qualidade dos seus produtos através da instalação de uma nova tecnologia o que provocou uma paragem brusca de novos pedidos. Agora, de modo a manter o nível actual de vendas, a empresa deverá levantar capital para melhorar o nível das suas instalações. De salientar que, mesmo com a melhoria do nível das instalações o retorno sobre o investimento cairá, contudo, não tanto quanto se a empresa não tomasse providência alguma, pois a mesma poderia ir à falência. A questão que se coloca é a seguinte: Como levantar o capital? A empresa B deveria vender acções de modo a atrair novos investidores de modo a partilhar as perdas. Daí pode se concluir: “(. . .)(1) que as empresas com perspectivas extremamente boas preferem financiar-se com dívida, enquanto (2) as empresas com perspectivas pobres gostam de financiar-se com acções” (Brigham, 2001:577).

Analisando a “outra face da moeda”, o investidor deveria ficar preocupado caso uma empresa emitisse acções porque seria uma demonstração clara de que as perspectivas futuras da empresa não são boas, assim sendo, deveria baixar a estimativa do valor da empresa, mantendo os outros factores constantes. Esta reacção deveria ser maior quando se tratasse de uma grande empresa, especialmente se estiver cotada na Bolsa de Valores, pois normalmente tem várias opções de financiamento (Brigham, 2001).

Esta teoria tem como implicação na escolha da estrutura de capital na medida em que: “as empresas devem, em tempos normais, manter uma **reserva da capacidade para tomar empréstimo**, a qual pode ser usada na eventualidade de que surja alguma oportunidade de investimento especialmente boa. Isto significa que as empresas devem, em tempos normais, usar menos dívida do que é sugerida pelo modelo de *trade-off* do benefício tributário/custo de falência, expresso na figura” 2 (Brigham, 2001:578).

Embora a sinalização afecte todas as empresas, o seu impacto varia de empresa para empresa; por exemplo, uma empresa recentemente constituída, com capital social muito baixo, entretanto, com boas oportunidades de crescimento, um anúncio de emissão de novas acções não pode ser visto negativamente por parte dos investidores, contrariamente, se uma empresa madura decidir fazer o mesmo (Brigham, 2001).

#### 3.4.4. A Teoria da Estrutura Óptima de Capitais de Jensen e Mecklin (1976)

Para Jensen e Meckling, do ponto de vista do dono-administrador, a estrutura de capitais óptima é aquela que minimiza os custos de agência totais (que são “a soma dos custos totais de agência relacionados com a existência de capital externo mais os custos totais de agência relacionados com a existência de dívida”). Note-se que, o termo dono-administrador está a ser usado porque, hipoteticamente, o dono da empresa vendeu uma pequena parte (menor que 50%) das suas acções para accionistas externos (Vieito, 2010:331).

**Seja:**

$S_i$  – Valor de mercado do capital próprio detido pelo administrador;

$S_0$  – Valor de mercado do capital detido pelos accionistas externos à empresa;

$B$  – Valor de mercado da dívida; e

$V$  – Valor total da empresa.

O valor total da empresa será dado pela seguinte equação:

$$V = S_i + S_0 + B$$

Esta teoria também não será aprofundada porque, devido ao facto de em Moçambique o mercado de capitais não estar desenvolvido, é difícil determinar os valores de mercado.

Existem três tipos de custos de agência associados à dívida: (1) custos de falência; (2) possível redistribuição da riqueza entre os obrigacionistas e accionistas; e (3) custos associados a cláusulas restritivas em contratos de dívida (Vieito, 2010:333). Para o presente trabalho, será dado enfoque ao primeiro tipo de custo de agência.

#### ***3.4.4.1.Custos de Falência***

Para Vieito (2010) uma empresa entra num processo de falência quando não consegue cumprir com os seus compromissos financeiros; isto é, mesmo sem ter contraído empréstimos bancários, uma empresa pode entrar em processo de falência caso não tenha recursos para pagar, a título de exemplo, os salários dos trabalhadores.

A ausência de custos de falência é um dos pressupostos apresentados pelo MM. Este pressuposto também é, como exposto, pouco realístico dada à existência da possibilidade de uma empresa entrar em falência, falência esta que lhe pode sair muito caro devido a despesas com questões ligadas ao pagamento de contabilistas e juristas aliadas a: a) dificuldade para reter clientes, fornecedores e empregados; b) normalmente a empresa é pressionada a liquidar e vender os seus activos a um preço abaixo daquele

que seria vendido caso a empresa estivesse a operar normalmente; e c) normalmente activos tais como fábricas e equipamentos são ilíquidos porque foram adquiridos para responder às necessidades individuais da empresa (Brigham, 2001).

“Os custos relacionados com a falência dependem de três coisas: (1) probabilidade de falência, (2) custos que a empresa incorrerá se surgirem infortúnios financeiros e, (3) os efeitos adversos que o potencial de falência tem sobre as operações correntes” (Brigham, 2001:575).

Para Vieito (2010:357), custos relacionados com dificuldades financeiras (*financial distress costs*) podem ser: custos directos ou custos indirectos.

Por um lado, os custos directos surgem devido ao facto de ser necessário, devido à difícil situação financeira em que a empresa se encontra, contratar vários profissionais externos para a sua reestruturação, quando aplicável, ou para dar consultoria para o processo de falência, como é o caso de consultores financeiros, juristas ou entidades que ajudarão na venda dos activos para a liquidação das dívidas. Segundo alguns estudos, estes custos podem variar “entre 2,8 e 4% do valor de mercado dos activos da empresa”, chegando até a ultrapassar este intervalo em grandes empresas devido ao elevado número de credores (Vieito, 2010:357).

Por outro lado, ainda segundo Vieito (2010:358), os custos indirectos são custos difíceis de medir e são, regra geral, superiores aos custos directos (chegando a atingir 20 a 30% do valor de mercado dos activos da empresa, segundo estimativas de Andrade e Kaplan). Os custos indirectos podem ser:

- *Perda de clientes – parte dos clientes de uma organização, sabendo que esta está com grandes dificuldades financeiras deixa de adquirir produtos ou serviços à instituição.*
- *Perda de fornecedores – o medo de não receberem o valor das vendas faz com que algumas empresas deixem de fornecer serviços ou materiais às empresas com dificuldades financeiras.*

- *Perda de empregados – a perspectiva de que a empresa poderá encerrar a curto prazo leva a que parte dos empregados tente obter outros postos de trabalho mais estáveis.*
- *Perda de receitas – alguns clientes, sabendo que a empresa está com grandes dificuldades financeiras aproveita a sua debilidade para retardar os pagamentos, ou então negociar grandes descontos para pagar antecipadamente.*
- *Venda de activos da empresa – por vezes, estas organizações vêem-se obrigadas a vender parte dos seus activos a um preço inferior ao do mercado para liquidar dívidas.*
- *Liquidação tardia – quando as empresas entram em processo de falência, essa situação arrasta-se por um número de anos significativos, o que origina custos significativos, situação que não ocorreria se a liquidação fosse imediata.*
- *Custos para os credores – se o valor que o credor tem investido na empresa que se encontra com dificuldades financeiras for elevado, poderá levar a que esse credor passe a ter também problemas financeiros.*

Pode se constatar, aqui, que Brigham (2001) e Vieito (2010) convergem no que respeita à descrição dos custos de falência, sendo de se salientar que não é possível esgotar toda a lista destes custos. Contudo, para além dos custos apresentados pelos autores, pode-se presumir, entre outros aspectos, a existência de custos financeiros advindos da necessidade de pagamento de juros de mora advenientes do atraso no cumprimento das obrigações, facto que é frequente em empresas que se encontram em dificuldades financeiras.

Daqui pode-se concluir, também, que “(. . .) quanto maior for o uso de financiamento com dívida e quanto maiores as despesas com custos fixos, maior será a probabilidade de que um declínio nas receitas conduza ao infortúnio financeiro; portanto, maior será a probabilidade de que os custos associados com o infortúnio financeiro serão incorridos” e, “um aumento na probabilidade de futura dificuldade financeira diminui o valor corrente de uma empresa e eleva o seu custo de capital” (Brigham, 2001:616).

Relativamente ao potencial de falência é importante ter em mente o seguinte (Brigham, 2001:575):



- (1) As empresas que apresentam lucros voláteis, todo o resto mantendo-se constante, apresentam maior probabilidade de entrar em falência pelo que, aconselha-se a usarem menos dívida do que as empresas relativamente mais estáveis;
- (2) As empresas que, em caso de falência, teriam de vender os seus activos a preços de liquidação, são aconselhadas a limitar o recurso à dívida; e
- (3) "Empresas como as companhias aéreas, cujas vendas correntes são afectadas por qualquer coisa que preocupe os clientes potenciais, devem limitar seu uso de dívida" e "uma empresa cujo valor, principalmente, é devido às oportunidades de crescimento e não aos activos, por sua vez, sofre tanto de um alto custo por dificuldades financeiras como por efeitos adversos nas operações correntes".

### 3.4.5. Estabelecimento da Estrutura de Capital Alvo Quando os Fluxos de Caixa são Perpetuidades

Neste ponto vai-se apresentar como se determina o valor do mercado de uma empresa, em diferentes estruturas de capital, assumindo o pressuposto de que os seus fluxos de caixa são perpetuidades. Nestes termos, pode-se estabelecer o preço da acção da empresa como uma função de sua estrutura de capital, através das seguintes equações:

$$\text{Valor da empresa: } V = D + S \quad (\text{A})$$

$$\text{Valor do Capital: } S = \frac{\text{Dividendo}}{K_s} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{K_s} = \frac{(EBIT - K_d D)(1-T)}{K_s} \quad (\text{A.1})$$

$$\text{Preço da acção: } P_0 = \frac{DPS}{K_s} = \frac{EPS}{K_s} \quad (\text{A.2})$$

$$\text{Custo de Capital: } WACC = (D/V) (K_d) (1-T) + (S/V) (K_s) \quad (\text{A.3})$$

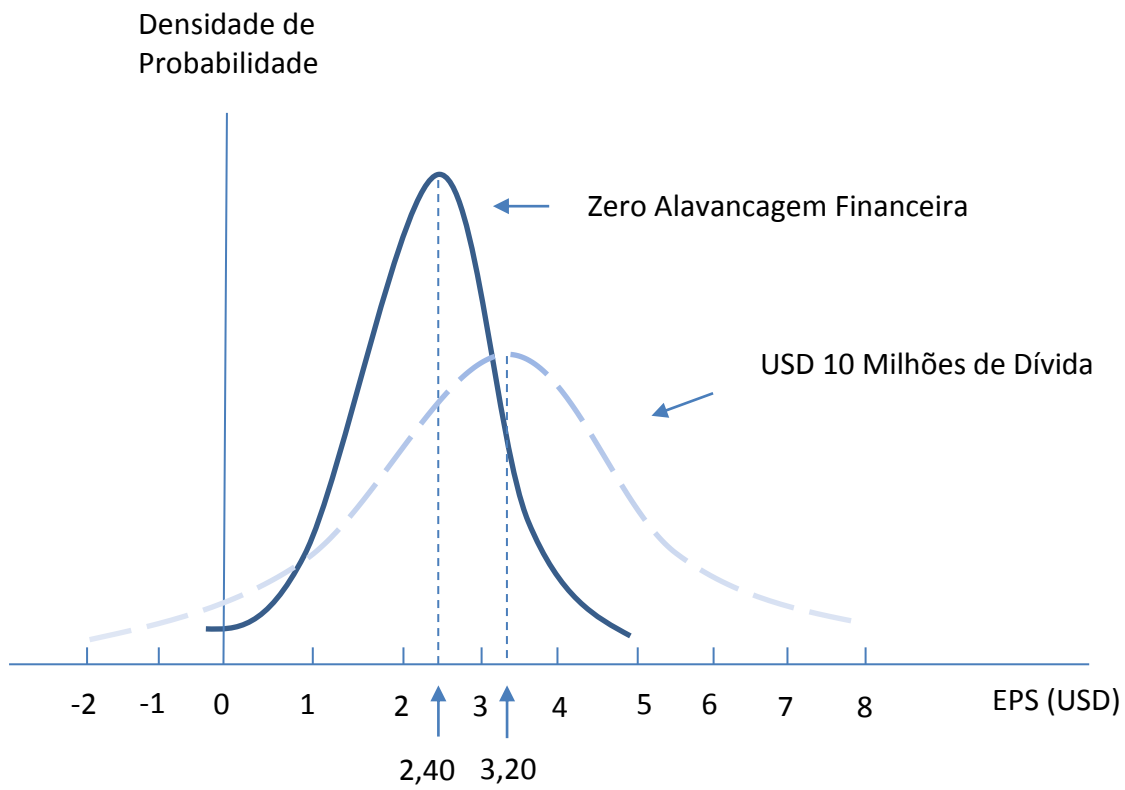
Para a obtenção do valor da empresa soma-se o valor de mercado do património líquido e o nível da dívida, pelo que substituiu-se  $k_d$ ,  $D$  e  $k_s$  na equação A.1 de modo a obter os valores de  $S$ , o valor de mercado do património líquido, para cada nível de dívida,  $D$ .

Importa referir que o EBIT é independente da alavancagem financeira em níveis “razoáveis” de dívida, mas em níveis extremos de alavancagem, ele é adversamente afectado. Isto acontece porque para níveis de dívida muito alto, normalmente, os administradores e empregados ficam preocupados com o fracasso da empresa e com a perda de seus trabalhos; os fornecedores não vendem para a empresa nos termos normais de crédito; os pedidos são perdidos devido ao medo dos clientes de que a empresa possa ir à falência e, portanto, ser incapaz de entregar, e assim por diante.

#### **3.4.6. Efeito da Alavancagem Financeira Sobre EPS**

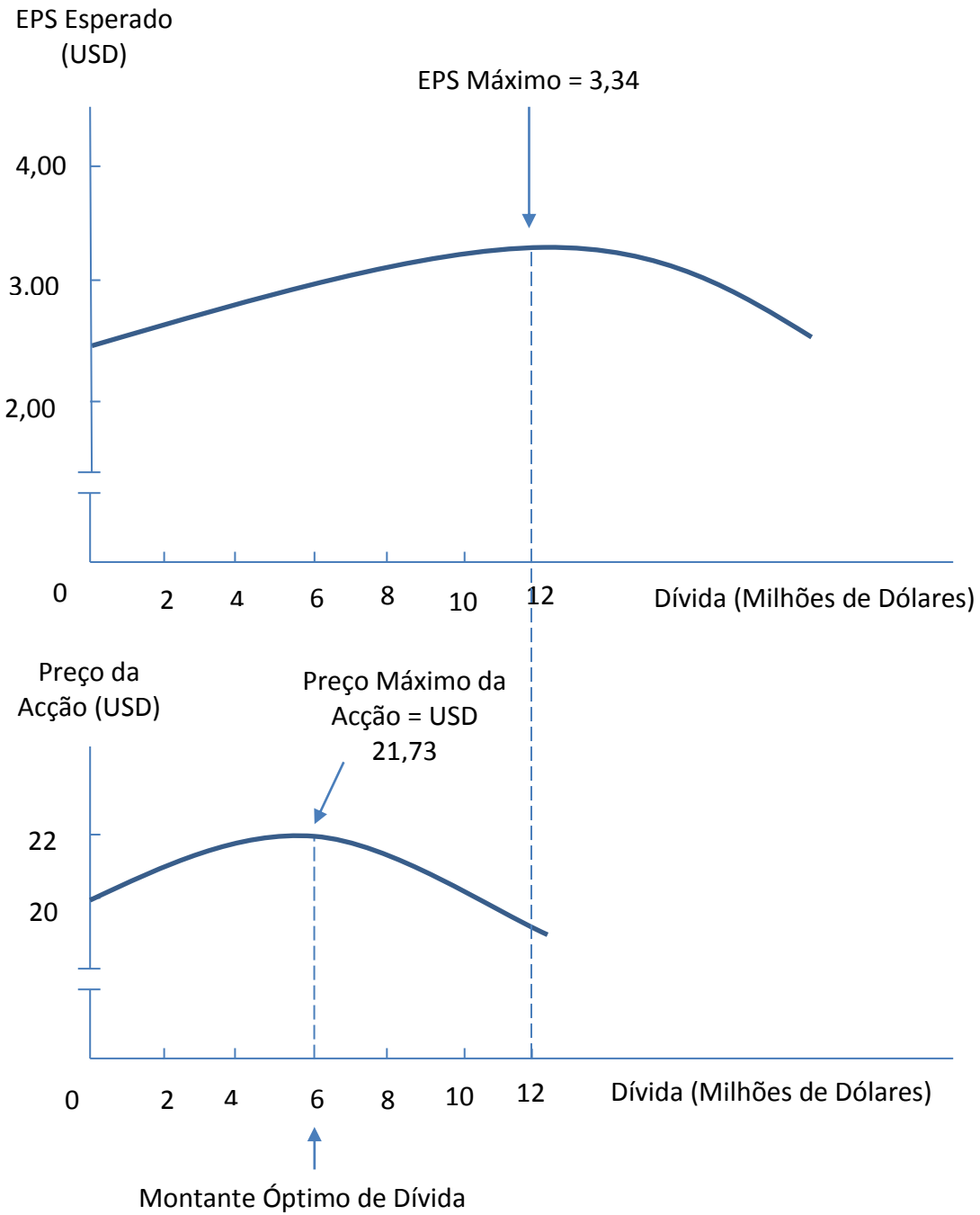
O EPS esperado é muito mais alto quando uma empresa usa alavancagem financeira, contudo, o risco de EPS baixo, ou até negativo, é mais alto quando se usa dívida; portanto, “o uso de alavancagem envolve um contrabalanço risco/retorno – alavancagem mais alta aumenta os lucros por acção esperados -, mas também aumenta o risco da empresa”, vide figura 3, abaixo. “Este é o risco que faz com que  $k_s$  e  $k_d$  aumentem em montantes mais altos de alavancagem financeira” pelo que, “o EPS esperado primeiro se eleva conforme aumenta o uso da dívida – aumentam as despesas de juros, mas a diminuição do número de acções em circulação, conforme a dívida é substituída por capital próprio, ainda faz com que o capital próprio aumente. Quando, porém, é usada a dívida de USD 12 milhões, o EPS eleva-se ao máximo. Além desse montante, as taxas de juros aumentam rapidamente e o EBIT começa a cair, de forma que o EPS diminui devido à queda do número de acções em circulação” (Brigham, 2001:585-586).

**Figura 03: Distribuição de Probabilidade de EPS para HSS com Diferentes Montantes de Alavancagem Financeira.**



**Fonte:** Brigham (2001:586)

**Figura 04: Relacionamento entre EPS Esperado e o Preço da Acção da HSS**



**Fonte:** Brigham (2001:587)

Dívida (USD Milhões)	EPS Esperado (USD)	Desvio-Padrão de EPS (USD)	Coefficiente de Variação	Preço da Acção (USD)
0	2,40	1,52	0,63	20,00
2.000.000	2,55	1,68	0,66	20,89
4.000.000	2,70	1,87	0,69	21,47
6.000.000	2,87	2,09	0,73	21,73
8.000.000	3,04	2,40	0,80	21,71
10.000.000	3,20	2,90	0,91	21,05
12.000.000	3,34	3,83	1,15	19,86
14.000.000	3,26	5,20	1,60	17,16

Fonte: Brigham (2001:587)

A figura 4, mostra que o montante da dívida que maximiza o preço da acção não é o mesmo que maximiza o EPS, assim, como a administração está mais interessada em maximizar o valor acção, a estrutura de capital óptima situa-se no ponto em que o valor da acção é máximo (Brigham, 2001).

É importante salientar que, houve uma simplificação da explicação dos “efeitos da alavancagem sobre o valor da empresa, os preços das acções, os lucros por acção e os valores de dívida”, na medida em que (Brigham, 2001:586-587):

- “Primeiro, as taxas de capitalização ( $k_d$  e especialmente  $k_s$ ) são muito difíceis de estimar. O custo da dívida em diferentes níveis pode ser estimado com alguma confiança, mas a estimativa do custo de capital deve ser vista como uma aproximação muito grosseira”;
- “Segundo, a matemática do processo de avaliação torna os resultados muito sensíveis às estimativas das entradas. Assim, erros relativamente pequenos nas estimativas de  $k_d$  e  $k_s$  e EBIT podem conduzir a grandes erros na estimativa do EPS e do preço da acção”;
- Em terceiro lugar, a explicação foi restrita “ao caso de uma empresa sem crescimento. Em vista dos requerimentos de entrada para modelar mesmo uma

simples situação sem crescimento, e ainda mais requerimentos para o modelo de crescimento, é irrealista pensar que uma estrutura de capital óptima jamais possa ser identificada”; e

- “Finalmente, há muitas empresas cujas acções não são negociadas publicamente, e isso causa ainda mais dificuldades. Se o proprietário de uma empresa fechada não planeja abrir o seu capital ao público, então os dados potenciais do valor de mercado são realmente irrelevantes. Contudo, uma análise baseada nos valores de mercado para uma empresa fechada é útil se o proprietário estiver interessado em conhecer como o valor de mercado da empresa seria afectado pela alavancagem, se tivesse que tomar a decisão de abrir o capital ao público”.

#### **3.4.7. Uso da Dívida para Restringir os Administradores**

A relação que se estabelece entre o(s) principal(ais) e o(s) agente(s) chama-se relação de agência, “sendo que os primeiros delegam nos segundos a elaboração de um conjunto de actividades. São exemplos de agências a contratação, por parte dos accionistas (principais) de um CEO (agente) para dirigir a sua organização. Os problemas de agência surgem quando os interesses destas partes divergem, tentando o agente (CEO) maximizar a sua riqueza pessoal, em detrimento do bem-estar dos accionistas” (Jensen e Meckling (1976) *apud* Vieito, 2010:328). Para Matos e Rodrigues (2000:80), a teoria de agência “estuda os mecanismos que podem ser utilizados para minorar o potencial de conflito entre agente e principal daí que decorre, bem como os concomitantes custos”.

Ainda segundo Matos e Rodrigues (2000:79) “a actividade empresarial fornece inúmeras ilustrações de relações de agência, por exemplo, nas relações entre o empregador e os empregados, o consultor e a empresa cliente ou, caso que particularmente releva para a problemática das fusões e aquisições, entre os accionistas e os gestores da empresa”, contudo, os autores afirmam que as relações de agência existem “por toda a parte do tecido social”.

Quando os administradores e os accionistas têm objectivos diferentes, com facilidade eles entram em conflitos, principalmente quando os administradores têm muito dinheiro à sua disposição pois têm a tendência de desperdiçar o mesmo com projectos favoritos ou regalias, escritórios mais sofisticados, portanto, aspectos que podem elevar os preços das acções. Em contrapartida, quando os administradores têm pouco dinheiro à sua disposição, por exemplo, estarem numa situação de fazer o serviço da dívida, são menos propensos a desperdiçar dinheiro – a isto chama-se “vincular” o fluxo de caixa livre (Brigham, 2001:378).

As empresas podem “vincular” o fluxo de caixa de diferentes maneiras: (a) podem atribuí-lo aos accionistas através da distribuição de “dividendos mais altos ou recompra de acções”; (b) podem mudar a estrutura de capital no sentido de recorrer ao maior uso de capitais alheios – esta alternativa tem como consequência o pagamento de valores mais altos no âmbito do serviço da dívida o que obriga os administradores a terem um comportamento mais disciplinado, pois o não pagamento do serviço da dívida pode levar a empresa à falência e, conseqüentemente, perda dos postos de trabalho (Brigham, 2001:378).

Ainda no contexto da segunda alternativa, existem as aquisições agressivas alavancadas ou *Leveraged buyouts (LBOs)*, que vinculam o fluxo da caixa livre, na medida em que “a dívida é usada para financiar a compra de acções de uma empresa, depois do que ela “fecha o capital””. Agora, é evidente que, o aumento da dívida aumenta o risco de falência que pode ser muito custoso caso ocorra algum evento inesperado, independentemente do bom comportamento dos administradores; pelo que, esta alternativa deve ser usada com a atenção devida (Brigham, 2001:578).

Brigham (2001:617) apresenta, adicionalmente, uma outra perspectiva de **relacionamento de agência**, definindo-o como relacionamento entre os accionistas de uma empresa e os detentores de dívida da empresa. Normalmente, os administradores, que representam os interesses dos accionistas, tendem a tomar medidas que beneficiam os accionistas em detrimento aos credores externos, por exemplo, podem usar o valor do

financiamento externo para efectuar investimentos de elevado risco mas que poderiam trazer enormes benefícios para a empresa. Assim, caso o investimento ocorra com sucesso, os accionistas ganham mas caso o investimento corra mal, os credores não serão reembolsados as suas dívidas; pelo que, de modo a colmatar esta situação, os credores tendem a colocar cláusulas restritivas (para a realização de algumas operações) sendo que, de modo a assegurar que as mesmas cláusulas serão cumpridas, são incorporados custos de monitoramento que acabam elevando o custo da dívida. Estes custos de monitoramento e o facto de existirem cláusulas restritivas para a realização de algumas operações (o que reduz a eficiência da empresa), constituem custos de agência.

### 3.4.8. Algumas Considerações na Decisão de Estrutura de Capital

A teoria da estrutura de capital estabelece que para cada empresa existe uma estrutura de capital óptima, a que maximiza o seu valor e minimiza o seu custo total, entretanto, pesquisas apontam para alguns aspectos contraditórios evidenciando que a teoria da estrutura de capital não pode ser usada para a escolha, com precisão, da estrutura financeira óptima da empresa pois, “decisões efectivas de estrutura de capital são baseadas em *juízo*, mas um julgamento apoiado por análise quantitativa somada a um conhecimento dos assuntos teóricos” (Brigham, 2001:379). Os assuntos de julgamento mais importantes são os seguintes (Idem:588):

#### a) Conservadorismo Administrativo

Normalmente os investidores diversificam as suas carteiras de modo a eliminar maior parte de risco em caso de ocorrência de algum infortúnio financeiro; contudo, para os administradores a estabilidade financeira é bastante importante, por isso não têm diversificado as suas carteiras e, por conseguinte, em caso de infortúnio financeiro, o valor presente dos futuros lucros esperados pode ser seriamente afectado. Pode-se concluir que os administradores tendem a ser mais “conservadores” aquando do uso da alavancagem financeira do que o accionista médio desejaria; o que quer dizer que, os administradores tendem a fixar os índices de endividamento um pouco mais abaixo dos níveis que maximizam os



preços das acções. Agora, dadas às dificuldades em se determinar a estrutura óptima de capital, se o administrador afirma que está a adoptar a estrutura que, na sua óptica, maximiza o valor, seria difícil provar o contrário (Brigham, 2001:588).

#### **b) Atitudes do Fornecedor de Fundos e das Agências de Classificação**

As recomendações dadas pelos fornecedores de fundos e pelas agências de classificação são muito determinantes na escolha da estrutura financeira adoptada por uma empresa; por exemplo: se a administração pretende obter uma alavancagem financeira além da média do sector, os fornecedores podem não estar dispostos a conceder mais fundos e caso aceitem, poderão fazê-lo a um preço elevado. Existem alguns índices usados pelos fornecedores de fundos e pelas agências de classificação para medir o risco de dificuldades financeiras, nomeadamente, o TIE e o FCC (Brigham, 2001:588-589):

O TIE esperado da HSS diminui à medida que aumenta o recurso à dívida e, note que se a empresa não usar dívida, o TIE esperado é indefinido, mas ele é infinitamente alto quando usados níveis de endividamento bastante baixos.

#### **c) Reserva da Capacidade para Tomar Empréstimos e Flexibilidade Financeira**

De modo a ter uma *flexibilidade financeira*, em tempos “normais” as empresas têm optado por contrair baixos níveis de dívida, o que faz com que as mesmas apresentem uma estrutura financeira mais forte do que se elas se tivessem endividado mais – do ponto de vista de longo prazo isso não é considerado estar no subóptimo, embora possa parecer do ponto de vista de curto prazo (Guitman, 2001:590).

Normalmente, nos contratos de empréstimo aparecem cláusulas que determinam que nenhuma outra dívida poderá ser emitida a não ser que certos índices sejam superiores aos níveis mínimos exigidos. No caso do TIE, frequentemente exige-

se que seja superior a 2 ou a 2,5 de modo a que seja emitida uma nova dívida. Voltando ao exemplo da HSS, pode-se constatar o seguinte: se a empresa contraísse USD 12 milhões de dívida o seu TIE seria inferior a 2, por seu turno, se contraísse apenas USD 8 milhões de dívida a probabilidade de ter o TIE menor que 2 é menor. Assim, pode-se concluir que se a HSS adoptar níveis de endividamento substancialmente altos, a sua flexibilidade financeira reduz-se na medida em que não estaria em condições de usar qualquer tipo de financiamento caso desejasse, a qualquer instante (Brigham, 2001).

A importância que os administradores dão à flexibilidade financeira pode ser vista numa declaração feita por um tesoureiro de uma empresa (Brigham, 2001:590):

*Nossa empresa pode lucrar muito mais tomando boas decisões de orçamento de capital do que tomando boas decisões financeiras. Na verdade, nós não temos certeza exactamente de como as decisões financeiras afectam o preço de nossa acção, mas sabemos com certeza que privar-nos de um investimento de capital promissor porque os fundos não estão disponíveis prejudicará nossos accionistas. Por essa razão, meu principal objectivo como tesoureiro é sempre estar em posição de levantar o capital necessário para apoiar as operações sem ter de vender novas acções ordinárias e, assim, dar um sinal negativo ao mercado.*

#### **d) Controlo**

A decisão da estrutura de capital pode ser influenciada pela influência que a contracção da dívida pode ter sobre a posição de controlo que a administração tem na sociedade; por exemplo: se a administração tem apenas um pouco mais de 50% das acções e não está em condições de comprar mais acções, o recurso à dívida para financiamento adicionais seria a melhor opção, entretanto, “um grupo da administração que não está preocupado com o controle de voto pode decidir usar capital próprio em lugar de dívida se a situação financeira for tão fraca que o uso de dívida pode sujeitar a empresa a um sério risco de inadimplência. Se a empresa se encontrar em apuros, os credores (por meio de cláusulas nos contratos de dívida) podem assumir o controlo e talvez forçar uma mudança na administração” (Brigham, 2001: 590-591).

Em suma, as questões relacionadas com o controlo não apontam para o uso de dívida ou capitais próprio, mas para o impacto que a escolha da forma de financiamento tem sobre o controlo na sociedade (Brigham, 2001).

**e) Risco do Negócio**

Quanto menor for o risco do negócio maior é a possibilidade de se assumir risco financeiro (Brigham, 2001).

**f) Estrutura de Activo**

Empresas que têm activos que podem ser usados como garantias de empréstimo, como é o caso de empresas que comercializam bens imóveis, têm a tendência de contrair mais dívidas do que empresas que não têm, como é o caso das empresas de pesquisa tecnológica (Brigham, 2001).

**g) Taxa de Crescimento**

Mantendo o resto dos factores constantes, empresas com taxas de crescimento elevadas tendem a recorrer mais ao uso da dívida do que empresas com taxas de crescimento baixas; “o crescimento lento pode ser financiado com lucros, mas crescimento rápido geralmente requer o uso de fundos externos” (Brigham, 2001:591).

**h) Lucratividade**

Empresas que apresentam lucros elevados normalmente não necessitam muito de recorrer à dívida porque se autofinanciam maioritariamente com lucros acumulados (Brigham, 2001).

**i) Impostos**

Quanto maior for a alíquota fiscal de uma empresa, mais vantajoso é recorrer à dívida dado que os juros são despesas dedutíveis, enquanto, por seu turno, os dividendos não o são (Brigham, 2001).

#### j) Condições de Mercado

As mudanças que podem acontecer nos mercados de títulos e de acções no curto prazo como no longo prazo podem afectar a estrutura financeira óptima de uma empresa. Para uma melhor percepção pode-se recorrer ao seguinte exemplo: “durante um recente arrocho de crédito, o mercado de capitais de dívida de alto risco secou e foi essencialmente impossível para as empresas emitirem dívida de qualidade mais baixa a taxas de juros “razoáveis”. Portanto, as empresas de baixa classificação com necessidade de capital foram forçadas a emitir acções ou usar dívida de curto prazo, independentemente de suas estruturas de capital alvo” (Brigham, 2001:591).

#### 3.4.9. Como os Administradores Determinam Efectivamente a Estrutura de Capital

Neste ponto vai-se abordar sobre como os administradores determinam, efectivamente, a estrutura financeira óptima e se eles realmente acreditam na sua existência. Para tal recorreu-se a um estudo efectuado pelos professores Davig Scott e Dana Johnson (1982); tendo para o efeito enviado um questionário para cada director financeiro (CFO) de cada uma das mil empresas da Fortune, e obtido 212 respostas. No fim do estudo, os professores chegaram aos seguintes resultados (Brigham, 2001:593-594):

- *Primeiro, os respondentes concordaram que as decisões de estrutura têm importância – em geral os administradores financeiros acreditam que o uso prudente da dívida pode abaixar o custo de capital total da empresa, mas que um excessivo uso de dívida aumentará a taxa de retorno requerida sobre o capital próprio;*
- *Segundo, as medidas de alavancagem financeira mais populares são (1) o índice de endividamento de longo prazo com relação ao capital total, (2) o índice de cobertura de juros (TIE) e (3) o índice de endividamento de longo prazo com relação ao capital próprio. Quando, porém calculamos esses índices, praticamente sempre foram usados os valores contábeis (ou de livro) em vez de valores de mercado;*
- *Terceiro, 64% dos administradores que responderam indicaram que seus índices alvo de endividamento de longo prazo com relação ao capital total estavam na faixa de 26 a 40% e a faixa alvo mais popular*

*relatada foi de 26 a 30%. Em virtude de os valores de mercado da acção superarem os valores contábeis, o índice de endividamento medido em termos de valor de mercado seria um pouco mais baixo do que os números apresentados ao valor contábil;*

- *O estudo também forneceu dados sobre como as várias partes influenciam a decisão da estrutura de capital. Os dados indicam que os administradores dão maior peso a suas próprias análises internas, mas que os bancos de investimento também têm uma influência significativa;*
- *As empresas consideram as médias do sector, quando estabelecem suas estruturas de capital alvo, mas elas estão dispostas a afastar-se das médias se suas próprias condições sugerem que um afastamento é necessário.*

## IV. ESTUDO DE CASO

### 4.1. Historial da Mcel

A Mcel – Moçambique Celular, S.A. (daqui em diante Mcel), foi constituída aos 22 de Abril de 1997. O capital social é de 1.500.000.000 meticais distribuído pelos seguintes sócios: Telecomunicações de Moçambique, S.A. (TDM) com 74% do capital social e o Instituto de Gestão das Participações do Estado (IGEPE) com a percentagem remanescente. A sua sede social está localizada na cidade de Maputo e tem como objecto social a prestação de serviços no domínio das telecomunicações móveis em Moçambique no âmbito do qual foi atribuída uma licença GSM em 2003 com duração de 15 anos e, em 2011 foram iniciadas as negociações com o regulador para a unificação das licenças 2G e 3G. Até o final do mesmo ano, a instituição contava com 801 colaboradores (*in*: sítio electrónico oficial da instituição).

Os principais concorrentes da Mcel são: as Telecomunicações de Moçambique, S.A. (que são também accionistas da empresa), a Vodacom Moçambique, S.A. e a Movitel, S.A. Todas são regulamentadas pelo Instituto Nacional de Telecomunicações de Moçambique (INCM).

A Mcel foi a empresa pioneira no mercado de telefonia móvel em Moçambique e, em 2010 e 2011 permaneceu como líder na categoria da “Melhor Marca de Telecomunicações” na pesquisa independente das “Melhores Marcas de Moçambique” levada a cabo pela empresa Intercampus do Grupo GfK, apesar da entrada de novos concorrentes (*Idem*).

Até o final do ano de 2011, a Mcel detinha uma base de 1.390.000 clientes (*Idem*).

Ainda segundo o sítio oficial da instituição, os principais produtos e serviços fornecidos pela Mcel são: recargas giro, Gmail SMS, 10 amigos, serviço Mcel no Facebook, faça um *upgrade* à sua vida, TOKNICE – toda a gente vai querer, giralá, 3 amigos

internacionais, parabéns SMS, EMM – escritório móvel Mcel, MMS, chamadas em conferência, fax e dados, bloqueio de chamadas, mbip, secretária Mcel, net móvel 3G, bónus yóyó, tomalá, Mymcel, BlackBerry, MKesh, minutos grátis nas recargas de denominação de 300, 600 e 2.000 meticais e tarifário reduzido de 3 meticais por minuto durante o período fora de pico.

Tem como missão “Ser o operador e a marca preferida em Moçambique através do fornecimento de produtos e serviços de voz, dados e banda larga de qualidade e padrão mundial, fáceis de utilizar, a preços atractivos e com elevado profissionalismo e competitividade e, para esse fim, a Mcel tornar-se-á a empresa moçambicana mais orientada ao cliente e, actuando de uma forma social e ambientalmente responsável, agregando simultaneamente valor aos seus parceiros” (idem).

Como referido, para a realização do estudo de caso recorreu-se à análise das DF’s da sociedade disponíveis no sítio oficial da instituição. Segundo as DF’s de 2011, a empresa manteve a liderança de mercado com 56% de cobertura.

Para a preparação das suas demonstrações financeiras, a Mcel passou a adoptar, a partir de 1 de Janeiro de 2010, o Plano Geral de Contabilidade baseado nas Normas Internacionais de Relato Financeiro (PGC-NIRF) em cumprimento do número 2 do artigo 2º do Decreto nº 70/2009 de 22 de Dezembro de 2009.

Nos termos do nº 1 e 2 do artigo 444 do Código Comercial, “do lucro líquido do exercício, antes da constituição das reservas estatutárias ou de outras reservas reguladas” a sociedade é obrigada a deduzir cinco por cento do valor apurado para a constituição do fundo de reserva legal, que não excederá vinte por cento do capital social. Esta reserva legal destina-se a: “a) cobrir a parte do prejuízo acusado no balanço do exercício, excepto se este puder ser coberto por quaisquer outras reservas; b) cobrir prejuízos transmitidos de exercícios anteriores que não puderem ser cobertos por lucros do exercício nem pela utilização de outras reservas; c) incorporação no capital social”.

De acordo com o relatório de contas referente ao ano de 2011, os órgãos sociais são constituídos da seguinte forma: um Presidente do Conselho de Administração, um Administrador Delegado, um administrador Financeiro e de Logística, um Administrador Técnico, um Administrador Comercial, quatro Administradores não Executivos; o Conselho Fiscal composto pelo Presidente do Conselho Fiscal e dois vogais e por fim, a Assembleia Geral composta pelo Presidente de Mesa e pelo Secretário.

## **4.2. Descrição das Fontes de Financiamento da Mcel**

A Mcel financia-se com fundos próprios e fundos alheios, mais concretamente:

- Fundos próprios: capital social, reservas, resultados líquidos transitados e resultados líquidos do exercício;
- Fundos alheios: a) passivo não corrente – provisões, empréstimos obtidos, outros passivos financeiros e passivos por impostos diferidos; e b) passivo corrente: fornecedores; empréstimos obtidos, outros passivos financeiros e outros passivos correntes. Note-se, aqui, que quando se fala de passivo não corrente trata-se de financiamento a longo-prazo e quando se fala de passivo corrente trata-se de financiamento a curto.



## V. Discussão dos Dados

Neste capítulo são apresentados os resultados de pesquisa no que tange ao impacto da determinação da estrutura financeira sobre o valor da empresa de acordo com cada uma das teorias apresentadas. Algumas teorias não são aplicáveis para análise, nomeadamente:

- a) A teoria MM dado que os pressupostos da mesma não se verificam: a Mcel está inserida num contexto económico em que há cobrança de impostos sobre a pessoa física e sobre a pessoa jurídica, o risco do negócio da Mcel não pode ser medido apenas pelo  $\sigma_{EBIT}$ , não existe simetria de informação no sistema, o mercado de capitais não é perfeito, a taxa de juro da dívida não é a taxa livre de risco e os fluxos de caixa são variáveis; existem conflitos de agência e existem custos de transacção e falência. Quando se analisa a teoria MM assumindo a existência do pagamento de imposto, a mesma teoria continua a não ser aplicável dado que os outros pressupostos se mantêm constantes.
- b) Na teoria do Contrabalço, apesar de ser possível calcular os ganhos decorrentes da alavancagem financeira, é difícil e subjectivo calcular o montante dos custos do infortúnio financeiro e os de agência de modo a determinar o valor da Mcel.
- c) Na teoria de Jensen e Mecklin o inconveniente encontrado para o cálculo do valor da Mcel é o facto de o(s) administrador (es) da Mcel não ser detentor de nenhuma percentagem de capital social e o mercado de capitais moçambicano não estar desenvolvido o suficiente para efeitos de obtenção do valor de mercado do capital social da sociedade bem como da dívida.<sup>3</sup>
- d) A análise do efeito de alavancagem financeira sobre o EPS da Mcel apresenta as seguintes limitações: a) o custo da dívida e o custo do capital em diferentes níveis é difícil de estimar; b) os fluxos de caixa da Mcel não são perpetuidades e c) as acções da Mcel não estão abertas ao público.

---

<sup>3</sup> Relativa às obrigações de tesouro é possível obter o valor de mercado das mesmas dado que estão cotadas na Bolsa de Valores de Moçambique.

## 5.1. Teoria da Sinalização

Como referido, a forma como a empresa decide financiar as suas actividades, quer seja através de fundos próprios ou alheios, sinaliza ao mercado se prevê ter bons ou maus resultados, respectivamente. Nestes termos, a seguir são analisadas as formas de financiamento utilizadas pela Mcel no período em análise:

- 1) Em 2009 a empresa apresentou resultados líquidos negativos no valor total de 43.472.742 MT.
- 2) O resultado líquido de 2010, no valor total de 297.019.456 MT, foi distribuído da seguinte forma:
  - 5% foi canalizado para o reforço da Reserva Legal (conforme estatuído pelo Código Comercial);
  - 30% foi distribuído pelos sócios na forma de dividendos, na proporção das suas quotas; e
  - 65% foi canalizado para o reforço das Reservas para Investimento.

Segundo o relatório de auditoria de 2010, “o Conselho Fiscal apreciou as medidas de gestão que foram tomadas pelo Conselho de Administração no sentido de melhorar o desempenho económico-financeiro, dentre as quais é de destacar a revisão da vida útil dos activos fixos, que conduziu à redução dos custos de amortizações, e por outro lado, o crescimento dos proveitos em 12,7% para 8.566.891.327 Meticais durante o exercício económico de 2010, relativamente ao exercício económico de 2009, apesar de ter sido realizado em ambiente económico adverso, traduzido pela depreciação acentuada do metical face ao dólar americano e euro<sup>4</sup>, alta de taxas de juros<sup>5</sup> e inflação<sup>6</sup>”.

---

<sup>4</sup> Do ano de 2009 para 2010 a taxa de câmbio média anual aumentou de 24,71 para 32,83 (MT/1 USD) e de 37,25 para 43,67 (MT/1 EUR), à semelhança do que aconteceu com a taxa de câmbio do final de período (31 de Dezembro) que subiu de 27,51 para 32,83 (MT/1 USD) e de 39,67 para 43,67 (MT/1 EUR), respectivamente (**Fonte:** Banco de Moçambique).

<sup>5</sup> A taxa de juro média activas de longo prazo (mais de 2 anos), em meticais, subiu de 19,72 para 21,04% de 2009 para 2010, respectivamente (**Fonte:** Banco de Moçambique).

<sup>6</sup> Do ano de 2009 para 2010 a taxa de inflação acumulada subiu de 4,22 para 16,62%, o mesmo aconteceu com a inflação média mensal que aumentou de 3,25 para 12,70%, respectivamente (**Fonte:** Instituto Nacional de Estatística).

3) Segundo o relatório de auditoria referente a 2011, “como forma de reforçar a capacidade de contratar novos empréstimos, essencialmente criando capacidade de utilização de recursos internos para o investimento e, tendo em conta a observância das condições (*covenants*) que estão previstos nos contratos de empréstimos já contraídos pela empresa”, o resultado líquido de 2011, no valor total de 1.090.802.552 MT, foi distribuído da seguinte forma:

- 5% foi canalizado para o reforço da Reserva Legal (conforme estatuído pelo Código Comercial);
- 20% foi distribuído pelos sócios na forma de dividendos, na proporção das suas quotas; e
- 75% foi canalizado para o reforço das Reservas para Investimento.

Ainda segundo o mesmo relatório, “o conselho fiscal notou que o resultado líquido alcançado durante o exercício económico corrente é consequência, por um lado, das medidas de gestão que foram tomadas para a contenção de custos mas, por outro lado, da estabilidade do Metical perante as moedas estrangeiras mais utilizadas pela empresa, que foram traduzidas na redução dos custos operacionais, com especial destaque para os custos com publicidade e marketing”.

Observando as alíneas 1) a 3) verifica-se uma tendência crescente dos resultados líquidos.

#### 4) Evolução dos fundos próprios

Tendo como base o ano de 2009, constata-se que houve um constante aumento dos fundos próprios. Parte deste aumento é explicado pelo facto de em 2011 o capital social da Mcel ter variado de 1.500.000.000 MT para 3.000.000.000 MT (uma subida em 100%).

**Tabela 03: Variação dos Fundos Próprios**

Ano	Valor (MT)	Variação
2009	3.475.335.182	-
2010	3.772.354.638	9%
2011	4.774.051.353	27%

**Fonte:** Relatório de contas da Mcel de 2010 e 2011

- 5) Evolução do Passivo: de 2009 a 2011, em termos gerais, o passivo reduziu. De 2009 a 2010 o passivo (tanto o de longo prazo como o passivo total) aumentou, mas em 2011 baixou para níveis inferiores aos do ano de 2009.

**Tabela 04: Variação do Passivo Não Corrente (de longo prazo)**

Ano	Valor (MT)	Variação
2009	3.027.991.264	-
2010	4.034.810.028	33%
2011	2.816.971.202	-30%

**Fonte:** Relatório de contas da Mcel de 2010 e 2011

**Tabela 05: Variação do Passivo Total (Valores em Meticais)**

Ano	Valor (MT)	Variação
2009	7.480.054.040	-
2010	8.057.900.019	8%
2011	7.189.175.300	-11%

**Fonte:** Relatório de contas da Mcel de 2010 e 2011

Analisando as duas tabelas acima pode-se verificar que a teoria da sinalização se verifica: primeiro, a empresa estava a apresentar prejuízos e precisava de financiar o seu investimento pelo que tinha duas opções – ou financiava-se através de fundos próprios ou através de fundos alheios (emissão de acções para terceiros/autofinanciamento ou contracção de empréstimos junto a terceiros). Dado que a instituição tinha expectativas positivas em relação futuro, de modo a não dividir os benefícios com os novos accionistas, preferiu investir através de fundos próprios, nomeadamente: os actuais

sócios duplicaram o valor do capital social e reinvestiram uma boa percentagem dos resultados líquidos (acima de 60%).

## 5.2. Cálculo de Índices

Como foi explicado, as medidas de alavancagem financeira que os administradores efectivamente utilizam para a determinação da estrutura financeira são: o índice de endividamento de longo prazo com relação ao capital total, o índice de cobertura dos encargos financeiros (TIE) e o índice de endividamento de longo prazo em relação ao capital próprio. Nestes termos, a seguir apresentam-se os valores destes rácios verificados nas contas da Mcel durante este período.

### 5.2.1. Índice de Endividamento de Longo Prazo com Relação ao Capital Total

Tomando em consideração o que foi referido, dando conta de que, num estudo efectuado, para 64% dos administradores inquiridos, os índices alvo de endividamento de longo prazo com relação ao capital total estavam na faixa de 26 a 40% sendo que a faixa alvo mais popular relatada foi de 26 a 30% (Scott e Johnson, 1982 *apud* Brigham, 2001), pode-se afirmar que a Mcel não foge muito do intervalo. Note-se, na tabela 6 abaixo, que o ano de 2010 foi o que apresentou a percentagem mais alta, e este elevado endividamento, aliado às medidas de gestão tomadas como a revisão da vida útil dos activos fixos, pode estar por detrás do elevado aumento dos resultados da empresa como pode ver na tabela 7 abaixo ou, com mais detalhes, nos Balanços e Demonstrações de Resultados, em anexo.

**Tabela 06: Índice de Endividamento de Longo Prazo com Relação ao Capital Total**

Ano	Capitais Alheios de LP (MT)	Capitais Totais (MT)	Endividamento
2009	3.027.991.264	10.998.861.964	28%
2010	4.034.810.028	11.830.254.657	34%
2011	2.816.971.201	11.963.226.651	24%

Fonte: Relatório de contas da Mcel de 2010 e 2011

## Tabela 07: Variação dos Resultados Líquidos

Ano	Valor (MT)	Variação
2009	-43.472.742	-
2010	297.019.546	783%
2011	1.090.802.552	267%

Fonte: Relatório de contas da Mcel de 2010 e 2011

### 5.2.2. Índices de Cobertura

Como explicado no ponto 3.4.7, as recomendações dadas pelos fornecedores de fundos e pelas agências de classificação são determinantes na escolha da estrutura financeira a ser adotada por uma empresa. Foram apresentados, no ponto em referência, o TIE e o FCC. Dado que não se dispõe de dados sobre os pagamentos de arrendamento mercantil e sobre os depósitos no Fundo de Amortização, apenas será calculado o TIE.

## Tabela 08: Índice de Cobertura de Juros/Encargos Financeiros (TIE)

Ano	EBIT (MT)	Juros (MT)	TIE
2009	179.956.737	290.917.930	0,62
2010	1.297.365.169	973.970.212	1,33
2011	1.446.469.449	153.099.292	9,45

Fonte: Relatório de contas da Mcel de 2010 e 2011

Como foi explicado, exige-se que o TIE seja superior a 2 ou a 2,5 pois quando é inferior a esse nível, a flexibilidade financeira da instituição reduz-se aumentando a probabilidade de se encontrar em dificuldades financeiras. Nos anos de 2009 e 2010, o TIE estava abaixo dos níveis recomendados daí mais uma explicação da opção pelo aumento do capital social e pelo autofinanciamento. Em 2011, a sociedade já apresenta um TIE muito acima do recomendado, o que significa que a existe uma grande flexibilidade financeira, isto é, está em condições de usar qualquer tipo de financiamento a qualquer momento caso seja necessário.

### 5.2.3. Índice de Endividamento de Longo Prazo com Relação ao Capital Próprio

A tabela, a seguir, mostra que a Mcel recorreu mais ao financiamento através de capitais próprios a endividamento a longo prazo (para os anos de 2009 e 2011).

**Tabela 09: Índice de Longo Prazo com Relação ao Capital Próprio**

<b>Ano</b>	<b>Capitais Alheios de LP (MT)</b>	<b>Capitais Próprios (MT)</b>	<b>Endividamento</b>
2009	3.027.991.264	3.518.807.924	86%
2010	4.034.810.028	3.772.354.638	107%
2011	2.816.971.201	4.774.051.353	59%

**Fonte:** Relatório de contas da Mcel de 2010 e 2011

Isso pode ser o reflexo do que consta no relatório de contas referente ao ano de 2011 segundo o qual a instituição pretende reforçar a capacidade de contratar novos empréstimos, essencialmente criando capacidade de utilização de recursos internos para o investimento e, tendo em conta a observância das condições (*covenants*) que estão previstos nos contratos de empréstimos já contraídos pela empresa, daí que tem canalizado elevadas percentagens dos resultados líquidos para o reforço das reservas de investimento.

### 5.3. Verificação dos Objectivos de Pesquisa

Após a discussão dos dados, importa verificar o grau do cumprimento dos objectivos de pesquisa. Para o efeito, vide a tabela a seguir:

**Tabela 10: Verificação dos Objectivos de Pesquisa**

<b>Objectivo(s)</b>	<b>Descrição</b>	<b>Observação</b>
Geral	Aferir até que ponto a estrutura financeira adoptada pela Mcel maximiza o valor da empresa.	Objectivo cumprido. Vide capítulo V, ponto nº 5.1; 5.2 e 6.1.
Específico 1	Descrição das fontes de Financiamento de Longo prazo e apresentação das suas características principais.	Objectivo cumprido. Vide capítulo III, ponto nº 3.3.
Específico 2	Entender a relação existente entre a estrutura financeira adoptada por uma empresa e o impacto no seu valor, de acordo com diferentes teorias de estrutura de capital.	Objectivo cumprido. Vide capítulo III, ponto nº 3.4.1 a 3.4.6.
Específico 3	Explicar como os gestores efectivamente determinam a estrutura de capital a ser adoptada pela empresa.	Objectivo cumprido. Vide capítulo III, ponto nº 3.4.8 e 3.4.7.
Específico 4	Analisar, tomando como base as diferentes teorias de estrutura financeira, se a estrutura de capitais adoptada pela Mcel maximiza o seu valor.	Objectivo cumprido. Vide capítulo V, ponto nº 5.1 e 5.2.



## VI. Conclusões e Recomendações

### 6.1. Conclusões

Analisado o trabalho, apresentam-se as seguintes conclusões:

- A determinação da estrutura financeira óptima das empresas é um assunto controverso e, partilha-se da opinião de que não se pode calcular, com precisão, qual a estrutura óptima de capital dado que para cada empresa e sector de actividade existem particularidades que podem determinar o uso de uma estrutura diferente da que poderia ser, teoricamente, considerada óptima, nomeadamente: o conservadorismo administrativo, as atitudes do fornecedor de fundos e das agências de classificação, a necessidade de reserva da capacidade para tomar empréstimos e flexibilidade financeira, a necessidade de manter ou não o controle na empresa, o risco do negócio, a estrutura de activo, a taxa de crescimento e a lucratividade da empresa, o facto de os juros serem dedutíveis e as condições de mercado.
- O TIE da Mcel está muito acima do mínimo aconselhado. Considera-se que este índice deve superar 2 ou 2,5 (Brigham 2001:590) e o da Mcel esteve abaixo destes níveis nos anos de 2009 e 2010, mas no ano de 2011 era de 9,45 o que significa que a instituição está em condições de aumentar o seu volume de dívida a continuar a ter um TIE acima de 2. Assim, segundo este critério pode-se considerar que a Mcel estava, em 2011, a operar num sub-óptimo no que respeita ao recurso à dívida.
- A instituição está a apostar muito no auto-financiamento, canalizou 65 e 75% dos resultados líquidos referentes aos anos de 2010 e 2011, respectivamente, para o reforço das reservas de investimento.
- Grandes empresas como a Mcel, que apresentam elevadas lucratividade e taxas de crescimento, tendem a usar um pouco mais de dívida do as que apresentam estes valores baixos, contudo, não é o que foi constatado na instituição.

- O facto de os administradores da Mcel não serem os detentores do capital social cria conflitos de agência a serem minimizados. Importa referir, aqui, que este não é o único problema de agência dado que os problemas de agência podem ser identificados em outras vertentes como é o caso da relação funcionário/patronato.
- A teoria de sinalização se verifica na medida em que, dado que a Mcel preferiu, em 2010, aumentar o capital social, uma vez que pôde prever que no ano seguinte os resultados da empresa aumentaram de uma considerável; a ideia é não dividir os resultados futuros com novos accionistas.
- O relatório de contas de 2011 da Mcel, mostra que a instituição pode estar a usar uma estrutura financeira abaixo da que seria considerada óptima de modo a criar reserva da capacidade de tomar empréstimos e flexibilidade financeira. O mesmo relatório mostra que há casos em que a empresa não recorre à dívida adicional, mesmo tendo ainda capacidade de tomar empréstimos, devido a restrições contratuais de empréstimos anteriores.
- Foram encontradas algumas limitações para aplicação de algumas das teorias de estrutura de capitais, nomeadamente: a dificuldade de estimação dos custos de agência e de falência, dificuldade para a obtenção do valor de mercado das acções da Mcel (dificuldades para a obtenção dos valores de mercado de títulos de uma forma geral, dado que o nosso mercado de capitais não está muito desenvolvido) e dificuldades de estimação do custo da dívida em diferentes níveis de endividamento, contudo, estas limitações não comprometem a validade das conclusões aqui apresentadas.
- Na primeira hipótese verifica-se a alternativa, quando na segunda a nula dado que:
  - a) Para a decisão da estrutura financeira a ser adoptada por uma empresa, os gestores têm como base o julgamento apoiado por análise quantitativa apoiada ao conhecimento de assuntos teóricos; e
  - b) A Mcel encontra-se, actualmente, um pouco abaixo do intervalo, considerado pelos administradores, onde a empresa maximiza o valor da empresa. Para o ano de 2011, os capitais alheios utilizados pela Mcel

representam 24% do capital total, contudo os administradores, em geral, são da opinião que o intervalo em que se pode maximizar o valor da empresa é quando o passivo de longo prazo está entre os 26 a 40% do capital total.

## 6.2. Recomendações

Ciente de que as decisões de política de gestão são tomadas não só com base em informações obtidas através das estatísticas mas, sobretudo, com base em juízos de valor, a seguir apresentam-se algumas recomendações à Mcel:

- O não uso de forma extrema da política reinvestimento dado que quando esta é usada de forma abusiva, aliado a políticas de distribuição de dividendos restritiva, traz consigo consequências tais como o investimento em capital fixo mal estudado, a redução da rendibilidade dos capitais próprios e o aumento desnecessário dos custos implícitos de capitais próprios.
- O aumento do recurso a capitais alheios para níveis compreendidos entre 26 a 40% do capital total (Brigham, 2001:594) pois é neste intervalo que as instituições maximizam o seu valor.
- Apesar da recomendação anterior, propõe-se que a instituição deverá, como vem procedendo, continuar a manter uma reserva para a contracção de dívida de modo a conferir uma maior flexibilidade financeira, caso seja necessária a contracção de empréstimo de modo a não perder boas oportunidades de investimento.

### 6.3. Limitações da Pesquisa

Na realização da presente pesquisa, foram encontradas limitações que resultaram de um conjunto de dificuldades para:

- A obtenção do valor de mercado das ações da Mcel (e dos valores de mercado dos títulos em geral) dado que as mesmas não estão cotadas em nenhuma bolsa de valores e o mercado de capitais nacional ainda não está muito desenvolvido;
- A estimação do custo da dívida para diferentes níveis de endividamento, bem como dos custos de falência e de conflitos de agência.

Assim sendo, não foi possível apresentar, na discussão dos dados, cálculos do impacto da escolha da estrutura financeira sobre o valor da Mcel para os casos das teorias de estrutura de capital em era necessário ter pelo menos um desses dados.

### 6.4. Recomendações para Estudos Futuros

De modo a permitir um estudo mais profundo e completo, para estudos futuros recomenda-se o seguinte:

- A escolha de empresas com ações e obrigações cotadas numa bolsa de valores de modo a ter acesso aos valores de mercado desses títulos;
- O período de análise deverá ser de pelo menos 10 anos de modo a permitir a análise da variação dos indicadores no tempo;
- A contratação de especialistas para a estimação dos custos de agência e falência, dado que são custos que são incorridos pela maioria das empresas, podem ser avultados, contudo, difíceis de estimar;
- Realização de estudos sobre os custos relacionados com a falência, dada a atenção que o assunto merece pois estes custos podem chegar a atingir 20 a 30% do valor de mercado dos activos da empresa, segundo estimativas de Andrade e Kaplan (Vieito, 2010:358).

## VII. Anexos

### BALANÇOS DA MCEL (Valores em meticais)

Descrição	2011	2010	2009
<b>Activo</b>			
Activo não corrente			
Activos tangíveis	6.971.661.809	6.944.159.346	6.679.223.883
Activos intangíveis	965.990.958	876.404.130	477.285.310
Activos financeiros disponíveis para venda	78.887.454	78.887.454	61.387.454
Activos não correntes detidos para venda	31.726.205	0	0
	<i>8.048.266.426</i>	<i>7.899.450.930</i>	<i>7.217.896.647</i>
Activo corrente			
Inventários	396.566.786	364.060.383	526.077.093
Clientes	654.437.479	870.674.052	1.192.650.329
Outros activos financeiros	707.783.902	780.446.838	672.710.302
outros activos correntes	709.306.162	405.779.783	289.180.722
Caixa e bancos	1.446.865.897	1.509.842.671	1.056.874.129
	<i>3.914.960.226</i>	<i>3.930.803.727</i>	<i>3.737.492.575</i>
<b>TOTAL DO ACTIVO</b>	<b>11.963.226.652</b>	<b>11.830.254.657</b>	<b>10.955.389.222</b>
<b>Capital Próprio e Passivo</b>			
Capital Próprio			
Capital social	3.000.000.000	1.500.000.000	1.500.000.000
Reservas	112.986.870	399.297.197	399.297.197
Resultados transitados	570.261.931	1.576.037.985	1.619.510.727
Resultado líquido do exercício	1.090.802.552	297.019.456	-43.472.742
<i>Total de capital próprio</i>	<i>4.774.051.353</i>	<i>3.772.354.638</i>	<i>3.475.335.182</i>
Passivo não corrente			
Provisões	13.460.392	2.928.461	2.928.461
Empréstimos obtidos	2.090.668.149	3.388.076.425	2.325.968.910
Outros passivos financeiros	126.567.729	260.097.816	341.762.068
Passivos por impostos diferidos	586.274.931	383.707.326	357.331.825
	<i>2.816.971.201</i>	<i>4.034.810.028</i>	<i>3.027.991.264</i>
Passivo corrente			
Fornecedores	905.538.506	1.111.276.811	1.142.813.749
Empréstimos obtidos	980.626.752	994.868.993	833.030.419
Outros passivos financeiros	2.102.573.557	1.752.488.340	2.128.989.848
Outros passivos correntes	383.465.283	164.455.847	347.228.760
	<i>4.372.204.098</i>	<i>4.023.089.991</i>	<i>4.452.062.776</i>
<i>Total do Passivo</i>	<i>7.189.175.299</i>	<i>8.057.900.019</i>	<i>7.480.054.040</i>
<b>Total do Capital Próprio e Passivo</b>	<b>11.963.226.652</b>	<b>11.830.254.657</b>	<b>10.955.389.222</b>

Fonte: Relatórios de contas da Mcel referentes aos anos de 2010 e 2012

**DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS DA MCEL (Valores em meticais)**

<b>Descrição</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Vendas de bens e serviços	9.014.702.431	8.566.891.327	7.599.568.487
Custos dos Inventários vendidos ou consumidos	-703.083.806	-667.395.664	-690.042.083
Margem Bruta	8.311.618.625	7.899.495.663	6.909.526.404
Gastos com o pessoal	-834.444.124	-719.473.460	-618.222.604
Fornecimentos e serviços de terceiros	-4.059.378.801	-4.172.192.290	-3.939.661.139
Depreciações e amortizações	-1.179.625.718	-1.088.020.157	-1.525.792.139
Provisões	-10.531.931	0	0
Perdas por imparidade	-192.830.769	-246.400.868	-303.994.175
Ajustamentos de inventários	-16.531.286	-7.349.462	-10.717.344
Reversões do período	56.084.044	0	0
Outros ganhos e perdas operacionais	-627.890.591	-368.694.257	-331.182.266
	<i>1.446.469.448</i>	<i>1.297.365.169</i>	<i>179.956.737</i>
Rendimentos financeiros	938.421.700	762.792.300	456.309.218
Gastos financeiros	-1.091.520.992	-1.736.762.512	-747.227.148
Resultado antes do imposto	1.293.370.157	323.394.957	-110.961.193
Imposto corrente	0	0	0
Imposto diferido	-202.567.605	-26.375.501	67.488.451
<b>Resultado Líquido do Exercício</b>	<b>1.090.802.552</b>	<b>297.019.456</b>	<b>-43.472.742</b>

Fonte: Relatórios de contas da Mcel referentes aos anos de 2010 e 2012

## VIII. Bibliografia

Abramo, Perseu. 1979. *Pesquisa em Ciências Sociais. In: Hirano, Sedi (Org.). Pesquisa Social: Projeto e Planejamento.* São Paulo: T.A.Queiroz.

Ander-Egg, Ezequiel. 1978. *Introducción a las Técnicas de Investigación Social: Para trabajadores sociales.* 7ª Ed. Buenos Aires: Humanitas.

Aubert – Krier, Jane. 1988. *Curso Superior de Gestão de Empresas: Gestão e Recursos Financeiros.* 4ª Edição. Editorial Presença. Livraria Martins Fontes.

Brealey, R. e Myers, S. 1991. *Princípios de Finanças Empresariais.* Mcgraw Hill (Portugal).

Brigham, F. Eugene; Gapenski, C. Louis e Ehrhardt, C. Michael. 2001. *Administração Financeira: Teoria e Prática.* 1ª Edição, 5º Triagem. São Paulo. Atlas.

Carlin, W. and C. Mayer 1998. *Finance, Investment and Growth.* Mimeo, University College London and University of Oxford.

Cervo, Amado Luiz e Bervian, Pedro Alcino. 1983. *Metodologia Científica: Para Uso de Estudantes Universitários.* 3ª Edição. São Paulo, McGraw-Hill do Brasil

Cruz, R. Nascimento, A. e Alves, C. 1996. *Instituições e Mercados Financeiros.* Universidade Católica. Porto

Das Neves, João C. 1998. *Análise Financeira: Métodos e Técnicas.* 1ª Edição. Texto Editora. Lisboa.

Donaldson, Gordon. 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration.

Gitman, Lawrence J. 1987. *Principles of Managerial Finance*. Harper & Row Publishers Inc. Nova Iorque.

Jensen, M. e Meckling, W., 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Vol. 3(4), 305-360.

Lakatos, Eva Maria e Marconi, Marina de Andrade. 2006. *Técnicas de Pesquisa*. 6ª Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Atlas.

Lakatos, Eva Maria e Marconi, Marina de Andrade. 2007. *Metodologia do Trabalho Científico*. 7ª Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Atlas.

Marinho, Pedro (1980). *A Pesquisa em Ciências Humanas*. Petrópolis. Vozes.

Matos, P. Verga e Rodrigues, Vasco. 2000. *Fusões e Aquisições: Motivações, Efeitos e Políticas*. 1ª Edição. Principia. Cascais.

Meneses, Caldeira H., 1987. *Princípios de Gestão Financeira*. Editorial Presença. Lisboa.

Myers, S. e Majluf, N., 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do Not Have*. Journal of Financial Economics. Vol. 13(2), 187-221.

Pardinas, Felipe. 1977. *Metodologia y Técnicas de Investigación en Ciencias Sociales*. 2ª Ed. México: Siglo Veintiuno. Capítulo 3, Item 3.2.

Rocca, Carlos A (2004). *Mercado de Capitais Eficiente: Condição para o Crescimento Sustentado*. Estudos e Pesquisas nº 67, USP.



Scott, David F., Johnson, Dana J. 1982. *Financing Policies and practices in large corporations*. Financial Management. p. 51-91. Summer.

Stulz, R.M. (1999). *Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital*. Working Paper 7021, NBER.

Tripodi, Tony et al. 1975. *Análises da Pesquisa Social: Diretrizes para o Uso de Pesquisa em Serviço Social e em Ciências Sociais*. Rio de Janeiro: Francisco Alves.

Vieito, João P. e Maquieira, Carlos P. 2010. *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Escolar Editora. Lisboa.

### **Legislação**

Decreto nº 83/2010 de 31 de Dezembro – Regulamento da Lei Cambial.

Decreto-Lei nº 2/2005 de 27 de Dezembro – Código Comercial

Decreto-Lei nº 2/2009 de 24 de Abril – incorpora alterações ao Código Comercial

Lei nº 11/2009 de 31 de Dezembro – Lei Cambial

### **Internet**

[www.mcel.co.mz](http://www.mcel.co.mz), visto aos 21 de Agosto de 2013