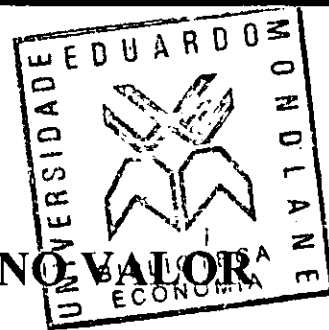


ECO

64

Eco-64



# IMPACTO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO VALOR DA EMPRESA

«UMA ANÁLISE DE EFEITOS DAS DECISÕES SOBRE  
DIVIDENDOS NO VALOR DE MERCADO DA EMPRESA – O  
CASO DO MERCADO SECUNDÁRIO DE ACÇÕES – BVM»  
PERÍODO (2001-2007)

AUTOR: FERNANDO DINIS JONAS MUACHA  
SUPERVISOR: Dr. JEREMIAS CARDOSO DA COSTA

Trabalho de Licenciatura em Gestão

Universidade Eduardo Mondlane

Faculdade de Economia

Maputo, Moçambique

Outubro de 2007

336.761  
MUA TES  
e.2

U. E. M. - ECONOMIA	
R. E.	29865
DATA	18/02/08
AQUISIÇÃO	oferta
COTA	

## DECLARAÇÃO DO AUTOR

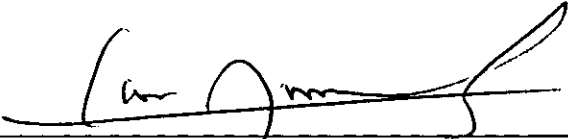
Esta dissertação foi por mim elaborada e resulta da minha investigação. Esta é a primeira vez que a submeto para obter um grau académico numa instituição de ensino superior.

---

Fernando Dinis Jonas Muacha

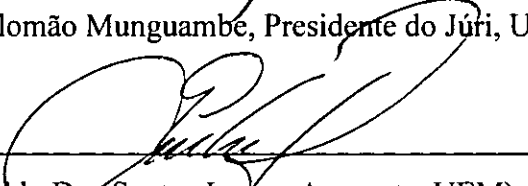
## APROVAÇÃO DO JÚRI

Este trabalho foi aprovado com 14 valores no dia 9 de Novembro de 2007 por nós, membros do júri examinador da Universidade Eduardo Mondlane:



---

(Prof. Dr. Salomão Munguambe, Presidente do Júri, UEM)



---

(Dr. Gildo Dos Santos Lucas, Arguente, UEM)



---

Dr. Jeremias Cardoso Da Costa, Supervisor, UEM

Ao Pascoal e Arminda, meus irmãos

À Marília e Jonas, meus pais

&

Inilde, minha noiva

«A teoria é assassinada mais cedo ou mais tarde pela experiência» (Albert Einstein)

# ÍNDICE

AGRADECIMENTOS .....	ix
SUMÁRIO .....	x
LISTA DE ABREVIATURAS .....	xi
<b>CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO, CONCEITUALIZAÇÃO E ANÁLISE DOS FACTORES QUE AFECTAM O PREÇO DE ACCÕES</b> .....	<b>1</b>
INTRODUÇÃO .....	1
1.1.1. Estrutura do Trabalho .....	2
1.1.2. Problema de Pesquisa .....	3
1.1.3. Objectivos .....	4
1.1.4. Hipóteses .....	5
1.1.5. Metodologia .....	5
1.1.6. Justificativa da Escolha do Tema .....	5
1.2. DEFINIÇÃO DE CONCEITOS .....	6
1.2.1. Política de Dividendos .....	6
1.2.2. Valor da Empresa .....	6
1.3. FACTORES QUE AFECTAM O PREÇO DE ACCÕES .....	8
1.3.1. Factores Macroeconómicos .....	8
1.3.2. Factores de Natureza Económico Financeira .....	8
1.3.3. Sector de Actividade .....	8
1.3.4. Factores de Natureza Previsional (Expectativas) .....	9
1.3.5. Factores de Natureza Comercial e de Gestão Geral .....	9
1.3.6. A Capacidade Administrativa dos Gestores da Empresa .....	9
<b>CAPÍTULO II – PRINCIPAIS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS E SEUS DETERMINANTES</b> .....	<b>10</b>
2.1. FACTORES DE QUE DEPENDE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS .....	10
2.1.1. Restrições Legais .....	10
2.1.2. Restrições Contratuais .....	10
2.1.3. Restrições Internas .....	11
2.1.4. Perspectivas de Crescimento .....	11
2.1.5. Posição dos Proprietários .....	11
2.1.6. Situação do Mercado .....	12
2.1.7. Inflação .....	13
2.2. PRINCIPAIS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS .....	13
2.2.1. Políticas de Estabilização .....	13
2.2.2. Política de Dividendos com Taxa de Distribuição Constante .....	14
2.2.3. Políticas de Dividendos Regulares .....	14
2.2.4. Políticas de Dividendos Regulares Baixos e Dividendos Extraordinários .....	14
2.2.5. Políticas de Dividendos Residuais .....	14

CAPÍTULO III – TEORIAS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS VERSUS EFICIÊNCIA DOS MERCADOS DE CAPITAL.....	16
3.1. TEORIAS SOBRE A RELEVÂNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	16
3.1.1. Teorias Defensoras da Irrelevância da Política de Dividendos.....	16
3.1.2. Teorias Defensoras da Relevância da Política de Dividendos.....	17
3.2. ANÁLISE DO VALOR DA EMPRESA NO CONTEXTO DA PERFEIÇÃO E NÍVEL DE EFICIÊNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS.....	19
CAPÍTULO IV – MODELAÇÃO E ANÁLISE DAS IMPLICAÇÕES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS SOBRE A GESTÃO E VALORIZAÇÃO DA EMPRESA.....	23
4.1. MODELOS FINANCEIROS.....	23
4.1.1. Modelo Clássico.....	23
4.1.2. Teoria Residual e Suas Implicações na Modelação.....	24
4.1.3. Modelos Construídos Assumindo a Ineficiência do Mercado de Capitais.....	27
4.1.4. Modelo Construído Assumindo Expectativas Racionais.....	28
4.2. IMPLICAÇÕES DAS TEORIAS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NA GESTÃO E NA VALORIZAÇÃO DA EMPRESA.....	29
4.2.1 Implicações das Teorias Sobre a Gestão.....	30
CAPÍTULO V – BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE.....	31
5.1 ORIGEM DA BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE.....	31
5.2 OBJECTIVOS DA BOLSA DE VALORES.....	31
5.3 CONDIÇÕES GERAIS DE ADMISSÃO À COTAÇÃO DE ACÇÕES.....	32
5.4 INFORMAÇÃO A PRESTAR AO MERCADO POR SOCIEDADES COM ACÇÕES COTADAS.....	33
CAPÍTULO VI – ESTUDO DE CASO.....	34
6.1. METODOLOGIA PREVISTA.....	34
6.2. METODOLOGIA ADOPTADA.....	34
6.3. ANÁLISE DO MERCADO DE ACÇÕES.....	35
6.4. APRESENTAÇÃO DA EMPRESA.....	35
6.4.1. Estrutura Accionista.....	36
6.4.2. Visão e Missão.....	36
6.4.3 Dinâmica do Negócio.....	36
6.5. CONSIDERAÇÕES SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS DA CDM.....	37
6.6. FACTORES QUE AFECTAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS DA CDM.....	38
6.6.1. Considerações Sobre a Liquidez.....	38
6.6.2. Contratos de Financiamento.....	39
6.6.3. Limitação Legal.....	39
6.6.4. Perspectivas de Crescimento.....	39
6.7. FACTORES QUE AFECTAM O PREÇO DE ACÇÕES DA CDM.....	39
6.7.1 Factor de Natureza Económico-Financeira.....	39
6.7.2. Factor de Natureza Comercial.....	40
6.7.3. Factor de Natureza Previsional.....	41
6.8. ANÁLISE DE REGRESSÃO E TESTES ESTATÍSTICOS.....	41
6.8.1 Interpretação dos Resultados.....	42
6.9. AVALIAÇÃO DE INDICADORES DE DESEMPENHO DO MERCADO ACCIONISTA E ANÁLISE DO VALOR ACRESCENTADO ECONÓMICO (EVA) PARA OS INVESTIDORES.....	43

6.9.1. Liquidez da Bolsa de Valores de Moçambique e Seu Impacto na Valorização da Empresa .....	49
6.9.2. Aplicação do Q de Tobin na Avaliação da CDM.....	51
CONCLUSÕES .....	54
RECOMENDAÇÕES.....	57
BIBLIOGRAFIA .....	67

### **Lista de Gráficos**

Gráfico 1. Implicações das Teorias Sobre a Política de Dividendos na Valorização da Empresa.....	29
Gráfico 2. Evolução do Preço Médio Por Acção Versus Dividendo por Acção da CDM.....	42
Gráfico 3. Evolução do Valor Acrescentado Económico para os Accionistas (2002-2007).....	46
Gráfico 4. Evolução dos Dividendos e Ganhos por Acção da CDM (2002-2007).....	47
Gráfico 5. Evolução do <i>Price Earning Ratio</i> e <i>Price Book Value</i> (2003-2007).....	48
Gráfico 6. Evolução e Análise Comparativa Entre a Capitalização Bolsista e o Valor Contabilístico das acções (2002-2007).....	49
Gráfico 7. Evolução do Volume de Transacções de Acções ao Longo do Período (2001-2006).....	50

### **Lista de Tabelas**

Tabela 1 Estrutura Accionista da CDM.....	36
Tabela 2 Cálculo de Indicadores de Liquidez e Multiplicador do Capital Próprio.....	38
Tabela 3 Testes Estatísticos.....	41
Tabela 4 Cálculo de Indicadores de Avaliação da Empresa pelo Mercado Accionista.....	43
Tabela 5 Cálculo do Valor Acrescentado Económico.....	45
Tabela 6 Transacções de Acções da CDM (12/ 2001- 05 / 2006).....	49
Tabela 7 Cálculo do Quociente Q de Tobin.....	52
Tabela 8 Detalhe das Transacções de Acções da CDM (12/01 – 08/06).....	59

## **Lista de Apêndices**

Apêndice 1	Transacções de Acções da CDM (12/01 – 08/06)	59
Apêndice 2	Balanços da CDM, a 31/03 de 2002/07	61
Apêndice 3	Demonstração de Resultados da CDM, a 31/03 de 2002/07	62
Apêndice 4	Mapas de Fluxos de Caixa dos Exercícios de 2002/07	63
Apêndice 5	Quadro de Indicadores Económico-Financeiros e de Mercado	64



## AGRADECIMENTOS

Pelo sucesso do trabalho, endereço os meus agradecimentos a todos aqueles que directa ou indirectamente contribuíram para a realização do presente estudo, em especial para o meu supervisor Dr. Jeremias Cardoso Da Costa, aos funcionários da BVM, especialmente, Dr. Bruno Tembe, aos da empresa Cervejas de Moçambique, especialmente a Sr. Rosila, pela prontidão na colaboração e fornecimento de informação indispensável para o alcance dos objectivos ora traçados e ao Eng. Adriano Jonas, pelo apoio material e financeiro.

## SUMÁRIO

Uma análise em torno das implicações das decisões sobre a política de dividendos no valor da empresa, e um estudo sobre a fixação óptima do volume de dividendos por acção é feita ao longo da presente dissertação, assim como, a avaliação da adequação das diversas teorias em relação ao caso moçambicano (Bolsa de Valores de Moçambique). A investigação deste tema exigiu a realização de consultas bibliográficas sobre as grandes questões em torno da política de dividendos, realização de entrevistas junto a alguns funcionários da BVM e da CDM, aplicação de testes estatísticos e uma análise de regressão entre a variação dos dividendos por acção e o respectivo preço por acção constituindo a principal metodologia adoptada durante a elaboração do trabalho. Ao longo da dissertação, duas correntes principais defensoras da relevância e da irrelevância da política de dividendos são apresentadas, começando pelos argumentos sobre a irrelevância da política de dividendos de M&M segundo os quais num mundo livre de impostos, custos de transacção e assimetria de informação, a política de dividendos é irrelevante. Gitman (2004:482) refere que o principal argumento favorável a teoria da relevância da política de dividendos é atribuído a Myron J. Gordon e John Lintner que afirmam haver uma relação directa entre a política de dividendos e o valor de mercado de uma empresa. Estes sustentam que os investidores consideram os dividendos correntes menos arriscados que os dividendos futuros ou ganhos de capital (Teoria do Pássaro na Mão). Pelo trabalho efectuado conclui-se que quase todas reduções no montante de dividendos por acção são acompanhadas de uma redução no preço das acções, havendo, no geral, uma subida no preço de acções com a elevação do índice de *pay out*, facto que sugere que a política de dividendos adoptada pela empresa é relevante para a atracção do accionista e na maximização do preço de acções. A análise de correlação e regressão evidencia uma forte correlação entre a variação dos preços por acção e a variação dos dividendos por acção, tendo o coeficiente de correlação atingido 0,81, revelando uma correlação forte entre as variáveis. Por outro lado, pelo teste de Fisher, o  $p = 0,001$  denota uma fraca probabilidade da variância do preço de acções ser diferente da dos dividendos por acção. Posto isto, uma política de dividendos que combine a maximização do preço de acções e a priorização do crescimento é recomendável para a garantia da continuidade das operações e a maximização da riqueza do accionista.

Palavras-chave: Política de Dividendos, Relevância, Valor

## LISTA DE ABREVIATURAS

BVM	Bolsa de Valores de Moçambique
CDM	Cervejas de Moçambique
M&M	Modigliani e Miller
EVA	Valor Económico Acrescentado
MT	Meticais
UEM	Universidade Eduardo Mondlane

# CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO, CONCEITUALIZAÇÃO E ANÁLISE DOS FACTORES QUE AFECTAM O PREÇO DE ACCÇÕES

## INTRODUÇÃO

As decisões financeiras, em qualquer organização, revestem-se de fulcral importância, na medida em que o funcionamento das diversas áreas operacionais, assim como a selecção de projectos de investimento para o incremento da capacidade de produção da empresa requerem, constantemente, uma actuação cuidadosa dos responsáveis financeiros com vista a garantir que cada aplicação de fundos tenha a respectiva cobertura orçamental e contribua, efectivamente, para a maximização do valor da empresa.

A política de dividendos engloba várias decisões financeiras relativas à aplicação de resultados gerados pelas empresas em determinados exercícios económicos e uma análise meticulosa da capacidade de auto financiamento das mesmas, entre vários aspectos. Um dos princípios contabilísticos orientador das empresas é o princípio de continuidade das operações. Ora, se uma organização desejar a sua plena continuidade no desenvolvimento das suas actividades e o alcance das suas metas como: elevar a participação no mercado, o nível de rentabilidade, valorização dos seus activos, etc. deverá pautar por uma política financeira consistente com aquele objectivo. Ao longo da presente dissertação avaliar-se-á o efeito das decisões a respeito dos dividendos no crescimento e valor da empresa.

A política de dividendos adoptada pela empresa depende, como teremos a oportunidade de analisar nos próximos capítulos, de vários factores dos quais consta o objectivo empresarial. Como é sabido, a firma tradicional visava unicamente a maximização do lucro a curto prazo, facto que a ser posto em prática pode minar a sobrevivência da empresa a longo prazo, traduzindo-se na fraca capacidade de aproveitamento de futuras oportunidades de investimento, com reflexos no baixo potencial de crescimento da empresa. As firmas guiadas por aquele princípio alocavam grandes somas de lucros sob a forma de dividendos. Contudo, Neto (2003:35) defende que no âmbito da administração financeira, o lucro não traduz a real capacidade de pagamento da empresa pois, este é apurado pelo critério de competência e não nos fluxos de

caixa, não leva em consideração o risco associado a actividade empresarial e a forma como os resultados são distribuídos no tempo. Constatase, desta forma, que o objectivo da maximização do lucro a curto prazo não é consistente com o princípio da continuidade das operações. O mesmo acontece com uma fixação de dividendos que não leve em conta as metas de crescimento de vendas, aumento da quota de mercado, endividamento, liquidez, e outros que contribuem para o alcance do objectivo de maximização da riqueza dos accionistas a longo prazo. Assim, os critérios de avaliação do impacto da política de dividendos no valor da empresa adoptados na presente dissertação tomam em consideração o risco associado aos fluxos de caixa esperados pelos investidores, a capacidade de pagamento da empresa, as oportunidades de investimento disponíveis aos investidores e outros factores aliados a política de dividendos.

Ao longo do trabalho, são apresentadas duas correntes de pensamento em relação ao impacto da política de dividendos no valor da empresa, distinguindo-se as teorias que advogam a irrelevância dos dividendos e outras que defendem a relevância dos mesmos no valor da empresa. Os argumentos contra e a favor da relevância da política de dividendos são discutidos nos próximos capítulos e apresentar-se-ão as suas implicações na avaliação da empresa.

### **1.1.1. Estrutura do Trabalho**

A presente dissertação encontra-se dividida em sete capítulos, os quais encontram-se subdivididos em secções e subsecções, como segue:

- ✓ O capítulo I engloba a introdução, descrição da metodologia, objectivos, problema de pesquisa e a apresentação dos justificativos para a escolha do tema em análise tendo em conta a relevância do mesmo, levantamento de hipóteses e abordagem teórica, a qual compreende a definição dos principais conceitos como a política de dividendos, valor da empresa, e a análise dos factores que afectam o preço de acções;
- ✓ O capítulo II compreende a análise de factores de que depende a política de dividendos seguida da caracterização e discussão sobre as principais políticas de dividendos;
- ✓ Após a análise dos principais factores de que depende a política de dividendos e a caracterização e discussão sobre políticas de dividendos segue o capítulo III, o qual, descreve

as teorias acerca da relevância e irrelevância da política de dividendos e a análise do valor da empresa no contexto da perfeição e nível de eficiência do mercado de capitais;

- ✓ O capítulo IV comporta a análise das implicações das teorias sobre a política de dividendos no valor da empresa e uma referência aos principais modelos financeiros desenvolvidos em relação à política de dividendos, tendo em consideração as teorias e pressupostos a eles inerentes;
- ✓ O capítulo V abarca as características do mercado secundário de títulos moçambicano (BVM), descrevendo o contexto da sua criação, objectivos, condições de admissão ao mercado de acções e informações, de carácter geral, a prestar por sociedades com acções cotadas;
- ✓ Com vista a análise da adequação das diversas teorias a respeito da política de dividendos ao caso moçambicano, foi realizado um estudo de caso sobre o mercado de acções e a bolsa de valores de Moçambique cuja metodologia exigiu a análise de regressão das duas variáveis em análise (dividendos e preço de acções) e a avaliação de certos indicadores económico-financeiros assim como a análise de rácios do mercado de acções e comparação entre a capitalização bolsista e situação patrimonial contabilística. Esta descrição está patente ao longo do capítulo VI. Após este capítulo são apresentadas as conclusões e recomendações sobre o trabalho.

### **1.1.2. Problema de Pesquisa**

Segundo Cornelli (1999:82), historicamente os dividendos foram o tipo predominante de remuneração aos accionistas, as recompras de acções eram relativamente pouco importantes até meados da década 80. Acresce que as decisões sobre a política de dividendos são deveras cruciais para a empresa, no entanto, a política de dividendos continua sendo uma questão polémica.

Por outro lado, no contexto da firma moderna em que o objectivo central consiste na maximização do valor da empresa (entenda-se por valor da empresa o valor real de mercado das respectivas acções, vide definição do valor da empresa na página 6), acredita-se que a política de dividendos exerça alguma influência no preço das acções e, dada a divergência de opiniões entre

os diversos autores a respeito do impacto que a política de dividendos pode exercer sobre o preço de acções e pela importância que as decisões sobre dividendos têm no destino da organização do ponto de vista do aproveitamento de oportunidades de investimento disponíveis para a empresa, surge o seguinte problema de pesquisa: Até que ponto a política de dividendos afecta o valor da empresa?

### **1.1.3. Objectivos**

#### **1.1.3.1. Objectivo Geral**

- Ao dissertar sobre o presente tema a respeito do «*Impacto da Política de Dividendos no valor da Empresa*» pretende-se avaliar a relação entre a adopção de uma determinada política de dividendos com o comportamento do preço de acções empresariais no mercado de valores mobiliários face a teoria de irrelevância dos dividendos proposta por Modigliani e Miller.

#### **1.1.3.2. Objectivos Específicos**

- Avaliar a correlação existente entre a distribuição de dividendos e a evolução do preço das acções na bolsa de valores;
- Identificar as diferentes políticas de dividendos adoptadas pelas empresas e avaliar o efeito das mesmas para os potenciais investidores e para os accionistas;
- Apresentar um modelo matemático e financeiro explicativo da flutuação do valor da empresa expresso em termos da variação do preço das acções;
- Estudar a preferência dos investidores pelas políticas de dividendos e avaliar as condições nas quais as mesmas podem ser consideradas óptimas;
- Analisar o funcionamento do mercado de acções da BVM.

#### 1.1.4. Hipóteses

- ✓  $H_0$  Um aumento do índice de pagamento de dividendos (*pay out*), mantendo outras variáveis constantes, leva a um aumento do preço das acções;
- ✓  $H_1$  A adopção de qualquer política de dividendos não tem nenhum efeito no valor da empresa, dada a posição de Modigliani & Miller.

#### 1.1.5. Metodologia

Com vista o alcance dos objectivos acima propostos e a consideração da natureza do presente estudo, a elaboração desta dissertação obedeceu a uma análise exaustiva de diferentes pesquisas já efectuadas no âmbito do tema em destaque e compreendeu a confrontação das diferentes teorias formuladas pelos diversos autores referenciados ao longo da abordagem teórica, no uso do método de pesquisa indirecto consistindo da análise de produções bibliográficas e certos documentos financeiros considerados relevantes para o presente estudo. Após a abordagem teórica do impacto da política de dividendos no valor da empresa, procedeu-se a realização de um estudo de caso, tendo consistido da selecção aleatória de uma empresa do universo das empresas cotadas no mercado de acções da bolsa de valores de Moçambique (BVM) com o propósito de identificar a política de dividendos adoptada por estas e avaliar o impacto resultante no comportamento do preço das respectivas acções. Deste modo, foi escolhida a empresa Cervejas de Moçambique, SARL sendo a única firma registada neste mercado desde os primeiros anos do início das actividades do mercado de acções da BVM em 2001.

#### 1.1.6. Justificativa da Escolha do Tema

A resolução dos principais problemas económicos (como produzir? quando produzir? para quem produzir? onde produzir? e o que produzir?) envolve, sem dúvida, importantes decisões financeiras, a primeira questão refere a combinação óptima de factores produtivos (ex: capital, trabalho, terra, etc.) com vista a obtenção de maiores índices de produção. O capital financeiro é tido como um dos mais importantes recursos empresariais, pois a aquisição daqueles meios e a efectivação das operações organizacionais traduzem-se, quase sempre, em fluxos financeiros e, por outro lado, a preocupação cada vez maior com a questão da eficiência e eficácia organizacional exige uma actuação ponderada dos gestores financeiros não somente ao longo do



processo produtivo como também no final deste. Tendo a empresa obtido o resultado desejado (lucro) sobra, ainda, a questão: quanto a empresa deverá repartir pelos titulares do capital social sem por em causa a continuidade da empresa? Qual a racionalidade na fixação dos dividendos? Estas questões, pela sua relevância, motivaram a escolha do presente tema.

## **1.2. DEFINIÇÃO DE CONCEITOS**

### **1.2.1. Política de Dividendos**

Brealey & Myers (2002: 471) definem a política de dividendos como uma escolha consistente entre a retenção de lucros, pagamento de dividendos em dinheiro e a emissão ou recompra de acções ordinárias. Gitman (2004: 478) afirma que a política de dividendos de uma empresa constitui um plano de acção a ser seguido quando necessário e esta determina o montante e se devem ou não ser pagos os dividendos, tendo em conta os diversos factores que possam influenciar a tomada de decisões pelos accionistas como o desempenho económico e financeiro da empresa no período, assim como as perspectivas de crescimento futuras.

Neto (2003: 427) sustenta que a definição de uma política de dividendos envolve essencialmente a aplicação do lucro líquido de certa empresa, consistindo na retenção ou distribuição do mesmo. A retenção do lucro poderá visar o reinvestimento dos fundos nas actividades organizacionais e a distribuição deste, como remuneração imediata aos accionistas. Acresce que a opção entre acumular ou distribuir parte ou totalidade do lucro líquido pode ser considerada uma decisão de financiamento empresarial sob a forma de capital próprio. Segundo o mesmo autor, uma forma de avaliar a eficácia de uma política de dividendos parte da análise da evolução da cotação das respectivas acções no mercado bolsista, de modo que uma queda no preço de acções poderá chamar atenção a uma revisão da política seguida pelos administradores da empresa com vista a restabelecer o valor de equilíbrio das acções.

### **1.2.2. Valor da Empresa**

Antes de abordar-se a questão do impacto da política de dividendos no valor da empresa, importa esclarecer alguns conceitos, como é o caso do «valor da empresa». Pois, dependendo do ângulo de análise, este poderá suscitar várias interpretações. Segundo Neto (2003:36) o valor de uma empresa depende do seu desempenho esperado no futuro, da capacidade desta em gerar riqueza e

não do custo dos seus activos conforme expresso pelas demonstrações financeiras elaboradas com base no princípio do custo histórico. Posto isto, o autor defende que a avaliação financeira de uma empresa deverá estar virada para o seu valor intrínseco, estreitamente ligado aos benefícios económicos e financeiros esperados de caixa, o risco a ela associado, e a taxa de retorno exigida pelos investidores. Assim, o autor mostra que o valor de mercado da empresa é o critério de avaliação mais aconselhável quando se pretende tomar decisões financeiras. Contudo, acresce que este critério apresenta certas limitações pelo facto de que dependendo do nível de concentração das acções nas mãos de investidores, o controle das acções poderá estar assente num grupo minoritário de accionistas, dificultando a determinação do valor da empresa pelo valor total das acções.

Tavares (2002:26) defende que o valor da empresa está associado a sua capacidade de auto financiamento, estando o preço das acções directamente associado ao fluxo esperado de *cash flows*, resultados e dividendos que esta pode proporcionar. Acresce que o conceito de crescimento do auto financiamento mostra em que medida os dividendos implícitos nos preços das acções são compatíveis com as políticas e os objectivos financeiros das empresas.

Shiller *apud* Soares (1997:84) afirma que o valor de uma empresa é definido em função do valor actual dos dividendos esperados e de vezes o valor monetário correspondente à procura global de títulos dessa empresa por parte dos «*ordinary investors*», sendo a taxa de actualização obtida com o somatório de duas grandezas (vide capítulo referente a modelação). Shiller observou que o mercado é constituído por dois tipos de investidores: investidores profissionais e inteligentes «*smart money investors*» cuja reacção à informação tornada pública é rápida e racional e, por outro lado, investidores cuja reacção à informação não é rápida «*ordinary investors*». Estes são influenciados pela moda de comportamento no mercado. Assim, Shillier apresenta dois modelos de avaliação de empresas, tendo em conta o comportamento dos investidores, conforme serão ilustrados no respectivo capítulo adiante.

### **1.3. FACTORES QUE AFECTAM O PREÇO DE ACCÇÕES**

O preço de acções está sujeito a oscilações relacionadas com vários factores de natureza económica, financeira, política, e outras variáveis micro e macro ambientais. Tavares (2002: 24) destaca os seguintes grupos de factores que podem afectar a evolução do preço de acções no mercado, nomeadamente:

#### **1.3.1. Factores Macroeconómicos**

Os factores macroeconómicos são exógenos à empresa, isto é, a empresa não tem a capacidade de alterar ou manipular-los a seu favor, dada a sua abrangência. Tavares recomenda a adopção de uma estrutura económica flexível que possa minimizar os efeitos nefastos que podem ser originados pelos diversos choques macroeconómicos. Aos investidores é recomendada a disposição de fontes privilegiadas de informação sobre os potenciais choques. Por exemplo, a alta do preço do petróleo tem efeitos muito negativos para empresas fortemente dependentes deste insumo. Pois, a rentabilidade da empresa poderá baixar e por conseguinte afectar a cotação do preço de acções;

#### **1.3.2. Factores de Natureza Económico Financeira**

- A solidez financeira da empresa;
- A rentabilidade da empresa;
- A sua posição no mercado financeiro e poder negocial;
- A política de dividendos que pratica.

#### **1.3.3. Sector de Actividade**

O sector de actividade em que a empresa opera pode afectar a cotação das acções, dependendo do nível de restrições que são impostas a cada sector. Empresas que actuam no sector de tabaco podem ser afectadas pelas campanhas de *demarketing* cujo objectivo é reduzir o consumo deste produto, com impacto na diminuição do volume de comercialização da empresa. Acresce que a regulamentação anti tabaco pode influenciar, de igual maneira, a variação do preço de acções de empresas que operam neste sector.

#### **1.3.4. Factores de Natureza Previsional (Expectativas)**

- Perspectivas de evolução macroeconómica geral dos países ou regiões nos quais se enquadram os negócios da empresa;
- Perspectivas de evolução dos mercados a que se destinam os produtos da empresa;
- Perspectivas de evolução dos mercados de capitais em geral e da bolsa em particular.

#### **1.3.5. Factores de Natureza Comercial e de Gestão Geral**

- A qualidade dos seus produtos e sua posição no mercado;
- Organização empresarial e qualidade de gestão;
- Experiência acumulada nos negócios que a empresa desenvolve;
- Dinamismo e capacidade de crescimento demonstrados.

#### **1.3.6. A Capacidade Administrativa dos Gestores da Empresa**

A política de dividendos da empresa enquadra-se neste grande factor, pois resulta das decisões dos administradores da empresa e dependendo da eficácia da mesma, o impacto desta no preço de acções da empresa pode diferir entre empresas do mesmo ramo ou diferentes sectores de actividade. Os gestores das empresas, através do seu *know-how* podem conferir à empresa uma vantagem comparativa e competitiva.

Para Martins *apud* Tavares (2002;24) o preço de uma acção não é mais do que o valor actual dos rendimentos futuros esperados com a sua posse. Estando o preço que o investidor se dispõe a pagar pela acção dependente das expectativas de rendibilidade e da taxa de juro a utilizar no processo de desconto dos *cashflows* esperados. Neste contexto, a política de dividendos adoptada pela empresa afecta as expectativas dos investidores em relação ao fluxo dos dividendos esperados e os ganhos de capital que podem provir da detenção e venda das acções da empresa.

## **CAPÍTULO II – PRINCIPAIS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS E SEUS DETERMINANTES**

### **2.1. FACTORES DE QUE DEPENDE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Uma política de dividendos óptima é aquela que permite a sobrevivência da empresa e a maximização da riqueza dos accionistas a longo prazo. Gitman (2004:483) identifica 6 factores que podem afectar a política de dividendos de uma determinada empresa, nomeadamente: restrições legais, restrições internas, restrições contratuais, perspectivas de crescimento, considerações relativas aos proprietários e considerações relativas ao mercado. Por outro lado, Neto (2003:430) identifica 4 factores que podem afectar a política de dividendos: alternativas de investimento, liquidez, acesso a fontes externas de financiamento e a inflação.

#### **2.1.1. Restrições Legais**

As restrições legais verificam-se a nível do capital legal cuja extensão varia, podendo incluir não só o valor nominal das acções ordinárias, como também os prémios obtidos da venda das acções. Essas limitações são estabelecidas com vista a defesa dos direitos dos credores e a garantia da solvabilidade da empresa. Alguns países determinam por via legal, a obrigatoriedade do pagamento de dividendos mínimos para os detentores de acções ordinárias;

#### **2.1.2. Restrições Contratuais**

As restrições contratuais são estabelecidas no âmbito dos acordos que a empresa efectua junto aos credores. Num acordo de concessão de empréstimo é, geralmente, restringido o pagamento de dividendos em dinheiro dentro de certo intervalo de lucros ou alternativamente fixa-se o montante de dividendos a serem pagos durante algum período. Gitman (2004:83) defende que as restrições aos dividendos ajudam a proteger os credores contra perdas decorrentes da insolvência da empresa;

### **2.1.3. Restrições Internas**

O volume de activos líquidos disponíveis para efectuar o pagamento de despesas correntes, avaliado pelos rácios de liquidez geral, seca e imediata, é exemplo de restrição interna a considerar na tomada de decisões sobre o pagamento ou não de dividendos, embora a empresa possa obter empréstimos para distribuir dividendos, o autor afirma que os credores são relutantes em conceder tais empréstimos;

### **2.1.4. Perspectivas de Crescimento**

A expectativa de crescimento empresarial face as diversas oportunidades que o mercado pode oferecer afecta as necessidades financeiras da empresa, constituindo tarefa dos gestores, a avaliação do risco e da rentabilidade que os mesmos oferecem. Aliado a esse factor está a disponibilidade das fontes de financiamento externas da empresa e quanto maior forem as alternativas de financiamento externas à empresa, maior será a propensão desta em efectuar o pagamento de dividendos. Pois, as empresas em rápido crescimento poderão não dispor de fundos suficientes para financiar os seus investimentos, havendo necessidade de reter cada vez maiores porções de lucros;

Neto (2003:430) refere que quando as alternativas de aplicações de recursos em activos forem suficientemente rentáveis, a retenção de lucros para reinvestimento pode ser justificada, isto é, quando as oportunidades de investimento nos negócios da empresa forem económica e financeiramente mais atractivas do que as disponíveis alternativamente aos accionistas é mais viável a retenção de lucros. Caso a rentabilidade das oportunidades disponíveis à empresa for inferior àquela disponível aos accionistas, a retenção de lucros torna-se ociosa na óptica dos accionistas, sendo preferível a sua distribuição.

### **2.1.5. Posição dos Proprietários**

Contrariamente as suposições de Miller e Modigliani (M&M) sobre a eficiência dos mercados, as quais postulam que sobre condições de eficiência e perfeição do mercado, não vigorando os impostos, com ausência completa de custos de transacção de títulos, a política de dividendos não é relevante, a realidade prova a existência dessas imperfeições e ineficiência. Gitman (2004:484)

defende que a empresa deve fixar uma política que exerça um efeito positivo sobre a riqueza da maioria dos seus proprietários. Devido a referida imperfeição do mercado, Gitman refere que o *status* fiscal dos proprietários (a faixa de impostos a que são tributados os seus rendimentos) afecta a preferência pela retenção ou distribuição do lucro. Pois, se houver elevada percentagem de accionistas poderosos cuja alíquota de impostos seja elevada, a decisão de pagar baixos dividendos para o diferimento dos impostos, com a realização de ganhos de capital que provavelmente venham ser tributados a taxas inferiores, poderá resultar racional.

Gitman (2004:484) tal como Neto (2003:430) consideram que se as oportunidades de investimento disponíveis aos proprietários proporcionarem maior retorno do que as oportunidades disponíveis à empresa com o mesmo nível de risco. Uma elevada aplicação de lucros sob a forma de dividendos poderá, assim, ser justificada.

#### **2.1.6. Situação do Mercado**

A situação do mercado diz respeito a forma como os investidores, no geral, reagem as medidas adoptadas pelas empresas e a sua preferência em relação as políticas de dividendos. Brealey et al. (2002:481) e Gitman (2004:485) referem que os dividendos têm um conteúdo informacional, na medida em que estes funcionam como indicadores da saúde económica e financeira da empresa e do futuro desempenho da empresa. Assim, uma política de dividendos estável e contínua transmite um sinal positivo aos investidores sobre a saúde financeira e económica da empresa. O não pagamento de dividendos é interpretado como um sinal negativo, gerando incerteza em torno do futuro da empresa, facto que se reflecte na queda do preço das acções. Os autores afirmam que o pagamento de dividendos numa altura em que a empresa incorre em prejuízos faz com que estes sejam interpretados como temporários, não tendo elevado efeito na queda do preço da acção.

### **2.1.7. Inflação**

Finalmente, Neto (2003: 431) sustenta que uma vez o lucro reportado pelas demonstrações financeiras é expresso pelo seu valor nominal e dado que no processo de cálculo dos dividendos não se tem levado em consideração a corrosão do poder de compra causada pela inflação, a retenção do lucro poderá evitar a descapitalização da empresa em situações em que o lucro a ser distribuído aos accionistas é superior ao seu valor real. Assim, conforme irá se analisar ao longo dos próximos capítulos, certos modelos de previsão foram desenvolvidos com vista a incorporar a questão da inflação nas decisões de dividendos.

## **2.2. PRINCIPAIS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS**

Neto (2003:426) refere que a maior complexidade na definição de uma adequada política de dividendos ocorre principalmente no momento da abertura da empresa como consequência do seu crescimento. Pois, deve-se buscar um consenso mais abrangente em torno das diversas expectativas dos agentes económicos intervenientes no mercado. As políticas de dividendos podem ser classificadas em políticas de estabilização e políticas residuais.

Segundo Gitman (2004:486) existem 3 tipos de políticas de dividendos frequentemente adoptadas pelas empresas: Políticas de dividendos com taxas de distribuição constante, políticas de dividendos regulares e a política de dividendos regulares baixos e dividendos extraordinários. Obviamente que estas últimas se enquadram na acima referida política de estabilização. Pois, a sua adopção visa criar uma certa base de confiança dos investidores em relação a empresa e reduzir incertezas quanto ao desempenho futuro da empresa.

### **2.2.1. Políticas de Estabilização**

Conforme referido, as políticas de estabilização tem como objectivo elevar a confiança dos investidores face ao desempenho da empresa e dado o conteúdo informacional dos dividendos, a adopção das seguintes políticas de estabilização gera diferentes interpretações pelos investidores:



### **2.2.2. Política de Dividendos com Taxa de Distribuição Constante**

A política de dividendos com taxa de distribuição constante consiste na fixação de uma percentagem invariável do lucro a ser distribuído em cada exercício económico, calculada com base no rácio dividendo por acção / lucro por acção. Gitman (2004:486) acresce que a principal desvantagem desta política para os accionistas resulta da vulnerabilidade dos dividendos a variações do nível de lucros. E dado que os dividendos funcionam como sinais aos potenciais investidores, a queda acentuada dos lucros pode induzir a redução do nível de dividendos, emitindo, deste modo, um mau sinal ao mercado, com impacto na queda do preço de acções.

### **2.2.3. Políticas de Dividendos Regulares**

Uma política de dividendos regulares consiste no pagamento de um dividendo por acção fixo em cada período. A empresa distribui certa parcela do lucro, não deixando os dividendos flutuarem. Os proprietários interpretam esta política como minimizadora de incertezas. A eventual oscilação dos dividendos deverá girar em torno de uma taxa ideal pré fixada. (idem)

### **2.2.4. Políticas de Dividendos Regulares Baixos e Dividendos Extraordinários**

Certas empresas tem preferência pelo pagamento normal de dividendos regulares baixos, complementado, nos períodos em a empresa observa lucros acentuados, por dividendos extraordinários. A adopção desta política, visa não criar falsas expectativas aos investidores, ao estabelecer um dividendo regular baixo a empresa proporciona aos accionistas o rendimento estável necessário para gerar confiança e o dividendo extraordinário permite-lhes partilhar os lucros de um período excepcionalmente bom. Acresce que as empresas que adoptam esta política precisam elevar o nível do dividendo regular, sempre que se registre e comprove um aumento do nível de lucros. (ibidem)

### **2.2.5. Políticas de Dividendos Residuais**

A teoria de dividendos residuais é uma escola de pensamento que considera os dividendos como resíduos. Pois, estes só deverão ser pagos após a selecção e cobertura das oportunidades de investimento disponíveis a empresa, tendo em conta a estrutura de capital desta e o custo das fontes de financiamento. (Gitman; 2004:480)

Para a aplicação desta política, 3 etapas deverão ser seguidas, nomeadamente: a determinação do nível óptimo dos gastos de capital, pela intersecção da escala de oportunidades de investimento com a escala do custo marginal ponderado de capital. Tendo estabelecido a estrutura óptima de capital, procede-se a estimação do volume total de capital próprio necessário para financiar os gastos previamente determinados. Finalmente, dado que o custo dos lucros retidos é inferior ao custo da emissão de novas acções ordinárias, o financiamento das necessidades de capital próprio, calculadas na etapa anterior, deverá, preferencialmente ser feita via lucros retidos. Assim, caso os lucros retidos não sejam suficientes para a cobertura das necessidades de capital próprio, deverão ser vendidas novas acções ordinárias. Portanto, pela lógica desta política se o montante de lucros retidos for superior do que as necessidades de capital próprio, o excedente de lucros deverá ser distribuído sob a forma de dividendos.

Deste modo, pela política de dividendos residuais, desde que as necessidades de capital próprio para o financiamento dos investimentos superem o montante de lucros retidos, o pagamento de dividendos não poderá ter lugar. A ideia subjacente é que é essencial garantir a liquidez suficiente para manter a competitividade da empresa. Esta visão revela que a política de dividendos adoptada pela empresa não tem impacto no retorno exigido pelos investidores.

## **CAPÍTULO III – TEORIAS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS VERSUS EFICIÊNCIA DOS MERCADOS DE CAPITAL**

### **3.1. TEORIAS SOBRE A RELEVÂNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

Duas correntes são destacadas em torno da relevância e irrelevância da política de dividendos quanto ao seu impacto no valor da empresa. A corrente defensora da irrelevância da política de dividendos é atribuível a Modigliani e Miller e seus seguidores. Estes partem de alguns pressupostos cuja verificação torna a política de dividendos irrelevante.

Menezes (1999:377) reconhece a natureza controversa da questão sobre até que ponto a distribuição de dividendos afecta o valor da empresa. Contudo, o autor defende que a ocorrência temporal da política de distribuição de lucros anuais constitui um aspecto importante. Pois, contribui para a consolidação da imagem e do valor de mercado da empresa e lhe facilita o acesso aos mercados de capital.

#### **3.1.1. Teorias Defensoras da Irrelevância da Política de Dividendos**

Alguns autores como Modigliani e Miller (M&M) afirmam que o valor da empresa é determinado apenas pela capacidade desta em gerar resultados e pelo risco de seus investimentos e a forma como os resultados são repartidos entre dividendos e lucros retidos não tem qualquer impacto no valor da empresa (Gitman; 2004: 481). A teoria residual, referida anteriormente, sustenta a irrelevância da política de dividendos, na medida em que, sugere que os dividendos consistem em um resíduo de lucros e não em uma variável de decisão activa que possa afectar o valor da empresa. M&M advogam que num mundo perfeito, no qual não existem impostos, custos de transacção e nenhuma outra imperfeição do mercado, o valor da empresa não dependerá da distribuição de dividendos.

M&M confrontados com o facto de que grandes variações no volume de dividendos contribuir para a elevação do preço das acções e reduções de dividendos resultarem em queda do preço das acções, argumentam que tais efeitos sejam atribuíveis aos dividendos em si e que não seja a preferência dos accionistas por dividendos correntes em detrimento de futuros ganhos de capital

(Neto; 2003: 429). M&M defendem que as empresas atraem investidores cuja preferência pelo pagamento e pela estabilidade dos dividendos corresponde aos padrões de pagamento e estabilidade da própria empresa, de maneira que os investidores que desejam dividendos estáveis, como fonte de rendimento, aplicam seus recursos nas acções de empresas que remuneram aproximadamente o mesmo dividendo periodicamente. Os que preferem ganhos de capital são atraídos por empresas em crescimento que reaplicam parte considerável de seus lucros, dando prioridade ao crescimento em detrimento do pagamento de dividendos estáveis. E uma vez estes obtêm o que efectivamente desejam, o valor da empresa não poderá ser afectado pela política de dividendos adoptada pela empresa. M&M designaram este fenómeno de efeito clientela.

Segundo Gitman (2004:482) os defensores da irrelevância da política de dividendos concluem que como estes não são importantes para o valor da empresa, não é necessário ter-se uma política de dividendos.

### **3.1.2. Teorias Defensoras da Relevância da Política de Dividendos**

Autores que advogam a relevância da política de dividendos partem da constatação da não observância dos pressupostos apresentados por M&M em torno da irrelevância da política de dividendos.

Neto (2002:429) apresenta quatro principais argumentos favoráveis à relevância da política de dividendos para a determinação do valor da empresa:

- Uma vez que a retenção de lucros baseia-se na expectativa de maiores e compensadores dividendos no futuro e a escolha da distribuição de dividendos envolve a certeza de seu recebimento no presente, os accionistas são normalmente conduzidos a atribuir diferentes graus de risco a essas decisões, com impacto no valor de mercado das acções. E como forma de reduzir ou eliminar esse risco, os accionistas podem preferir dividendos correntes a ganhos de capital;
- Uma política de dividendos estável pode elevar os índices de confiança dos investidores quanto ao futuro da empresa, reduzindo riscos e incertezas, pois os dividendos transmitem informação sobre o desempenho esperado da empresa e elevam as expectativas dos investidores;

- A confirmar a imperfeição do mercado, a presença de custos de corretagem nas negociações que envolvam acções no mercado de capitais, duas consequências à política de dividendos poderão resultar: tornar inviável a realização integral do lote de acções sempre que o accionista precisar de certo financiamento. Podendo, neste caso, preferir a recepção de algum dividendo monetário. Por outro lado, como resultado da presença dessas imperfeições do mercado (impostos, custos de corretagem), o financiamento via lucros retidos é menos oneroso que a emissão de novas acções. Assim, uma distribuição de dividendos imprudente, isto é, acima de determinados limites, poderá penalizar a empresa;

- Aliada a imperfeição do mercado, a legislação que em certos casos dá um tratamento diferenciado aos dividendos e aos ganhos de capital, relativamente a matéria da tributação pode tornar os dividendos correntes preferíveis aos ganhos de capital, vice-versa.

Brealey et al. (2002:474) constataram que a maioria dos accionistas acredita que as conclusões de M&M estejam correctas em função dos pressupostos por eles apresentados em relação a perfeição e eficiência dos mercados de capital. Contudo, o modelo por eles desenhado está longe de corresponder a descrição do mundo real e acresce que o impacto da política de dividendos acaba sendo os argumentos sobre imperfeições e ineficiência. Nos capítulos seguintes analisaremos com detalhe esta questão. O autor refere que os que acreditam que os dividendos sejam bons defendem que alguns investidores têm preferência por acções que pagam dividendos elevados e contam com sua carteira de acções como fonte de caixa que lhes possa conferir estabilidade financeira ao longo da sua vida.

O caixa necessário poderá ser gerado não só com a recepção de dividendos, como também com a venda de acções. Na presença de custos de corretagem, pode ser mais viável a recepção de dividendos em detrimento da venda das acções que acarretam custos de transacção. Contudo, não é linear que um aumento do volume de dividendos possa aumentar o valor da empresa, pelo efeito clientela referido. Por outro lado, os dividendos podem diminuir o valor da empresa nas situações em que a tributação de dividendos ou ganhos de capital é feita de forma pesada, de tal modo que para acções que oferecem o mesmo rendimento antes de impostos, uma das acções poderá ser preferível, dependendo do rendimento total líquido de impostos. Assim, a mudança de política de dividendos, neste contexto, poderá gerar um impacto no preço das acções.

Gitman (2004:482) refere que o principal argumento favorável a teoria da relevância da política de dividendos é atribuído a Myron J. Gordon e John Lintner que afirmam haver uma relação directa entre a política de dividendos e o valor de mercado de uma empresa, tendo apresentado o argumento do «pássaro na mão» o qual sustenta que os investidores consideram os dividendos correntes menos arriscados que os dividendos ou ganhos de capital futuros. «um pássaro na mão vale mais do que dois voando». Para Gordon e Lintner, o pagamento de dividendos correntes reduz a incerteza dos investidores, contribuindo para a redução da taxa de desconto dos fluxos de caixa esperados e para o aumento do preço da acção (*ceteris paribus*). Contrariamente, se o pagamento dos dividendos for baixo ou não tiver lugar, estes exigirão maior taxa de retorno, fazendo com que o preço de acções no presente sofra uma redução.

### **3.2. ANÁLISE DO VALOR DA EMPRESA NO CONTEXTO DA PERFEIÇÃO E NÍVEL DE EFICIÊNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS**

Conforme acima ilustrado, a análise do impacto da política de dividendos pelos diversos autores é feita com base na referência ao nível de eficiência e perfeição do mercado de capitais, sendo destacada a proposição da irrelevância da política de dividendos a qual estatui que num mercado de capitais perfeito e eficiente, o valor da empresa não poderá sofrer qualquer alteração com a mudança da política de dividendos, pelas razões atrás referidas. Contudo, a perfeição do mercado está longe de corresponder a realidade como a seguir iremos analisar.

Segundo Fama, Meggins, Germain *apud* Tavares (2002:29), na hipótese de mercados eficientes, o preço de um activo financeiro em determinado momento reflecte totalmente toda a informação disponível relevante para o valor do activo nessa altura. E nos mercados competitivos com muitos participantes activos, as interacções de muitos compradores e vendedores resulta num preço de equilíbrio ou valor de mercado que reflecte as acções colectivas de compradores e vendedores baseadas em toda a informação disponível. Por outro lado, o preço de uma acção sob condições de eficiência de mercado deveria reflectir totalmente e em qualquer momento as previsões gerais para um determinado país e para as economias mundiais e os seus efeitos sobre o sector e ramo de actividade empresarial. Sendo assim, o valor de cada acção deveria ser igual ao respectivo valor intrínseco definido como o valor actual de todos os fluxos de caixa esperados pelos

accionistas, com a expectativa desses *cashflows* a ser gerada com base em toda a informação disponível.

Para Laurent Germain, *apud* Tavares (2002:30) a hipótese de mercados eficientes tem três principais implicações:

- Seria impossível que investidores lucrem através da obtenção de qualquer informação relacionada com as perspectivas para um activo financeiro, não havendo, deste modo, exploração pelo investidor de informações acerca das previsões, comprando ou vendendo a acção a preço diferente do valor intrínseco. Pois, a informação já deveria estar reflectida no preço da acção;
- O investidor deveria estar em condições de obter a informação relevante para previsões de um activo financeiro a partir da observação do preço por acção;
- Qualquer alteração no preço do activo financeiro que seja diferente da apreciação normal exigida pelos investidores para a detenção dos activos será inesperada. Tavares (2002:35) refere que um mercado accionista que funcione perfeitamente possibilita a utilização mais eficiente dos activos e permite que uma fraca gestão seja disciplinada através de um mercado virado para o controlo empresarial. Um anúncio de um plano ou projecto empresarial pode gerar uma reacção positiva ou negativa sobre o preço da acção. Assim, os administradores da empresa poderão tirar conclusões acerca da opinião dos intervenientes do mercado sobre o plano ou projecto proposto.

Dissertando sobre a eficiência e ineficiência do mercado bolsista de acções, Soares (1997:77) verificou que várias hipóteses tem sido colocadas no sentido de explicarem o comportamento dos mercados financeiros e que estas são incompatíveis com a hipótese de os mercados serem eficientes. As mesmas baseiam-se nos vários estudos realizados por psicólogos como Tversky e Kahneman e outros, tendo constatado que o comportamento humano não é completamente racional. Segundo o autor, o estudo por estes realizado aponta claramente que, mesmo que os investidores não estejam profissionalizados, isto é, tecnicamente preparados e informados, estes preferem investir eles próprios com base em informação incompleta a delegar todo investimento nos gestores de fundos de investimento ou outros agentes profissionalizados.

O trabalho empírico realizado por Tversky e Kahneman demonstrou através da realização de experiências ao comportamento humano que os indivíduos têm tendência de reagir em excesso face ao conhecimento de certa informação, traduzindo deste modo uma violação dos pressupostos em relação a racionalidade dos agentes económicos. Assim, demonstrou-se que haja indícios de que o comportamento humano não se restringe ao comportamento racional, o qual implica que um indivíduo não possa entrar num jogo em que o benefício esperado fosse negativo. Soares (1997: 81) defende que o comportamento do jogador constitui evidência empírica de que os indivíduos e, portanto, os investidores aceitam participar em jogos cujo rendimento esperado é negativo.

Tavares (2002: 23) afirma que num mercado de capitais perfeito no qual a informação é gratuita e uniformemente disponível, todas as acções estariam avaliadas ao seu preço de equilíbrio. Porém, esta condição nem sempre se verifica na realidade e como prova disso aponta para as avultadas somas despendidas pelos analistas financeiros das grandes empresas de corretagem internacionais. O autor reconhece que o processo de ajustamento das cotações a novas informações se torna cada vez mais rápido, dada a crescente velocidade de circulação de informação.

De acordo com Ross, *apud* Tavares (2002:31) tais informações subdividem-se em 3 grupos:

- Informações sobre preços passados, consistindo de séries de alterações que precedem o actual preço de um determinado activo financeiro e, particularmente, se tais alterações resultaram em valorizações ou desvalorizações;
- Toda a informação pública como o anúncio dos resultados de determinada empresa ou uma declaração de taxas de juro feita por um banco central;
- Toda a informação possível (pública e privada) como informações relativas a aquisição iminente de uma empresa por outra cujo conhecimento é exclusivamente da administração da empresa adquirente.

Tavares (2002) defende que esses 3 tipos de informações definem 3 formas de eficiência de mercado: a forma fraca, na qual os preços actuais reflectem toda a informação evidenciada pelos



preços anteriores; a forma semi forte, na qual os preços correntes reflectem toda informação pública e finalmente a forma forte, na qual os preços correntes reflectem toda a informação (tanto pública como privada). No próximo capítulo são apresentados alguns modelos financeiros explicativos da variação do valor da empresa em função da política de dividendos adoptada pela empresa.

# CAPÍTULO IV – MODELAÇÃO E ANÁLISE DAS IMPLICAÇÕES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS SOBRE A GESTÃO E VALORIZAÇÃO DA EMPRESA

## 4.1. MODELOS FINANCEIROS

As teorias acerca da política de dividendos descritas nas passagens anteriores deram lugar ao desenvolvimento de vários modelos de previsão do valor da empresa em função dos diversos pressupostos assumidos pelos autores. A seguir são apresentados os modelos de fluxos de caixa descontados, modelo de Shiller e outros correlacionados.

Mota e Tomé (1996: 219) defendem que o valor actual de um título ou de qualquer outro activo não depende do rendimento nem do investimento que o mesmo gerou no passado, mas somente do nível de remuneração que este proporcionará no futuro. Estes autores identificam o modelo clássico na avaliação de acções e acrescentam que para qualquer investidor racional, o valor de um activo depende exclusivamente dos fluxos de caixa esperados no futuro que o mesmo proporcionará. Nesta óptica, há dois aspectos por considerar na avaliação de acções: os dividendos a serem distribuídos em cada período e nas mais ou menos valias que a acção venha a registar:

### 4.1.1. Modelo Clássico

Segundo o modelo clássico acima referido, o valor da empresa num determinado ano será dado pela seguinte expressão:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Onde:

r = taxa de retorno exigida pelos investidores;

P<sub>0</sub> = cotação da acção no início do ano;

D<sub>i</sub> = dividendo a distribuir no i-ésimo ano;

$P_n$  = preço esperado da acção no final do ano n.

A fórmula acima ilustrada traduz os argumentos sobre a relevância da política de dividendos de que o valor da empresa pode ser afectado com a mudança da política de dividendos. O modelo diz-nos que uma política de dividendos que privilegie pagamentos de dividendos altos conduzirá a elevação do preço de acções e, conseqüentemente, do valor da empresa. Este modelo é consistente com a observação de John Lintner sobre a aversão dos administradores a mudanças no valor monetário dos dividendos em resposta a variações de lucros, particularmente, quando estes decrescem e que os accionistas preferem uma política de pagamento ininterrupto de dividendos, dado que o pagamento regular ou crescente de dividendos elimina incertezas em relação a empresa, os rendimentos da empresa tenderão a ser descontados a uma taxa mais baixa, resultando numa elevação do valor de mercado da acção e conseqüentemente a expansão da riqueza dos proprietários. (Gitman; 2004: 485)

Copeland, Koller e Murrin (2002:156) chamam atenção sobre um erro comum na avaliação de empresas pelo capital social descontado pela inconsistência entre a política de dividendos da empresa e a taxa de desconto empregada. Assim, o autor sustenta que com uma elevação do índice de pagamento de dividendos, mantendo-se constante o desempenho operacional, o erro consistirá na não alteração da taxa de desconto. Pois, a elevação da taxa de distribuição de dividendos exige maior uso de endividamento (*Ceteris Paribus*). Um maior endividamento eleva o risco do capital social e conseqüentemente leva a uma taxa de desconto mais elevada.

#### **4.1.2. Teoria Residual e Suas Implicações na Modelação**

Sob visão da teoria residual os dividendos são tidos como resíduos, não constituindo variáveis críticas de decisão. As oportunidades de crescimento, estrutura de capital adoptada pela empresa, o custo marginal ponderado de capital são os principais elementos relevados pela teoria residual conforme analisado no capítulo referente as principais políticas de dividendos. A seguir avalia-se com base em certos indicadores a relação entre a política de dividendos e as oportunidades de investimento disponíveis a empresa.

Famá & Barros (2000:31) e Tavares (2002:51) apresentam o rácio «Q» de Tobin como uma medida das oportunidades de crescimento da empresa. De acordo com Tavares, o uso deste indicador possibilita a superação dos problemas com outros indicadores que não tomam em consideração o impacto da inflação. O «Q» de Tobin, de acordo com este autor, compara o valor de mercado da empresa com o custo de substituição dos seus activos como a seguir é apresentado o modelo:

$$Q = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

Onde:

VMA = valor de mercado de acções ou capital próprio da empresa;

VMD = valor de mercado das dívidas ou capital alheio;

VRA – Valor de reposição dos activos da empresa;

VMA + VMD = valor de mercado total da empresa.

O valor de reposição de activos (VRA) é definido como o desembolso monetário necessário para comprar a capacidade produtiva da empresa, com a mais moderna tecnologia disponível por um custo mínimo.

$$VRA = AT + VRI - VHI + VRE - VHE$$

Onde:

AT = activo total (contabilístico);

VRI = valor de reposição das instalações e equipamentos;

VHI = valor histórico das instalações e equipamentos;

VRE = valor de reposição das existências;

VHE = valor histórico dos estoques

Lindenberg e Ross *apud* Fama & Barros (2000:36) apontam para as mudanças tecnológicas, depreciação económica real e novos investimentos nesses elementos como factores que podem contribuir para alterar o valor de reposição dos activos.

Famá & Barros (2000) referem que o (Q) de Tobin foi inicialmente utilizado com o objectivo de aperfeiçoar os modelos macroeconómicos de investimento para explicar as oscilações de

investimentos agregados ao longo do tempo. Segundo estes autores, as empresas que apresentam um «Q» > 1 revelando que o valor do novo capital investido excederá seu custo, acontecendo o contrário quando «Q» < 1, a empresa não terá razões para investir em novos projectos. Pois, o valor de mercado do novo investimento será inferior ao seu custo de reposição. Empresas com elevado «Q» têm maior propensão em realizar novos investimentos do que as que apresentam um «Q» menor.

Klock e Thies *apud* Famá & Barros (2000:31) mostram que empresas que exibem um baixo «Q» tenderão, quando dispuserem de recursos suficientes, a aplicar em projectos com valor presente líquido negativo destruindo, desta maneira, a riqueza dos seus accionistas (hipótese do fluxo de caixa livre). Estes autores classificam as empresas em 3 grupos:

- Empresas maximizadoras de valor, com «Q» de Tobin nas proximidades de 1;
- Empresas expostas a problemas de sub investimento, com  $Q > 1$ ;
- Empresas expostas a problemas de sobreinvestimento, com  $Q < 1$ .

Empresas que apresentam um «Q» de Tobin próximo de 1 são classificadas como maximizadoras de valor por estes aproveitarem todas as oportunidades disponíveis para a expansão do negócio e da sua rentabilidade. Um «Q» > 1 revela que a empresa pode aumentar o seu valor aproveitando oportunidades a sua disposição. Enquanto que as empresas tenderão a aplicar recursos em projectos com valor actual líquido negativo. Contribuindo para a destruição do valor para os accionistas.

Koch e Shenoy *apud* Famá & Barros (2000:32) observam que o impacto, sobre o valor da empresa, da mudança na sua política de dividendos e estrutura de capital é maior para empresas que apresentam um «Q» > 1 e «Q» < 1 do que para as empresas com «Q» próximo de 1.

Tavares (2002:52) afirma que o rácio «Q» de Tobin é = 1 para empresas sem oportunidades de crescimento (empresas maduras) e qualquer valor superior a este representa capitalização de oportunidades de crescimento e qualquer valor inferior sugere que a empresa não deve substituir os activos por outros vindos do exterior. A taxa para a formação de valor a longo prazo deriva de um programa de reacquirição de acções embutido de componentes que tem implícito o valor de «Q» de Tobin como oportunidade de investimentos futuros e a capacidade da gerência. Acresce que o «Q» de Tobin é uma ferramenta para avaliar a criação de valor a longo prazo e a

reaquisição de empresas. Nohel e Turhum *apud* Tavares (2002:52) estudaram a razão do porquê da reacção positiva dos investidores a reações de acções, tendo constatado que as duas explicações mais comuns para a reacção de acções são a sinalização da informação e a hipótese do fluxo de caixa livre. Uma política de dividendos consistente com a teoria residual tenderá a privilegiar o aproveitamento de oportunidades de investimento ou crescimento empresarial, com base na selecção de investimentos produtivos com impacto no aumento da rentabilidade dos negócios. Neste contexto, empresas com alto «Q» de Tobin tem mais incentivo em investir em novas oportunidades de negócio e consequentemente tenderão a distribuir menos dividendos. Empresas com um «Q» <1 ou próximo de 1 tenderiam a distribuir mais dividendos. Pois, o investimento nas oportunidades disponíveis destruiria o valor para o accionista. Assim, no âmbito da teoria residual, as perspectivas de crescimento são mais determinantes para o valor da empresa do que propriamente a política de dividendos. Lembre-se que a teoria residual sustenta que o retorno do investidor não é afectado pela política de dividendos da empresa.

#### 4.1.3. Modelos Construídos Assumindo a Ineficiência do Mercado de Capitais

A observação de que no mercado de capitais nem todos os investidores têm o mesmo comportamento diante do risco, a existência da assimetria de informação e a constatação de que os investidores não reagem similarmente a informação tornada pública, levou a que certos autores desenvolvessem modelos em função da reacção do mercado. Segundo Soares (1997:82) Shiller construiu um modelo no qual postulou que o mercado accionista era caracterizado pela existência de dois tipos de investidores: investidores profissionais e inteligentes designados por «smart money investors» cuja reacção à informação tornada pública é rápida e racional, dentro das suas limitações de riqueza e, investidores que não reagem rapidamente à informação e que têm um comportamento de «over reaction» em face do conhecimento da informação, sendo particularmente influenciáveis pela existência de modas de comportamento no mercado. Este último tipo de investidores foi designado pelo autor como «ordinary investors». O modelo de procura de títulos pelos «smart money investors» foi estabelecido como sendo:

$$Q_t = \frac{E(R_t) - \rho}{\phi}$$

Onde:

$Q_t$  = procura de títulos pelos «smart money investors» expressa em termos da percentagem do total das acções disponíveis;



$E(R_t)$  = taxa de rendimento esperada para o período «t» do título ou do mercado no início do período;

$\rho$  = Taxa de rendimento real para o título ou mercado para o qual não existe procura de títulos por parte dos “smart money investors”.

$\varphi$  = Prémio de risco que induzirá os “smart money investors” a possuir todos os títulos.

O modelo de procura de títulos pelos “ordinary investors” foi estabelecido como

sendo:  $Y_t = \frac{1 - Q_t}{P_t}$ . Onde:

$Y_t$  = Valor monetário total da procura de ações pelos “ordinary investors” no momento “t”;

$P_t$  = valor correspondente à capitalização do título ou do mercado no momento “t”.

#### 4.1.4. Modelo Construído Assumindo Expectativas Racionais

$$P_t = \sum_{k=0}^{\infty} \frac{E_t(Dt + K) + \varphi E_t(\gamma + K)}{(1 + \rho + \varphi)^{k+1}}$$

Onde:  $E_t(Dt + K)$  = Valor esperado dos dividendos no k-ésimo período distante do início do período “t”;

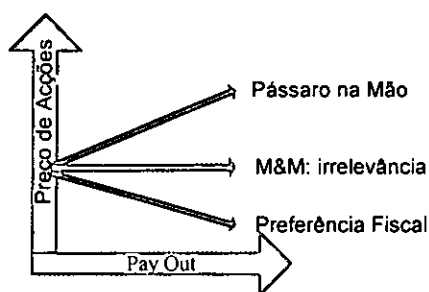
$E_t(\gamma + K)$  = Procura total expressa em valores monetários referentes aos “ordinary investors” no k-ésimo período distante do início do período “t”. Assim, de acordo com Soares (1997;84), a expressão traduz que o valor de uma determinada empresa não é mais do que o valor actual dos dividendos futuros descontados e de vezes o valor monetário correspondente à procura global de títulos dessa empresa por parte dos “ordinary investors” sendo a taxa de desconto destas duas grandezas obtida pelo somatório de  $(\rho + \varphi)$ , sendo que o comportamento do mercado encontra-se dependente do valor de “ $\varphi$ ”, pois, quando esta variável tende para zero, o valor da empresa corresponde no limite ao valor fundamental, enquanto que o mercado é dominado pelos “smart money investors”. De acordo com o autor, quando esta situação ocorre o modelo no limite

corresponde à clássica hipótese da eficiência do mercado. Quando “ $\phi$ ” tende para infinito, o valor da empresa passa a ser determinado pelos “ordinary investors” e poderá afastar-se muito do valor fundamental ou racional. Devido a existência de “ordinary investors” no mercado os preços de acções tenderão, por vezes a desviar-se do valor fundamental, pela existência da reacção excessiva destes investidores no processo de assimilação da informação. Assim, de acordo com o modelo, a variabilidade dos preços de acções é claramente superior à variação dos dividendos, representativos do valor fundamental da empresa. (Soares;1997: 84, 85)

#### 4.2. IMPLICAÇÕES DAS TEORIAS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NA GESTÃO E NA VALORIZAÇÃO DA EMPRESA

As implicações das teorias sobre a política de dividendos no valor da empresa vêm sintetizadas no gráfico a seguir, o mesmo ilustra as implicações das diferentes teorias desenvolvidas por diversos autores a respeito do impacto da política de dividendos no valor da empresa. As mesmas são contraditórias quanto aos efeitos que as diferentes políticas de dividendos poderão exercer na valorização das acções empresariais.

Gráfico 1. Implicações das Teorias Sobre a Política de Dividendos na Valorização da Empresa



Fonte: Adaptado de Pimentel (2002:9)

O gráfico acima resume as implicações da teoria de irrelevância dos dividendos de M&M a qual sustenta que uma mudança da política de dividendos não tem nenhum efeito no valor da empresa; A teoria do pássaro na mão, sustentando que os dividendos correntes que são um «pássaro na mão» são menos arriscados do que os dividendos futuros e ganhos de capital «dois pássaros voando», facto que traz uma nova implicação na política de dividendos, pois, deste modo, uma elevação do índice de *Pay Out* geraria maior certeza dos investidores quanto ao recebimento dos



dividendos o que levaria estes a exigir uma taxa de retorno relativamente inferior, com impacto no aumento do preço das acções da empresa. Por outro lado, os defensores da teoria da preferência fiscal reconhecem a imperfeição do mercado de capitais, pois partem da constatação de que a tributação dos dividendos e dos ganhos de capital não é feita sob a mesma alíquota de impostos, admitindo, neste caso, que os dividendos são tributados mais pesadamente que os ganhos de capital, como referido anteriormente. Assim, o reinvestimento dos dividendos na empresa que podem proporcionar ganhos de capital futuros que são tributados a uma alíquota de impostos relativamente inferior geraria uma elevação do rendimento dos accionistas e tornaria a empresa mais atractiva na óptica dos investidores, o levaria a um aumento da procura por acções da empresa com impacto na elevação do valor da empresa.

#### **4.2.1 Implicações das Teorias Sobre a Gestão**

As teorias sobre a política de dividendos acarretam diferentes implicações para a gestão no que concerne a fixação dos dividendos e a valorização da empresa. Assim, de acordo com a teoria do pássaro na mão, quanto maior o *pay out* melhor para a valorização da empresa. Da Teoria de irrelevância dos dividendos, resulta que qualquer *pay out* não geraria nenhum efeito no valor da empresa pois, a política de dividendos seguida pela empresa é irrelevante sob esta teoria. Finalmente, a teoria de preferência fiscal sugere que, menor deveria ser o índice de pagamento de dividendos, pois estes são tributados mais pesadamente em relação aos ganhos de capital.

## **CAPÍTULO V – BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE**

### **5.1 ORIGEM DA BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE**

A Bolsa de valores de Moçambique é uma pessoa colectiva de direito público, com a natureza de Instituto Público, dotada de autonomia administrativa, financeira e patrimonial, ela foi criada pelo decreto nº49/98 de 22 de Setembro o qual aprova o seu regulamento interno e o decreto nº48/98, de 22 de Setembro que aprova o regulamento do mercado de valores mobiliários, atribuindo ao conselho de ministros competência para criar a bolsa de valores bem como aprovar o respectivo regulamento interno. De acordo com a Lei nº 28/91 de 3 de Dezembro no seu artigo 6 alínea a) as bolsas de valores são instituições auxiliares de crédito que têm o seu papel na economia nacional.

### **5.2 OBJECTIVOS DA BOLSA DE VALORES**

Segundo artigo 27 da lei nº28/91 de 3 de Dezembro a bolsa de valores persegue os seguintes objectivos:

- a) Manter local e sistemas dotados dos meios necessários ao funcionamento, em condições adequadas de eficiência, continuidade e liquidez, com vista à salvaguarda do interesse público e à protecção dos interesses dos investidores, de um mercado livre e aberto para a realização, através de intermediários autorizados, de operações de compra e venda de valores mobiliários;
- b) Assegurar, por si própria ou através de terceiros, serviços apropriados de registo, compensação e liquidação dessas operações;
- c) Divulgar informação suficiente e oportuna sobre as transacções realizadas;
- d) Exercer outras actividades que lhe sejam impostas ou permitidas por Lei, ou autorizadas pelo Banco de Moçambique no âmbito do seu objecto principal referido nas alíneas anteriores.

### 5.3 CONDIÇÕES GERAIS DE ADMISSÃO À COTAÇÃO DE ACÇÕES

Conforme artigo 36 do decreto nº49/98 de 22 de Setembro, as condições gerais de admissão à cotação de acções são as seguintes:

- a) A sociedade emitente encontrar-se constituída e a funcionar de acordo com as disposições legais e estatutárias aplicáveis;
- b) A situação jurídica das acções estar em conformidade com as disposições legais aplicáveis;
- c) A capitalização bolsista previsível das acções que são objecto do pedido de admissão à cotação oficial ou, na sua falta, os capitais próprios da sociedade, incluindo os resultados não distribuídos do último exercício, não serem inferiores a 17.milhões de MT;
- d) A sociedade ter publicado os seus relatórios de gestão e contas anuais relativos aos dois exercícios anteriores ao pedido de admissão;
- e) As acções serem livremente negociáveis;
- f) Estar assegurada, até ao momento da admissão à cotação, uma suficiente dispersão das acções pelo público) O pedido de admissão à cotação englobar todas as acções da mesma categoria que se encontrem emitidas;
- h) A sociedade apresentar uma adequada situação económico-financeira.

2. Pode, excepcionalmente, a bolsa de valores derrogar a condição prevista na alínea d) do número anterior sempre que tal seja recomendável por razões de mercado e desde que os investidores disponham das informações necessárias para formarem um juízo fundamentado sobre a sociedade e sobre as acções cuja admissão à cotação é pedida.

3. Presume-se existir uma dispersão suficiente quando as acções que forem objecto do pedido de admissão à cotação se encontrarem dispersas pelo público numa percentagem não inferior a 15%

do capital social subscrito e representado por essa categoria de acções ou, na sua falta, um número não inferior a 250.000 acções desde que se encontre assegurado o regular funcionamento do mercado.

#### **5.4 INFORMAÇÃO A PRESTAR AO MERCADO POR SOCIEDADES COM ACÇÕES COTADAS**

As informações a prestar ao mercado por parte das sociedades com acções cotadas estão definidas pelo artigo 51 do referido decreto, nomeadamente:

1. publicar no boletim oficial de bolsa, com a brevidade possível, anúncios sobre os seguintes factos:

- a) Qualquer alteração dos direitos inerentes às diferentes categorias de acções;
- b) Modificações importantes verificadas na estrutura das participações no capital social;
- c) Factos novos ocorridos na sua esfera de actividade que não sejam do conhecimento geral e que sejam susceptíveis, pela incidência na situação patrimonial ou financeira da sociedade ou sobre o andamento normal dos seus negócios, de provocar uma variação importante na cotação das suas acções.

## **CAPÍTULO VI – ESTUDO DE CASO**

### **6.1. METODOLOGIA PREVISTA**

Uma análise ideal do impacto da política de dividendos no valor da empresa pressupunha a selecção de um conjunto de empresas do mesmo sector, de dimensão idêntica, registadas na BVM, praticando diferentes políticas de dividendos, de uma amostra representativa do universo, com vista a comparação do efeito da prática dessas políticas na reacção do mercado de acções e no respectivo valor das empresas. Contudo, a especificidade do mercado local ainda não permite a adopção dessa metodologia conforme detalhado na descrição da metodologia adoptada.

### **6.2. METODOLOGIA ADOPTADA**

O mercado secundário de acções (da BVM) encontra-se pouco desenvolvido, contando apenas com uma única empresa cotada na bolsa desde o ano de arranque (2001), facto que não permite a adopção da metodologia acima descrita. Deste modo, a análise do impacto da política de dividendos no valor da empresa foi feita com base na evolução do desempenho da CDM avaliado com base no comportamento dos rácios económico financeiros e indicadores do mercado bolsita ao longo do período que se estende de 2001 até Março de 2007, sua política de dividendos e seu impacto na valorização das acções da empresa.

Assim, as alternativas de investimento da parte dos investidores são reveladas, também, pelo desempenho do mercado de obrigações que se encontra, relativamente, mais desenvolvido. Deste modo parte-se do pressuposto de que o factor rentabilidade seja o mais determinante na escolha da carteira de títulos pelos investidores.

A adopção de técnicas estatísticas de regressão e análise de correlação entre as variáveis em estudo (Dividendos e Preços de Acções), sendo o preço das acções definido como a variável dependente e o dividendo por acção como a variável independente, revelou-se indispensável para poder-se aferir quanto ao efeito da política de dividendos praticada pela CDM na atracção de accionistas e na valorização da empresa.

### 6.3. ANÁLISE DO MERCADO DE ACCÇÕES

O mercado secundário de acções em Moçambique, caracteriza-se por um número reduzido de empresas cotadas, aliás, até ao momento apenas a CDM encontra-se registada na BVM desde final de 2001. Esta situação limita os potenciais investidores quanto as alternativas de investimento em acções no mercado. Pela teoria da selecção de carteiras de acções, as acções de menor risco e de maior retorno tenderiam a registar maior procura, contudo, tal análise não poderá ser feita dada a existência de um único operador. Pelo que a decisão de investimento nas acções desta empresa poderá ser feita com base na análise do custo de oportunidade pelo sacrifício do investimento em outros títulos como, por exemplo, as obrigações.

De acordo com a BVM, a admissão das acções da Cervejas de Moçambique, SARL na BVM marcou o início do mercado accionista em Moçambique. Em Dezembro de 2001, assistiu-se ao arranque do mercado accionista, com a admissão à cotação de 98% do capital social da empresa, com uma capitalização bolsista de 1.470 milhões de MT

A operação foi concretizada no seguimento da alienação de 28% (de um total de 30%) da participação do Estado de Moçambique no capital social da empresa. Em Julho de 2002, a CDM, SARL procedeu à primeira distribuição de dividendos após a sua admissão à cotação na BVM, no valor líquido de 1.378,0 Meticais por acção, correspondendo a um *pay out ratio* de 75%. (BVM; 2002: 48)

### 6.4. APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

A Cervejas de Moçambique, SARL (CDM, SARL) é uma sociedade anónima de responsabilidade limitada registada em Moçambique, tendo sido constituída a 1 de Agosto de 1995, fruto da privatização das fábricas de cerveja MacMahon em Maputo e Manica na Beira. A CDM tem como actividade principal a produção, distribuição e venda de cerveja. A 2 de Maio de 2002, a CDM, SARL adquiriu a totalidade das acções da Laurentina Cervejas, SARL, tendo, esta última, em Agosto de 2005 sido paralisada. A empresa conta com um número médio de trabalhadores que ascende a 705 empregados.

### 6.4.1. Estrutura Accionista

Tabela 1. Estrutura Accionista (Valores em MT)

	%	2007	2006
Governo de Moçambique	1.78	4.000.000	4.000.000
SPI SARL	4.77	10.700.000	10.700.000
Empregados	8.92	19.991.959	19.991.959
Moçambique Investimentos, LDA	1.32	2.948.540	2.948.540
Outros	4.03	9.032.241	9.032.241
SABMiller Africa BV	79.18	177.505.288	177.505.288
Valor Nominal Total das Acções Ordinárias em Emissão	100.00	224.178.028	224.178.028

Fonte: Relatório e Contas 2007-CDM

Conforme ilustra a tabela acima, a empresa tem como accionista maioritário a SABMiller Africa BV, detendo 79.18% das Acções, o que confere a esta empresa maior autonomia de decisão no destino dos negócios da CDM, SARL. É de referir que a empresa conta com o número total de acções ordinárias que ascende a 112089014 desde a participação da empresa Moçambique Investimentos LDA e outros investidores no exercício de 2003.

### 6.4.2. Visão e Missão

De acordo com o relatório e Contas da CDM de 2006, a visão da CDM, SARL é de ser a empresa mais admirada em Moçambique, efectuando investimento, promovendo emprego e constituindo um parceiro de eleição. E tem como missão, produzir marcas locais e internacionais que sejam preferidas pelo consumidor.

### 6.4.3 Dinâmica do Negócio

O mercado do produto da CDM, registou ao longo do período (2005-2007) um crescimento positivo, com elevação dos resultados líquidos, vendas, e aumento de investimento em instalações, traduzindo-se na expansão da rede de distribuição em zonas rurais, investimento na marca e melhoramento do serviço ao cliente. A empresa ofereceu ao longo do período 3 marcas

de cervejas, nomeadamente: 2M; Laurentina Clara e Laurentina Preta, sendo que a marca 2M destacou-se como a mais favorita em Moçambique e a que maior quota de mercado ocupou ao longo do período. Até Março de 2006, alcançou 45.5% das vendas a nível nacional. A empresa, desenvolveu projectos de expansão da capacidade, estimados em \$12960 milhões, dentre vários investimentos realizados ao longo do período.

## 6.5. CONSIDERAÇÕES SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS DA CDM

Da análise dos indicadores de rentabilidade de acções acima ilustrados, nota-se a constância do *POR* em 70% desde 2004, revelando a prossecução, pela empresa, da política de índice alvo de pagamento de dividendos. Assim, a variação dos dividendos pagos por acção, deve-se não só a variação no volume de acções negociadas na BVM como também à flutuação nos resultados líquidos ao longo dos diferentes exercícios económicos. Da análise do relatório de gestão da empresa para os exercícios económicos de 2005/07, é evidente a priorização do aproveitamento das oportunidades de investimento, face ao crescimento do mercado.

O *POR* da CDM (70%) é elevado, e revela uma certa maturidade da empresa e um alto potencial de atracção de investidores, facto consistente com a evolução do *dividend Yield* (vide tabela 3) a política de índice alvo de pagamento de dividendos adoptada pela empresa, é referida na literatura como não sendo apropriada para a formação de expectativas e estabilidade dos *casflows* dos accionistas. Pois, os dividendos tornam-se sensíveis a flutuação dos resultados líquidos, gerando incertezas para os investidores quanto ao recebimento futuro dos dividendos e em relação ao futuro *performance* da empresa. Contudo, a solidez e maturidade da empresa são factores que conferem a manutenção de altos volumes de dividendos (vide apêndices 1 à 5)



## 6.6. FACTORES QUE AFECTAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS DA CDM

Da análise aos relatórios da Empresa, constatou-se que os Principais factores que afectam a política de dividendos da empresa podem ser subdivididos em 4 grupos: considerações sobre a liquidez; contratos de financiamento; limitação legal e perspectivas de Crescimento.

### 6.6.1. Considerações Sobre a Liquidez

Uma avaliação feita sobre os indicadores económico-financeiros revela que a empresa não possui uma política eficiente e consistente com a regra de equilíbrio financeiro patrimonial mínimo, a avaliar pelo comportamento dos índices de liquidez que foram sempre inferiores a unidade, esta situação traduz a posição do fundo de maneo líquido o qual foi sempre negativo ao longo do período, dado o excesso do passivo corrente sobre as necessidades cíclicas da empresa. Nesta situação, a empresa financiou a aquisição de imobilizado através de fundos de curto prazo, facto que viola a regra de equilíbrio financeiro. Pois, os activos fixos deveriam ser financiados através de exigíveis de longo prazo. Assim, embora a empresa seja altamente lucrativa, denota dificuldades em termos de gestão de tesouraria conforme ilustra o quadro abaixo:

Tabela 2.Cálculo de indicadores de liquidez e Multiplicador do Capital Próprio. (Valores em MT)

Indicador	Base de Cálculo	2005	2006	2007
1.LIQUIDEZ GERAL:	Activo Circulante / Passivo Circulante (1)	0.89	0.91	0.64
2. LIQUIDEZ REDUZIDA:	(Activo Circulante - E) / Passivo Circulante (1)	51.78%	33.14%	22.68%
3. LIQUIDEZ IMEDIATA	D / Passivo Circulante	46.39%	23.99%	10.66%
4. FUNDO MANEIO LÍQUIDO (FML)	Activo Circulante - Passivo Circulante (1)	-59,741,536	-43,372,531	-252,427,789
5. CICLO CONVERSÃO CAIXA (CCC) (Dias)	PMR + PMS - PMP	-9	4	-34
6. EXCEDENTE CAPITAIS PERMANENTES	Capitais Permanentes - Imobilizações Totais	-59,741,536	-43,372,531	-252,427,789
7. MULTIPLICADOR CAPITAL PRÓPRIO	Total do Activo Líquido / Capital Próprio	1.69	1.45	1.55

Fonte: Calculado com base nas demonstrações financeiras da CDM, SARL anexas nos apêndices I à 5

## **6.6.2. Contratos de Financiamento**

Conforme referido anteriormente, a CDM registou ao longo do período um crescimento significativo, fruto do incremento no investimento em instalações, modernização e expansão de certas linhas de produção, facto que requereu a disponibilização de elevado montante de financiamento. Parte destes financiamentos foram efectuados sob garantia em penhor sobre os activos correntes da empresa, o que exige uma gestão rigorosa do caixa e a alocação prioritária deste no reembolso atempado dos empréstimos efectuados, o que condiciona até certo ponto a decisão de pagamento de dividendos;

## **6.6.3. Limitação Legal**

Nos termos da legislação moçambicana, o grupo é obrigado a transferir 5% dos seus lucros líquidos para uma reserva legal não distribuível, até ao mínimo acumulado de 20% do capital social. Esta reserva é constituída para cobrir prejuízos.

## **6.6.4. Perspectivas de Crescimento**

O rápido crescimento da empresa requereu a disponibilização de montantes elevados de recursos com vista o aproveitamento de oportunidades de investimento. Consta do relatório da empresa a consideração do financiamento via capital próprio para certos compromissos significativos de capital ao longo do período, pelo que esta visão leva-nos a crer que, em parte, a política de dividendos adoptada pela empresa é de dividendos residuais, embora inconsistente com a política de índice alvo de pagamento de dividendos.

# **6.7. FACTORES QUE AFECTAM O PREÇO DE ACCÇÕES DA CDM**

## **6.7.1 Factor de Natureza Económico-Financeira**

O quadro dos indicadores económico financeiros calculado conforme apêndice 5 traduz, no geral uma elevada capacidade da empresa em gerar lucros para os accionistas, contudo, evidencia problemas a nível de gestão de tesouraria, reflectindo-se numa fraca capacidade da empresa em

cumprir com suas obrigações financeiras de curto prazo. Contudo, a rentabilidade da empresa é revelada pela revista «As 100 Maiores empresas de Moçambique» publicada em 2006 pela KPMG, a qual posiciona a CDM como a empresa mais rentável do sector ao longo do período;

No exercício económico de 2003 registou-se um declínio na rentabilidade das vendas de 15% para 8.53%, tendência consistente com a redução dos dividendos por acção face ao ano anterior e uma ligeira queda da cotação das acções empresariais no mercado bolsista, reduzindo de 14.65 MT para 12.69 MT por acção. De acordo com o relatório da gestão, a queda do lucro base por acção assim como dos dividendos por acção são reflexos de diferenças cambiais desfavoráveis resultantes da apreciação do rand sul-africano. Pois, grandes partes das transacções com o exterior são feitas com aquele país.

Em 2005, os dividendos por acção registaram um aumento acelerado para 2.17 MTS como reflexo do crescimento dos resultados e rentabilidade, assim como o fortalecimento do fluxo de caixa e uma reestruturação da dívida, facto que permitiu a redução à exposição a empréstimos denominados em moeda estrangeira. (CDM. Relatório e Contas 2005: 2)

Conforme os relatórios da gestão, os dividendos de 2.74 por acção em 2006 e 3.2 em 2007 são reflexo de um considerável crescimento de 26% e 16.3%, respectivamente, nos resultados líquidos face aos anos anteriores.

#### **6.7.2. Factor de Natureza Comercial**

O crescimento significativo da quota de mercado de certas marcas, especialmente da 2M, tendo-se situado em 45.5% das vendas até Março de 2006 consubstanciada pela expansão da rede de distribuição nas zonas rurais e um crescimento significativo das vendas em 17.21% face ao exercício de 2005 conferem maiores índices de certeza quanto ao futuro desempenho da empresa, facto que influencia positivamente o preço de acções da empresa. De notar que da comparação entre os índices de mercado e os valores contabilísticos verifica-se que a valorização pelo mercado está acima dos valores reportados conforme as demonstrações financeiras.

### 6.7.3. Factor de Natureza Previsional

O alto crescimento da empresa, acompanhado pela obtenção de resultados líquidos positivos ao longo do período, terá gerado uma boa expectativa da parte dos agentes económicos, sobre o futuro da empresa e deste modo, uma maior certeza sobre os dividendos.

## 6.8. ANÁLISE DE REGRESSÃO E TESTES ESTATÍSTICOS

Tabela 3. Testes Estatísticos. (Valores em MT)

Anos	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Preço por Acção (Y)	14.65	12.69	9.79	13.91	15.84	29.00
Earning per Share (EPS)	1.83	1.07	0.69	3.10	3.92	4.56
Dividend per Share(DPS)[X]	1.38	1.01	0.48	2.17	2.74	3.20
Dividend Yield	9%	8%	5%	16%	17%	11%
Coefficiente de Correlação						0.81
Covariância						4.78
F TEST						0.001
Coefficiente de Regressão Linear (a)						5.191
Intercepto (b)						6.47

Fonte: Elaborado com base no programa *Microsoft Excel*, partindo dos dados fornecidos pela BVM e dos apêndices 1 à 5. Onde o coeficiente de correlação de Pearson (r) calcula-se segundo a seguinte fórmula:

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}},$$

e  $x_1, x_2, \dots, x_n$  e  $y_1, y_2, \dots, y_n$  são os valores medidos de ambas as variáveis. Para além disso:

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n x_i \quad \text{e} \quad \bar{y} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n y_i$$

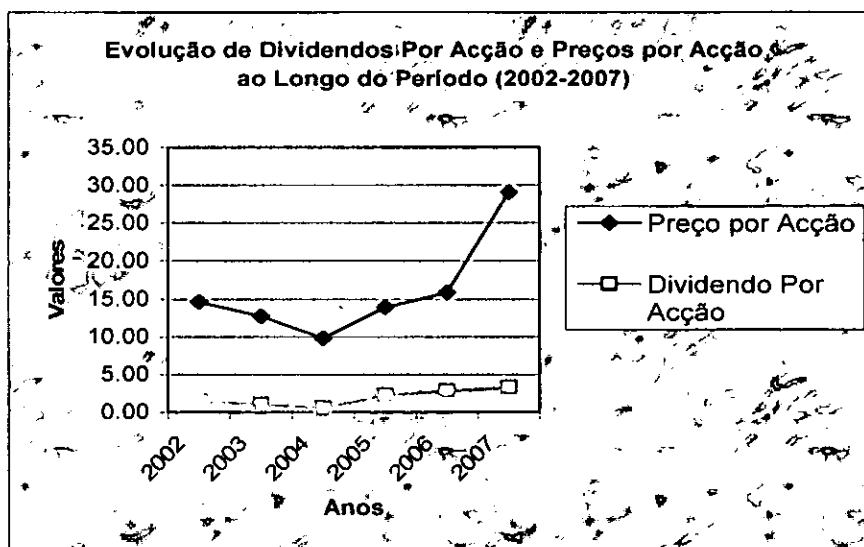
, são as médias aritméticas de ambas as variáveis.

A partir dos dados calculados e ilustrados na tabela 3, a equação de regressão linear aplicável a evolução do preço de acções em reflexo da variação do volume de dividendos é a seguinte:

$$Y = aX + b$$

$$Y = 5.19X + 6.47$$

Gráfico 2. Evolução de Dividendos e Preços por Acção da CDM ao longo do período (2002 - 2007) – (Valores em MT)



Fonte: Elaborado Com Base na Tabela 3

### 6.8.1 Interpretação dos Resultados

Pela análise de regressão e dos testes estatísticos efectuados, pôde-se constatar uma relação directa entre a variação dos dividendos por acção e o preço do título. O coeficiente de correlação situando-se em 0,81 revela uma forte correlação entre a variação dos dividendos e as variações do preço por acção, por outro lado, a análise gráfica ilustra que quase todas reduções do volume de dividendos foram acompanhadas por uma queda na cotação das acções da CDM, acontecendo o mesmo para os aumentos dos dividendos por acção. O teste de Fisher cujo  $p=0,001$  indica uma baixa probabilidade das variâncias dos dividendos e preços de acções ser diferente, assumindo uma distribuição normal de probabilidades, facto consistente com os resultados obtidos da análise gráfica e pelo coeficiente de correlação. Deste modo, não existe evidência suficiente para rejeitar a hipótese nula ( $H_0$ ). Contudo, são necessários mais estudos envolvendo maior tamanho de amostra e um horizonte temporal mais longo. Acresce que devido aos factores constatados da análise sobre a liquidez da bolsa, o preço das acções resultante do jogo entre a procura e a oferta poderá não espelhar o real valor dos activos da empresa, com tendência para a sua sobrevalorização conforme cálculos efectuados na tabela 4.

Com vista a análise da adequação das diferentes teorias a respeito da política de dividendos e seu impacto no valor da empresa, à realidade moçambicana, procedeu-se a realização de um estudo

do mercado de valores mobiliários, da BVM no que respeita ao mercado secundário de acções no período que se estende desde a sua abertura no ano 2001. Note-se que o pressuposto da inexistência de impostos e custos de transacção está ainda longe de se observar, facto que reforça a teoria da relevância da política de dividendos proposta por John Lintner e Gordon, pelos argumentos do «pássaro na mão».

## **6.9. AVALIAÇÃO DE INDICADORES DE DESEMPENHO DO MERCADO ACCIONISTA E ANÁLISE DO VALOR ACRESCENTADO ECONÓMICO (EVA) PARA OS INVESTIDORES.**

### **▪ Pressupostos da Análise**

- ✓ Para efeitos de cálculo do WACC (custo médio ponderado de capital) foi tomado como base o investimento conforme *cash flow* líquido da actividade de investimento (Vide apêndice 4) e assumiu-se que todo o investimento foi realizado e pago no início do exercício;
- ✓ O custo de dívida foi calculado tendo em conta a manutenção das taxas de juro sobre os empréstimos a longo prazo em 20.83% para o período;
- ✓ Crescimento do volume de dividendos em função da tendência de crescimento nos resultados líquidos dos exercícios anteriores;
- ✓ Preço esperado das acções em função da variação do nível de lucros líquidos;

Tabela 4. Cálculo dos Indicadores de Avaliação da Empresa pelo Mercado Accionista

(Valores em MT)

Indicador	Base de Cálculo	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. VALOR CONTABILÍSTICO UNITÁRIO	Capital Próprio / Número Acções Emitidas	5.30	6.36	6.22	8.84	10.59	12.40
2. EPS ( <i>Earning Per Share</i> - Ganho por Acção)	RLE / Número Acções Emitidas	1.83	1.07	0.69	3.10	3.92	4.56
3. DPS ( <i>Dividend Per Share</i> - Dividendo por Acção)	Dividendos / Número Acções Emitidas	1.38	1.01	0.48	2.17	2.74	3.20
4. PAYOUT RATIO (Taxa de Distribuição de Dividendos)	Dividendos / RLE	75%	94%	70%	70%	70%	70%
5. TAXA de RETENÇÃO de RESULT. LÍQ. EXERCÍCIO	Resultados Retidos / RLE	25%	6%	30%	30%	30%	30%
6. PER ( <i>Price Earning Ratio</i> )	Valor de Mercado Unitário / EPS	8.00	11.82	14.20	4.49	4.04	6.37
7. PBV ( <i>Price Book Value</i> )	Valor de Mercado Unitário / Valor Contabilístico Unitário	2.76	2.00	1.57	1.57	1.50	2.34
8. PCF ( <i>Price Cash Flow</i> )	Valor de Mercado Unitário / Cash Flow Patrim. Líq. Unit.	-	5.42	16.95	2.64	3.35	4.79

Fonte: Calculado Com base nas demonstrações financeiras da CDM anexas e com base no apêndice relativo as transacções de acções da CDM. (Apêndice 1)

A tendência do valor contabilístico unitário revela uma fraca variabilidade, tal deve-se ao facto do valor contabilístico resultar dos registos conforme princípio histórico, com o andamento dos negócios da empresa patente no comportamento dos resultados líquidos, na rentabilidade dos seus activos e na capacidade de geração de caixa aos accionistas, o valor contabilístico da empresa pode distanciar-se, consideravelmente, do seu valor fundamental. Note-se que o rácio preço - valor contabilístico da acção esteve sempre acima do dobro do valor contabilístico, revelando uma sobrevalorização das acções empresariais.

Por outro lado, a evolução do *PCF (Price Cash Flow)* revela que os investidores estiveram dispostos a pagar mais por cada unidade de *cash flow* patrimonial, facto que sugere que a empresa esteve sobreavaliada ao longo do período.

A seguir é calculado, detalhadamente, o valor económico acrescentado tendo em conta o diferencial entre o retorno sobre os activos totais líquidos no início do ano e o custo médio ponderado de capital.

ROA = Resultado Líquido do Exercício / Activo Total Líquido no Início do Ano

Tabela 5. Cálculo do (EVA) para o período (2002-2007) – (Valores em MT)

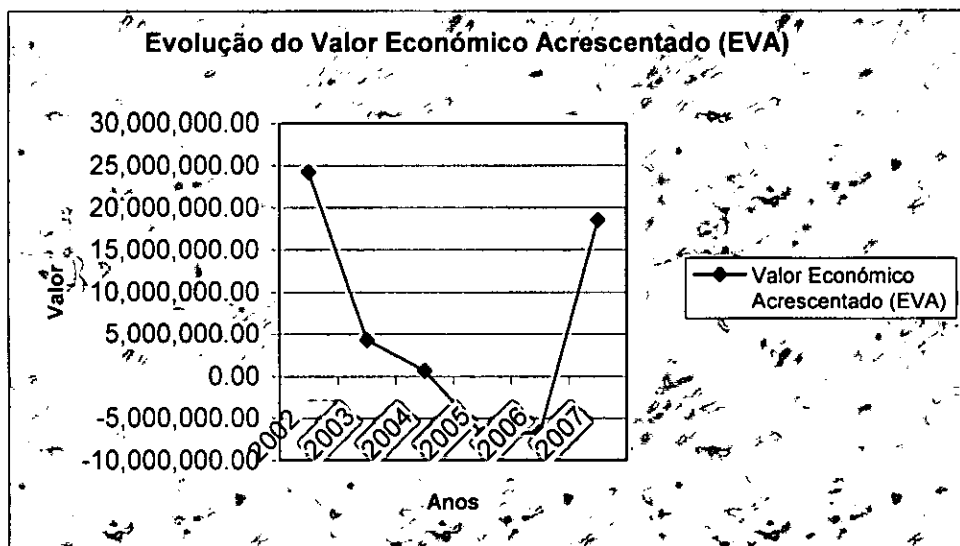
Indicador	2002	2003	2004	2005	2006	2007
$WACC = K_e [E / (E + D + PS)] + K_d [D / (E + D + PS)] + K_{ps} [PS / (E + D + PS)]$	2.29%	3.71%	2.96%	19.42%	19.79%	12.75%
ROA	13.91%	6.99%	3.27%	13.64%	16.54%	15.82%
<b>EVA=(ROA-WACC)X CAPITAL INVESTIDO</b>	24,141,148.02	4,180,231.54	549,127.54	-7,061,639.09	-6,731,695.04	18,411,979.92
Onde:						
<i>Ke</i> = custo do patrimônio líquido;	5.15%	5.33%	3.31%	19.42%	21.64%	12.75%
<i>Kd</i> = custo das dívidas após impostos;	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	14.16%
<i>Kps</i> = custo das ações preferenciais;						
<b>Estrutura de Capital</b>						
<i>E / (E + D + PS)</i> = proporção, em valor de mercado, do patrimônio líquido em relação ao valor do mix de financiamento;	44.34%	69.55%	89.21%	100.00%	55.40%	100.00%
<i>D / (E + D + PS)</i> = proporção, em valor de mercado, da dívida em relação ao valor do mix de financiamento;	55.66%	30%	11%	0%	44.60%	0.00%
<i>PS / (E + D + PS)</i> = proporção, em valor de mercado, das ações preferenciais em relação ao valor do mix de financiamento.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total</b>	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>Cálculo do custo do Capital Próprio</b>						
$K_e = DPS_{t+1} / (P_t + g)$						
Onde:						
<i>Pt</i> = preço da ação na data de avaliação;	14.65	12.69	9.79	13.91	15.84	29.00
<i>DPS<sub>t+1</sub></i> = dividendos por ação esperados no ano seguinte;	0.74	0.66	0.31	2.75	3.49	3.72
<i>Ke</i> = custo do patrimônio líquido;	5.15%	5.33%	3.31%	19.42%	21.64%	12.75%
<i>g</i> = taxa de crescimento dos dividendos	-27%	-34.88%	-35.21%	27%	27%	16%
IRPC					32.00%	
<b>Cálculo do Custo da dívida</b>						
$K_i = K_d \times (1 - IR)$					17.50%	
Onde:						
<i>Ki</i> = custo da dívida após IR;	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%	14.16%
<i>Kd</i> = custo da dívida antes do IR;	20.83%	20.83%	20.83%	20.83%	20.83%	20.83%
<i>IR</i> = alíquota de imposto de renda.	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	32.00%

Fonte: Calculado com base nas demonstrações financeiras anexas (Vide Apêndices 1 à 5)



No que diz respeito a taxa de IRPC, é de realçar que a empresa beneficiou-se de uma redução de 50% no imposto sobre o rendimento, no âmbito dos incentivos fiscais ao investimento, facto que extinguiu-se no exercício de 2007.

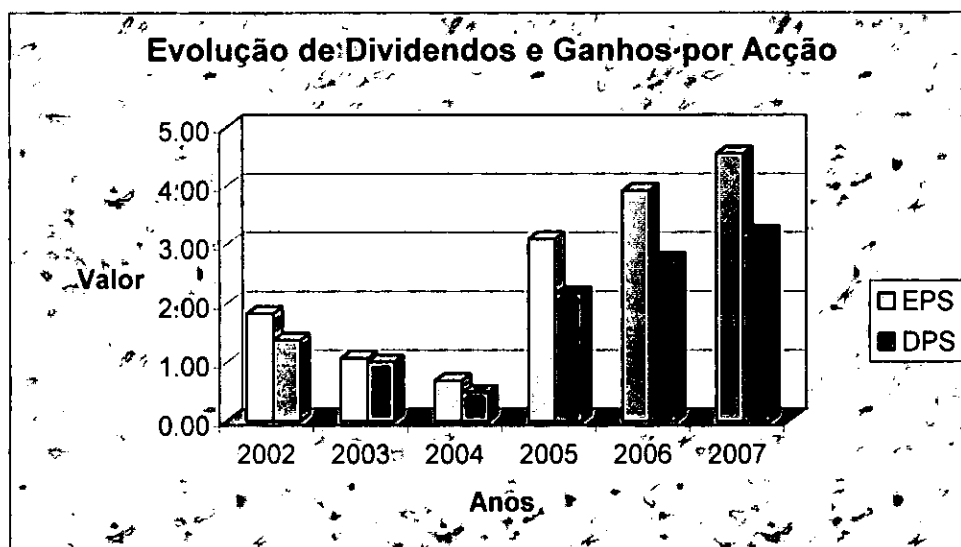
Gráfico 3. Evolução do EVA Para os Accionistas (2002-2007). (Valores em MT)



Fonte: Elaborado com base na Tabela 5

A tendência decrescente do EVA no período que se estende de 2002 até 2004 é devida, principalmente a redução do nível de investimentos, conforme reportado pelo mapa de fluxo de caixa, relativamente ao *cash flow* da actividade de investimento. A negatividade do EVA foi devida a queda da rentabilidade sobre os capitais próprios e a elevação da taxa de retorno exigida dada a instabilidade na taxa de crescimento dos dividendos o que gera um incerteza sobre o comportamento dos dividendos, com impacto na elevação do custo médio ponderado de capital. De 2006 em diante o comportamento dos dividendos por acção retoma a normalidade, gerando uma maior certeza nas previsões dos investidores e a diminuição do custo de capital, traduzindo-se na elevação do preço das acções.

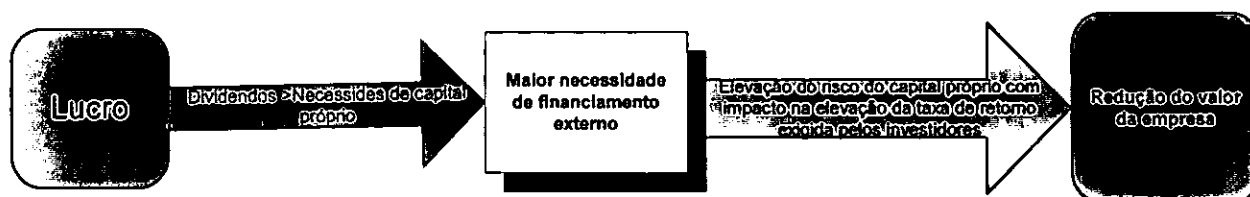
Gráfico 4. Evolução dos Dividendos e Ganhos por Acção de CDM (2002/07)  
(Valores em MT)



Fonte: Elaborado Com Base na tabela 4

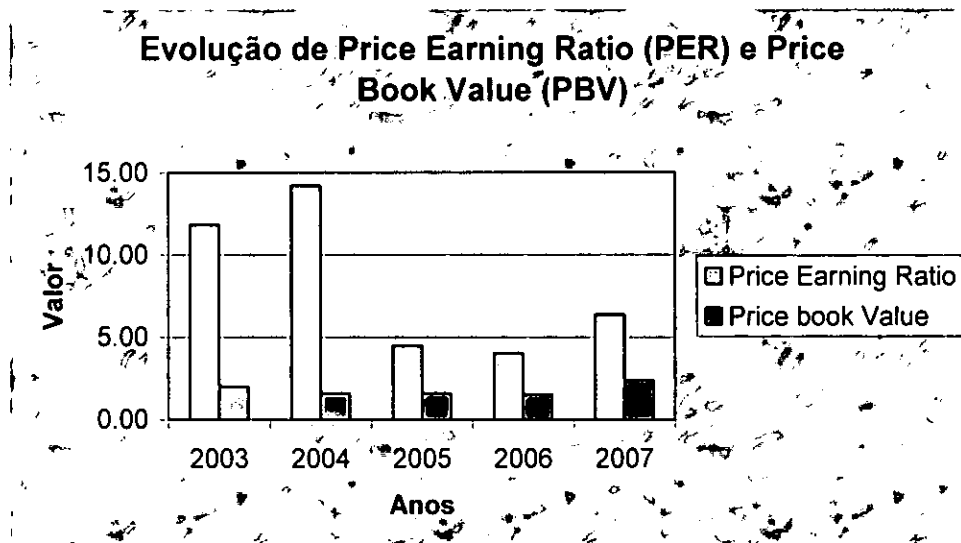
A evolução dos dividendos e ganhos por acção é consistente com a política de dividendos praticada pela empresa traduzindo-se na fixação de uma taxa quase constante de repartição dos resultados. Deste modo, estes indicadores oscilam no mesmo sentido como reflexo do desempenho demonstrado através dos resultados líquidos assim como da variação do número de acções. A tendência acima ilustrada vai, naturalmente, ao encontro da tendência constatada da análise de regressão entre o preço de acções e os dividendos por acção que se relacionaram directamente ao longo do período.

Contudo, a distribuição de dividendos deve tomar em consideração o risco associado ao custo de capital, se não vejamos: numa situação hipotética em que a empresa não têm uma política óptima de distribuição de dividendos, não procedendo racionalmente a repartição do lucro a distribuir e lucros a reter, uma possível redução do valor da empresa poderá ser gerada, se não, vejamos pelo seguinte esquema:



Fonte: adaptado de Copeland et al (2002:156)

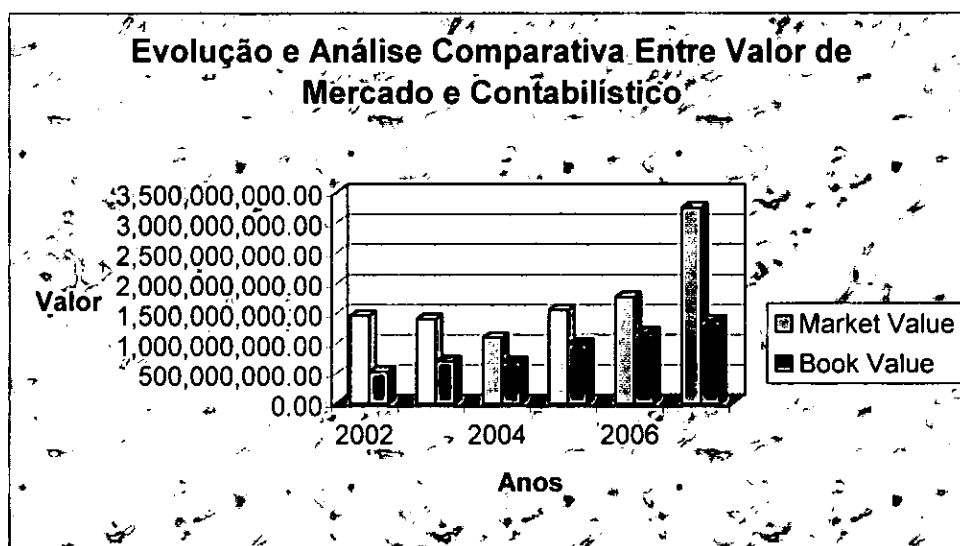
Gráfico 5. Evolução do *Price Earning Ratio* e *Price Book Value* (2003-2007)



Fonte: Elaborado Com base na Tabela 4

Da análise ao gráfico acima, particularmente em relação ao PER, é notória a sua tendência crescente no início do período, para os anos 2003 e 2004 cujos valores atingiram 11.82 e 14.20 MTS respectivamente facto que nos revela que a expectativa dos investidores em relação ao crescimento dos dividendos era maior. Contudo, nos anos 2005 e 2006, registou-se tendência contrária, com o indicador a sofrer uma queda para 4.49 e 4.04 respectivamente. Em 2007 e em função do desempenho e da melhoria das expectativas dos investidores e da tendência positiva do desempenho económico e financeiro da empresa, verifica-se um crescimento deste rácio, revelando um crescimento das expectativas dos accionistas. Por outro lado, este indicador revela a disposição dos investidores quanto ao pagamento pelos resultados da empresa. Por outro lado, da análise do PBV, verifica-se que este indicador assumiu valor mínimo de 1.5 e um máximo de 2.76, com uma tendência quase linear. O comportamento do PBV indica que a empresa esteve sobreavaliada ao longo do período. Pois, o valor contabilístico das acções está abaixo da capitalização bolsista.

Gráfico 6. Evolução e Análise Comparativa entre a Capitalização Bolsista e o Valor Contabilístico das acções (2002-2007). (Valores em MT)



Fonte: Elaborado com base no apêndice 5

Evolução acima em termos absolutos revela sobrevalorização dos activos pelo mercado de acções, contudo, como referido na análise sobre a eficiência do mercado de acções da bolsa de valores, caracterizada por uma fraca pulverização das acções, e uma baixa capitalização bolsista, a avaliação pelo mercado poderá estar longe do justo valor dos activos da CDM.

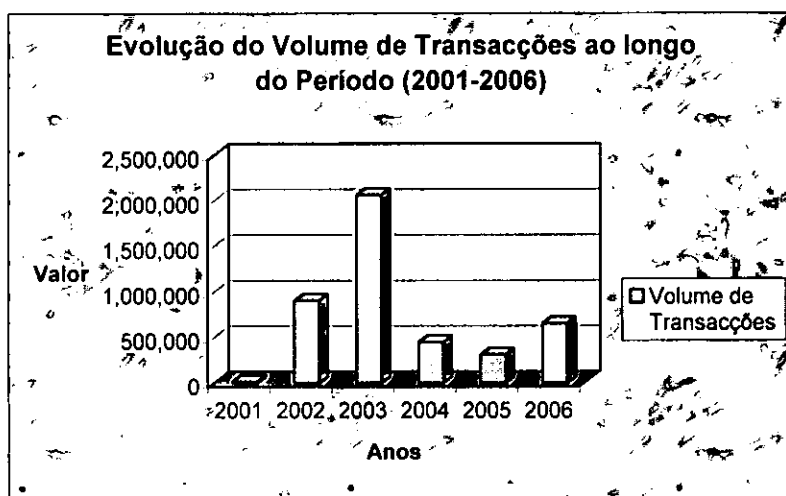
### 6.9.1. Liquidez da BVM e Seu Impacto na Valorização da Empresa

Tabela 6. Transacções de Acções da CDM (12/ 2001- 05 / 2006). (Valores em MT)

Anos/Preços	Transacções				
	Preço Mínimo	Preço Médio	Preço Máximo	Quantidade	Valor
<b>2001</b>					
PREÇOS	15	15	15	800	12,000
<b>2002</b>					
PREÇOS	12.4	14.65	15	61,750	904,550
<b>2003</b>					
PREÇOS	8.9	12.69	15	162,900	2,066,639.65
<b>2004</b>					
PREÇOS	9.5	9.79	10	45,900	449,150
<b>2005</b>					
PREÇOS	6.8	13.91	15	22,500	312,900
<b>2006</b>					
PREÇOS	6.8	15,84	17	41,000	649,404.45

Fonte: Adaptado dos dados fornecidos pela Bolsa de Valores de Moçambique (BVM)

Gráfico 7. Evolução do Volume de Transacções de Acções ao Longo do Período (2001-2006)



Fonte: Elaborado com base na tabela 6 acima

Da leitura ao quadro acima, nota-se claramente que o nível de liquidez da bolsa é muito baixo pelo que esta situação conduziria a um investidor racional a exigir um prémio de liquidez na aquisição das acções, o que tornaria o valor da empresa, longe do seu valor real. Esta situação está aliada ao facto de o nível de dispersão das acções pelos accionistas ser ainda baixo, conforme ilustra a estrutura accionista reportada na tabela número 1. A concentração das acções pela SABMiller África BV (Empresa Mãe) em 79.18% e a necessidade de não perder controle sobre a empresa tem implicações na reduzida quantidade de acções transaccionadas do ponto de vista da oferta. Ora, pelo mecanismo de mercado a determinação do preço seria feita pelo livre jogo entre a procura e a oferta de acções. E que a quando da emissão de uma acção, houvesse com facilidade um comprador disposto a pagar pelo valor da acção em certo momento. O nível de dispersão das acções pelos accionistas, embora respeite os mínimos conforme o regulamento da BVM a mesma continua muito aquém do desejável para um mercado eficiente. Por outro lado, aliada a fraca difusão da informação pelos potenciais investidores esta situação não garante que as decisões tomadas reflectam toda a informação disponível. Pois, num mercado eficiente o preço da acção reflecte toda a informação a disposição dos investidores e não haveria possibilidade de os investidores ganharem através obtenção de lucros anormais. Dada a reduzida e pouco previsível oferta de acções é mais provável a existência de uma procura insatisfeita com impacto na elevação do preço das acções pelo excesso da procura.

Da análise efectuada a BVM constatamos que a publicação das informações acima tem sido feitas da parte de CDM, contudo, é de referir que o impacto destas informações na cotação das acções da empresa não é elevado, pelos seguintes aspectos constatados:

- Fraca pulverização (detecção das acções pelos investidores) das acções da CDM, pois ao longo do período, conforme ilustra a estrutura accionista da empresa cerca de 79.18% das acções eram detidas pela SABMiller África BV, facto que viola as condições de reflectividade do preço das acções empresariais ao real valor da empresa;
- Existência de Poucos investidores profissionalizados;
- Baixo número de operadores de Bolsa, contando actualmente com a CDM, SARL.
- Imperfeição da Informação.

As características acima apontadas são inerentes ao nível de desenvolvimento em que a economia nacional se encontra, conforme reconhecia o presidente da BVM:

*«Uma bolsa reflecte aquilo que é a economia do país, e nós não podemos ter a vaidade de querer ter uma bolsa como a sul-africana e nem vamos perder tempo a fazer essa comparação. As bolsas de Nova Iorque, Tóquio e Londres, são muito avançadas e a nossa economia está muito a quem da dimensão e musculatura da economia sul-africana, por exemplo»* (Jussub Nurmamad; em [http://www.govnet.gov.mz/noticias/news\\_folder\\_econom\\_neg/fevereiro2006\\_en/ne...](http://www.govnet.gov.mz/noticias/news_folder_econom_neg/fevereiro2006_en/ne...), página consultada a 20.06.07.)

### **6.9.2. Aplicação do Q de Tobin na Avaliação da CDM**

Com vista a complementar a análise fundamental das acções, a seguir é avaliado o Q de tobin, referido na revisão de literatura como tendo a vantagem de superar a desvantagem dos outros modelos que não tomam em consideração o risco de inflação associado aos activos da empresa e a conseqüente valorização.

## Pressupostos da Análise

Com vista a simplificação do modelo, foram assumidos os seguintes pressupostos:

1. Todo o investimento é realizado no início do ano;
1. Aumento do valor de mercado dos activos a taxa anual média de 8.9% assim como a manutenção da mesma para o período (2005-2007)

Tabela 7. Cálculo do Quociente Q de Tobin. (Valores em MT)

Variável	2005	2006	2007
VMA	1,558,821,917.70	1,775,377,892.75	3,250,581,406.00
VMD	682,358,226.00	531,348,759.00	763,730,968.00
<b>VMA+VMD</b>	<b>2,241,180,143.70</b>	<b>2,306,726,651.75</b>	<b>4,014,312,374.00</b>
AT	1,673,070,586.00	1,718,511,470.00	2,153,904,478.00
VHI	1,455,467,386.00	1,665,939,670.00	2,215,125,093.00
VHE	197,473,952.00	268,495,572.00	292,045,087.00
VRI	1,585,003,983.35	1,814,208,300.63	2,412,271,226.28
VRE	215,049,133.73	292,391,677.91	318,037,099.74
<b>VRA</b>	<b>1,820,182,365.08</b>	<b>1,890,676,206.54</b>	<b>2,377,042,624.02</b>
<b>Q</b>	<b>1.23</b>	<b>1.22</b>	<b>1.69</b>

$$Q = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

Onde:

VMA = valor de mercado de acções ou capital próprio da empresa;

VMD = valor de mercado das dívidas ou capital alheio;

VRA – Valor de reposição dos activos da empresa;

VMA + VMD = valor de mercado total da empresa.

O valor de reposição de activos (VRA), conforme referido na revisão de literatura é definido como o desembolso monetário necessário para comprar a capacidade produtiva da empresa, com a mais moderna tecnologia disponível por um custo mínimo.

$$VRA = AT + VRI - VHI + VRE - VHE$$

Onde:

AT = activo total (contabilístico);

VRI = valor de reposição das instalações e equipamentos;

VHI = valor histórico das instalações e equipamentos;

VRE = valor de reposição das existências;

VHE = valor histórico dos estoques.

Conforme cálculos efectuados na tabela acima, o Q de Tobin, revelou uma tendência quase crescente no período acima, tendo atingido valores superiores a unidade, isto é  $Q > 1$ . Esta situação revela que os gestores da empresa sub investiram o seu capital, na medida em que o valor de reposição dos seus activos é inferior ao valor de mercado da empresa. Deste modo, os gestores da empresa poderiam maximizar o seu valor investindo mais na expansão dos seus projectos até que o quociente Q estivesse nas proximidades de 1. Os resultados acima obtidos, relativamente ao  $Q > 1$  são consistentes com a teoria de acordo com a qual empresas com elevado Q de Tobin estariam a aplicar grande parte dos seus resultados sobre a forma de dividendos, pois este indicador assume valores elevados nos anos em que se registaram maiores distribuições de resultados sob a forma de dividendos.

Um plano de reinvestimento dos resultados em projectos económica e financeiramente rentáveis poderia conduzir a elevação da autonomia da empresa sem por em causa a maximização do preço de acções e a efectivação de um mecanismo de auto financiamento sólido. Note-se que da análise dos indicadores de equilíbrio financeiro, constatou-se que a empresa não tem uma boa política de gestão de tesouraria, conforme detalhado na análise dos rácios de liquidez e fundo de maneio na tabela 2.



## CAPÍTULO VII – CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

### CONCLUSÕES

A política de dividendos, como qualquer outra área financeira reveste-se de fulcral importância na condução do destino da empresa, na revitalização dos negócios e na observação do princípio de continuidade de operações. Os argumentos sobre a irrelevância da política de dividendos levantados por M&M são consistentes com os pressupostos por si estabelecidos (da inexistência de impostos, ausência de custos de corretagem, inexistência da assimetria de informação, e do funcionamento perfeito do mercado de capitais). Contudo, a análise desenvolvida ao longo do trabalho, especialmente da análise do mercado de capitais moçambicano, a partir da informação colhida da BVM, é patente a existência de custos de corretagem e outros custos de transacção que põem em causa a validade dos pressupostos assumidos por M&M no desenvolvimento da sua teoria, facto que sugere que no mercado de capitais actual, a política de dividendos faz diferença, pois, devido a assimetria de informação entre os investidores, uma elevação do índice de pagamento de dividendos, de facto, reduz a incerteza quanto ao pagamento futuro dos dividendos e em relação a projecção que se possa efectuar sobre o desempenho futuro da empresa, dado o conteúdo informacional dos dividendos.

Políticas de dividendos assumem diferentes formas, dependendo dentre vários factores, de perspectivas de crescimento da empresa, restrições contratuais, legais, internas, acesso ao financiamento externo, considerações do mercado e do posicionamento dos proprietários. Elas consistem em: políticas de estabilização e políticas de dividendos residuais. As políticas de estabilização pressupõem a adopção de um plano de distribuição de dividendos consistente entre vários exercícios, sem flutuações desnecessárias com vista o potenciamento de expectativas e a atracção de investidores, pela redução de incerteza em relação ao retorno dos investidores. Por outro lado a adopção da política de dividendos residuais resulta na consideração dos dividendos como resíduos, não constituindo, deste modo, factor decisivo na política financeira da empresa. Nesta óptica, os dividendos, são um subproduto das decisões financeiras da empresa.

Os modelos financeiros foram desenvolvidos assumindo realidades extremamente diferentes, a destacar o modelo de Shiller que reconhece o problema da assimetria da informação, facto que corresponde especialmente ao mercado moçambicano, embora a classificação de investidores em

«*smart Money investors*» e «*ordinary investors*» destacando a profissionalização dos primeiros em relação aos segundos não tenha sido levada em conta pois, estudos de maior horizonte temporal e de natureza exploratória seriam necessários.

As preferências dos investidores pelas políticas de dividendos para o caso estudado são consistentes com o «*Argumento do Pássaro na Mão*». Pois, maiores dividendos corresponderam a maiores preços de acções, acontecendo o contrário com a redução dos dividendos ao longo do período analisado.

#### ▪ **Verificação de Hipóteses**

Como forma de analisar a adequacidade da teoria à realidade moçambicana, foi realizado um estudo de caso, o qual suscitou o levantamento das seguintes hipóteses:

- ✓ **H<sub>0</sub>** Um aumento do índice do pagamento de dividendos (*pay out*), mantendo o resto das variáveis constantes, leva a um aumento do preço de acções;
- ✓ **H<sub>1</sub>** A adopção de qualquer política de dividendos não tem nenhum efeito no valor da empresa, dada a posição de Modigliani & Miller.

Da análise efectuada ao caso BVM, no que diz respeito ao comportamento das acções de CDM, SARL, com a conjugação da metodologia para o estudo de caso, envolvendo uma análise gráfica, testes estatísticos e de regressão observa-se que o coeficiente de correlação ( $r=0,81$ ) revela uma forte relação entre a variação do volume de dividendos e a variação do preço por acção. Acresce que o resultado do teste de Fisher ( $p=0,001$ ) indica uma fraca probabilidade de a variância das duas séries de variáveis ser diferente o que reforça a relação entre as variáveis.

Por outro lado, da análise gráfica, constatou-se que quase todos aumentos de dividendos foram acompanhados por um aumento do preço de acções, e todas reduções dos dividendos por acção foram acompanhadas por uma queda na cotação das acções. Deste modo, não há evidências suficientes para rejeitar a hipótese nula ( $H_0$ ).

Contudo, as conclusões extraídas do presente estudo não têm carácter conclusivo uma vez que o período de análise é muito curto, assim como o tamanho da amostra, agravados pelo facto de o

mercado bolsista moçambicano ser pouco eficiente, com fraca capitalização bolsista e baixos níveis de liquidez.

## RECOMENDAÇÕES

Com a presente dissertação espera-se que se tenha contribuído para dar-se mais validade ao critério do mercado para a valorização da empresa, numa altura em que as normas internacionais de relato financeiro (IFRS) tendem a exigir a valorização e registo contabilístico da empresa pelo justo valor (*Fair Value*) dos seus activos, assim como contribuir para dar-se maior atenção às decisões sobre dividendos dada a sua relevância e seu carácter decisivo no destino e valorização da empresa, contrariamente ao que a teoria de irrelevância de dividendos de M&M propõe.

De modo a minimizar as potenciais consequências da não adopção de uma óptima política de dividendos, consistente com o princípio da maximização do valor para o investidor, é recomendável que a empresa adopte uma política que leve em conta o aproveitamento das oportunidades de investimento e crescimento empresariais, não deixando de lado a distribuição racional de dividendos, pois, conforme analisado, os dividendos transmitem informação ao mercado, pelo referido conteúdo informacional e deste modo, desempenham papel importante na remuneração e atracção de investidores.

Em relação ao mercado secundário de acções (BVM), notou-se, ao longo da análise, uma fraca admissão de empresas ao registo, facto que sugere a realização de um estudo que arrole as causas da fraca afluência de empresas a BVM e ao mercado de acções, em particular. Pelo que uma redução de barreiras e facilitação de procedimentos para a admissão a cotação é recomendável, pois o mercado bolsista moçambicano está numa fase de crescimento e uma maior afluência de empresas a este mercado traria vantagens, não só para as empresas cotadas, como também para os potenciais investidores. Os investidores disporiam de mais alternativas de incremento da sua riqueza e as empresas teriam, deste modo, mais facilidade no acesso a capital.

Aos gestores da empresa (CDM, SARL) é recomendável a adopção de políticas de gestão de tesouraria consistentes com o crescimento da empresa, o equilíbrio entre as necessidades cíclicas e o exigível de curto prazo de modo a garantir o pagamento atempado dos seus compromissos financeiros. Por outro lado é de recomendar que os investimentos de longo prazo sejam financiados devidamente por capitais permanentes, o que sugere a adopção de uma estrutura de

capital óptima e uma gestão eficiente dos activos sem por em causa o funcionamento normal das operações.

Relativamente a política de dividendos, de salientar que esta deve resultar de uma avaliação bem conjugada entre as necessidades financeiras da empresa e a maximização da riqueza dos accionistas. Pós, note-se que a empresa tem vindo a investir cada vês mais na expansão da sua capacidade, contudo, embora a mesma apresente taxas de crescimento positivas nos resultados, a injeção destes nos destinos da organização tem sido fraca dado o elevado índice de pagamento de dividendos por si fixado, facto que pode proporcionar a elevação dos níveis de endividamento com impacto no desequilíbrio da estrutura de capital.

## Apêndice 1. Transacções de Acções da CDM (12/01 – 08/06)

Tabela 8. Detalhe das Transacções de Acções da CDM (12/01 – 08/06). (Valores em MT)

Anos	Transacções				
	Preço Mínimo	Preço Médio	Preço Máximo	Quantidade	Valor
<b>2001</b>					
Dezembro	15	15	15	800	12,000
Anual	15	15	15	800	12,000
<b>2002</b>					
Janeiro	15	15	15	28,800	432,000
Fevereiro	15	15	15	3,650	54,750
Março	---	---	---	-	-
Abril	15	15	15	4,850	72,750
Maio	15	15	15	12,800	192,000
Junho	15	15	15	600	9,000
Julho	---	---	---	0	0
Agosto	15	15	15	150	2,250
Setembro	15	15	15	2,000	30,000
Outubro	---	---	---	-	-
Novembro	---	---	---	-	-
Dezembro	12.4	12.56	14	8,900	111,800
Anual	12.4	14.65	15	61,750	904,550
<b>2003</b>					
Janeiro	12.7	13.96	14.5	14.6	203,800
Fevereiro	13.5	13.86	15	17,800	246,670
Março	13	13,7	14	6,500	89,000
Abril	13	13,15	14	6,700	88,100
Maio	13	13	13	66,600	865,800
Junho	13	13	13	3,500	45,500
Julho	12.50	12.91	13	8,500	109,750
Agosto	10.70	14	14.10	4,100	57,380
Setembro	9.30	10.45	15	19,200	200,680
Outubro	9.10	10,57	12.4	8,050	85,112.65
Novembro	8.9	10.24	11.9	6,750	69,147
Dezembro	9.5	9.5	9.5	600	5,700
Anual	8.9	12.69	15	162,900	2,066,639.65
<b>2004</b>					
Janeiro	---	---	---	---	---
Fevereiro	10	10	10	2,900	29,000
Março	9.5	9.5	9.5	19,700	187,150
Abril	10	10	10	8,100	81,000
Maio	10	10	10	100	1,000
Junho	---	---	---	---	---
Julho	---	---	---	---	---

Agosto	---	---	---	---	---
Setembro	10	10	10	12,000	120,000
Outubro	---	---	---	---	---
Novembro	---	---	---	---	---
Dezembro	10	10	10	3,100	31,000
Anual	9.5	9.79	10	45,900	449,150
<b>2005</b>	<b>Preço Mínimo</b>	<b>Preço Médio</b>	<b>Preço Máximo</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Valor</b>
Janeiro	---	---	---	---	---
Fevereiro	---	---	---	---	---
Março	---	---	---	---	---
Abril	15	15	15	1,000	15,000
Maio	---	---	---	---	---
Junho	15	15	15	200	3,000
Julho	15	15	15	100	1,500
Agosto	15	15	15	17,200	258,000
Setembro	---	---	---	---	---
Outubro	10.9	10.9	10.9	2,000	21,800
Novembro	6.8	6.8	6.8	2,000	13,600
Até 19 de Dezembro	---	---	---	---	---
Anual	6.8	13.91	15	22,500	312,900
<b>2006</b>	<b>Preço Mínimo</b>	<b>Preço Médio</b>	<b>Preço Máximo</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Valor</b>
Janeiro	6.8	6.8	6.8	200	1,360
Fevereiro	---	---	---	---	---
Março	---	---	---	---	---
Abril	7	7.04	8	3,650	25,699.65
Maio	12	12	12	1,800	21,600
Junho	---	---	---	---	---
Julho	15	16.99	17	17,100	290,494.8
Até 30 de Agosto	17	17	17	18,250	310,250
Anual	6.8	15.84	17	41,000	649,404.45

Fonte: Bolsa de Valores de Moçambique (BVM)

Apêndice 2. Balanços da CDM, SARL a 31.03 de 2002/07 . (Valores em MT)

	2007	2006	2005	2004	2003	2002
<b>Activos</b>						
Propriedade, Instalações e Equipamento	1,426,408,595.00	1,014,342,538.00	925,658,021.00	908,829,141.00	794,420,917.00	765,132,230.00
Activo de Imposto Diferido				43,233,154.00		
Investimento na Empresa Subsidiária					217,061,694.00	
Activos Intangíveis	286,307,704.00	286,307,704.00	286,307,704.00	277,654,058.00	7,576,780.00	10,712,102.00
<b>Total de Activos não Correntes</b>	<b>1,712,716,299.00</b>	<b>1,300,650,242.00</b>	<b>1,211,965,725.00</b>	<b>1,229,716,353.00</b>	<b>1,019,059,391.00</b>	<b>775,844,332.00</b>
Existências	283,864,112.00	265,005,019.00	191,400,826.00	221,288,673.00	203,701,163.00	120,148,812.00
Clientes e Outros Devedores	83,380,420.00	42,224,994.00	28,101,694.00	109,717,363.00	94,208,797.00	75,269,010.00
Caixa e Equivalentes de Caixa	73,943,647.00	110,631,215.00	241,602,341.00	41,708,013.00	26,565,437.00	51,701,270.00
<b>Total de Activos Correntes</b>	<b>441,188,179.00</b>	<b>417,861,228.00</b>	<b>461,104,861.00</b>	<b>372,714,049.00</b>	<b>324,475,397.00</b>	<b>247,119,092.00</b>
<b>Total de Activos</b>	<b>2,153,904,478.00</b>	<b>1,718,511,470.00</b>	<b>1,673,070,586.00</b>	<b>1,602,430,402.00</b>	<b>1,343,534,788.00</b>	<b>1,022,963,424.00</b>
<b>Capitais Próprios e Passivo</b>						
<b>Capital e Reservas</b>						
Capital Emitido	224,178,028.00	224,178,028.00	224,178,028.00	224,178,028.00	224,178,028.00	200,000,000.00
Número de Acções Ordinárias	112,089,014.00	112,089,014.00	112,089,014.00	112,089,014.00	111,081,592.00	100,000,000.00
Prémio de Emissão	170,299,749.00	170,299,749.00	170,299,749.00	170,299,749.00	170,299,749.00	
Reservas	85,862,896.00	85,862,896.00	62,432,914.00	45,072,125.00	41,209,489.00	35,248,069.00
Lucros acumulados	909,832,837.00	706,822,038.00	533,801,669.00	257,811,944.00	270,548,014.00	295,085,691.00
<b>Total de Capitais Próprios</b>	<b>1,390,173,510.00</b>	<b>1,187,162,711.00</b>	<b>990,712,360.00</b>	<b>697,361,846.00</b>	<b>706,235,280.00</b>	<b>530,333,760.00</b>
<b>Passivo</b>						
<b>Empréstimos Sujeitos a Juros</b>						
Total do Passivo não Corrente	70,115,000.00	70,115,000.00	161,511,829.00	186,274,470.00	129,621,911.00	
Descoberto Bancário	133,535,122.00	140,767,768.00	48,386,951.00	136,954,119.00	108,627,402.00	223,146,136.00
Empréstimos Sujeitos a Juros		954,334.00	168,300,267.00	337,429,082.00	191,931,679.00	92,287,574.00
Fornecedores e Outros Credores	515,283,244.00	287,290,012.00	237,175,961.00	206,018,596.00	9,924,996.00	21,365,152.00
Provisões e Antecipações Passivas	44,797,602.00	32,221,645.00	66,983,218.00	38,392,289.00	197,193,520.00	155,830,802.00
<b>Total do Passivo Corrente</b>	<b>693,615,968.00</b>	<b>461,233,759.00</b>	<b>520,846,397.00</b>	<b>718,794,086.00</b>	<b>507,677,597.00</b>	<b>492,629,664.00</b>
<b>Total Do Passivo</b>	<b>763,730,968.00</b>	<b>531,348,759.00</b>	<b>682,358,226.00</b>	<b>905,068,556.00</b>	<b>637,299,508.00</b>	<b>492,629,664.00</b>
<b>Total de Capitais Próprios e Passivo</b>	<b>2,153,904,478.00</b>	<b>1,718,511,470.00</b>	<b>1,673,070,586.00</b>	<b>1,602,430,402.00</b>	<b>1,343,534,788.00</b>	<b>1,022,963,424.00</b>



**Apêndice 3. Demonstração de Resultados da CDM, SARL-31.03.2002/07. (Valores em MT)**

	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Receitas	3,194,755,868.00	2,573,866,300.00	2,195,852,843.00	1,849,366,489.00	1,397,078,169.00	1,216,318,599.00
Custo das Vendas	-1,894,984,577.00	-1,517,022,723.00	-1,323,749,297.00	-1,137,271,740.00	-831,447,152.00	-681,904,659.00
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1,299,771,291.00</b>	<b>1,056,843,577.00</b>	<b>872,103,546.00</b>	<b>712,094,749.00</b>	<b>565,631,017.00</b>	<b>534,413,940.00</b>
Outros Proveitos Operacionais	4,282,420.00	1,313,829.00	9,111,135.00	1,492,647.00		
Outras Despesas Operacionais		-4,633,685.00	0.00			
Despesas de Venda e Administrativas	-530,744,588.00	-481,453,794.00	-424,720,751.00	-393,745,827.00	-295,873,949.00	-262,582,894.00
<b>LAJIR</b>	<b>773,309,123.00</b>	<b>572,069,927.00</b>	<b>456,493,930.00</b>	<b>319,841,569.00</b>	<b>269,757,068.00</b>	<b>271,831,046.00</b>
Receitas Financeiras	6,676,111.00	6,126,957.00	58,735,897.00	1,039,311.00		
Encargos Financeiros	-49,789,940.00	-45,006,715.00	-56,471,220.00	-193,399,398.00		
Custos Financeiros Líquidos	-43,113,829.00	-38,879,758.00	2,264,677.00	-192,360,087.00	-59,018,251.00	-41,957,965.00
Outros Proveitos					4,626,173.00	1,909,995.00
Diferenças Cambiais					-68,785,670.00	-10,516,359.00
Lucro Antes de Impostos	730,195,294.00	533,190,169.00	458,758,607.00	127,481,482.00	146,579,320.00	221,266,717.00
Impostos	-219,534,311.00	-93,688,514.00	-111,542,827.00	-50,228,763.00	-27,344,577.00	-38,161,155.00
<b>Lucro do Exercício</b>	<b>510,660,983.00</b>	<b>439,501,655.00</b>	<b>347,215,780.00</b>	<b>77,252,719.00</b>	<b>119,234,743.00</b>	<b>183,105,562.00</b>
<b>Resultados Básicos por Ação</b>	<b>4.56</b>	<b>3.92</b>	<b>3.10</b>	<b>0.69</b>	<b>1.07</b>	<b>1.83</b>

Fonte: Adaptado dos Relatórios e Contas Anuais de CDM, SARL dos anos (2002-2007)

**Apêndice 4. Demonstração de Fluxos de Caixa-Para os Anos Fintos a 31.03 de 2002/07. (Valores em MT)**

	2007	2006	2005	2004	2003	2002
<b>Fluxo de Caixa de Atividades Operacionais</b>						
Fluxo de Caixa Gerado Pelas Operações	1,034,571,976.00	634,013,592.00	727,853,447.00	387,689,678.00	237,865,869.00	283,520,259.00
Juros Pagos	-49,789,940.00	-45,006,715.00	-56,471,220.00	-99,978,428.00	-102,808,489.00	-58,425,916.00
Impostos Pagos	-104,809,600.00	-103,426,214.00	-2,902,946.00	-22,094,986.00	-38,784,733.00	-31,540,112.00
<b>Fluxo Líquido de Caixa de Atividades Operacionais</b>	<b>879,972,436.00</b>	<b>485,580,663.00</b>	<b>668,479,281.00</b>	<b>265,616,264.00</b>	<b>96,272,647.00</b>	<b>193,554,231.00</b>
<b>Fluxo de Caixa de Atividades de Investimento</b>						
Investimento na Subsidiária					-22,583,917.00	
Aquisição de Propriedade, Instalações e Equipamento			-138,716,536.00	-177,082,245.00	-109,838,614.00	-208,582,409.00
Aquisição de Ativos Intangíveis	-609,026,872.00	-214,400,777.00	-8,653,646.00			
Juros Recebidos	6,676,111.00	6,126,957.00	2,355,212.00	1,039,311.00		
Receitas de Venda de Propriedade, Instalações e Equipamento	1,528,896.00	1,135,022.00	22,883,123.00	521,914.00	4,939,620.00	982,992.00
<b>Fluxo Líquido de Caixa de Actividade de Investimento</b>	<b>-600,821,865.00</b>	<b>-207,138,798.00</b>	<b>-122,131,847.00</b>	<b>-175,521,020.00</b>	<b>-127,482,911.00</b>	<b>-207,599,417.00</b>
<b>Fluxo de Caixa de Atividades de Financiamento</b>						
Empréstimos obtidos		92,380,817.00	0.00	18,945,941.00	38,823,834.00	115,554,506.00
Reembolso de Empréstimos	-8,186,980.00	-258,742,762.00	-282,458,623.00		114,518,734.00	7,653,707.00
Dividendos Pagos	-307,651,159.00	-243,051,046.00	-63,994,483.00	-106,058,243.00	-135,108,503.00	-100,702,201.00
<b>Fluxo Líquido de Caixa de Actividade de Financiamento</b>	<b>-315,838,139.00</b>	<b>-409,412,991.00</b>	<b>-346,453,106.00</b>	<b>-87,112,302.00</b>	<b>18,234,065.00</b>	<b>22,506,012.00</b>
<b>Decréscimo/Acréscimo em Caixa e Equivalentesde Caixa</b>	<b>-36,687,568.00</b>	<b>-130,971,126.00</b>	<b>199,894,328.00</b>	<b>2,982,942.00</b>	<b>-12,976,199.00</b>	<b>8,460,826.00</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa em 1 de Abril	110,631,216.00	241,602,342.00	41,708,014.00	38,725,072.00	51,701,271.00	43,240,445.00
<b>Caixa e Equivalentes de Caixa em 31 de Março</b>	<b>73,943,648.00</b>	<b>110,631,216.00</b>	<b>241,602,342.00</b>	<b>41,708,014.00</b>	<b>38,725,072.00</b>	<b>51,701,271.00</b>

Fonte: Adaptado do Relatório e Contas Anuais de CDM-2002-2007

### Apêndice 5. Cálculo de Indicadores Econômico-Financeiros. (Valores em MT)

Tabela 8. Cálculo de Indicadores Econômico-Financeiros

Indicador	Base de Cálculo						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
1. LIQUIDEZ GERAL:	Activo Circulante / Passivo Circulante (1)	0.50	0.64	0.52	0.89	0.91	0.64
2. LIQUIDEZ REDUZIDA:	(Activo Circulante - E) / Passivo Circulante (1)	25.77%	23.79%	21.07%	51.78%	33.14%	22.68%
3. LIQUIDEZ IMEDIATA	D / Passivo Circulante	10.49%	5.23%	5.80%	46.39%	23.99%	10.66%
4. FUNDO MANEIO LÍQUIDO (FML)	Activo Circulante - Passivo Circulante (1)	-245.510,572	-183.202,200	-346.080,037	-59.741,536	-43.372,531	-252.427,78
5. FUNDO MANEIO NECESSÁRIO (FMN)	(E + C + EOEP + OD + D) - (F + EOEP + OC) (3)	-245.510,572	-183.202,200	-346.080,037	-59.741,536	-43.372,531	-252.427,78
6. SITUAÇÃO DE TESOURARIA OU EQUILÍBRIO FINANCEIRO	FML - FMN	0	0	0	0	0	0
7. ROTAÇÃO EXISTÊNCIAS PREÇO CUSTO	CMVMC / E (2)	6	4	5	7	6	6
8. ROTAÇÃO EXISTÊNCIAS PREÇO VENDA	Vendas de Merc. (Prod.) / Existências de Merc. (Prod.) (2)	10	7	8	11	10	1
9. PRAZO MÉDIO RECEBIMENTOS (PMR)	[ Clientes (C/C e Tit. a Receber) / Vendas * 365 (2)	23	25	22	5	6	1
10. PRAZO MÉDIO STOCKAGEM (PMS) (Dias)	[ E / (CMVMC) * 365 (2)	64	89	71	53	64	5
11. PRAZO MÉDIO PAGAMENTOS (PMP) (Dias)	Fornecedores (C/C e Tit. a Pagar) / Compras * 365 (2)	11	4	65	67	66	9
CV=E. Inicial+Compras-E. final, Compras=CV+E. Final-E. Inicial							
12. CICLO CONVERSÃO CAIXA (CCC) (Dias)	PMR + PMS - PMP	75	110	28	-9	4	-3
13. CAPITAIS PERMANENTES	Capital Próprio + Passivo M/L Prazo Imob. Incorpóreas (II) + Imob. Corpóreas (IC)	681.904,659	914.999,503	1.154.859,250	1.293.861,450	1.590.626,916	1.913.843,67
14. IMOBILIZAÇÕES ECONÔMICAS		530.333,760	835.857,191	883.636,316	1.152.224,189	1.257.277,711	1.460.288,51
15. INVESTIMENTOS FINANCEIROS (IF)		775.844,332	1.019.059,391	1.229.716,353	1.211.965,725	1.300.650,242	1.712.716,29
16. IMOBILIZAÇÕES TOTAIS	II + IC + IF	775.844,332	1.019.059,391	1.229.716,353	1.211.965,725	1.300.650,242	1.712.716,29
17. EXCEDENTE CAPITAIS PERMANENTES (13 - 16)	Capitais Permanentes - Imobilizações Totais	-245.510,572	-183.202,200	-346.080,037	-59.741,536	-43.372,531	-252.427,78
18. COBERTURA IMOBILIZAÇÕES TOTAIS (13 / 16)	Capitais Permanentes / Imobilizações Totais	68.36%	82.02%	71.86%	95.07%	96.67%	85.26%
19. COBERTURA FUNDO MANEIO NECESSÁRIO (17 / 5)	Excedente Capitais Permanentes / FMN	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
20. GRAU DE ENDIVIDAMENTO	Total Passivo / Total Activo Líquido	48.16%	47.43%	56.48%	40.78%	30.92%	35.46%
21. SOLVABILIDADE FINANCEIRA	Capital Próprio / Total Passivo	107.65%	110.82%	77.05%	145.19%	223.42%	182.02%
22. AUTONOMIA FINANCEIRA	Capital Próprio / Total Activo Líquido	51.84%	52.57%	43.52%	59.22%	69.08%	64.54%
23. PESO DO PASSIVO NO CAPITAL PRÓPRIO	Total Passivo / Capital Próprio	92.89%	90.24%	129.78%	68.88%	44.76%	54.94%
24. PESO DO PASSIVO C/ PRAZO na ESTRUTURA							64

Continuação – Apêndice 5. Cálculo de Indicadores Econômico Financeiros.

21. SOLVABILIDADE FINANCEIRA	Capital Próprio / Total Passivo	107,65%	110,82%	77,05%	145,19%	223,42%	182,02%
22. AUTONOMIA FINANCEIRA	Capital Próprio / Total Activo Líquido	51,84%	52,57%	43,52%	59,22%	69,08%	64,54%
23. PESO do PASSIVO no CAPITAL PRÓPRIO	Total Passivo / Capital Próprio	92,89%	90,24%	129,78%	68,88%	44,76%	54,94%
24. PESO do PASSIVO C/ PRAZO na ESTRUTURA ENDIVIDAMENTO	Passivo Circulante / Total Passivo	100,00%	79,66%	79,42%	76,33%	86,80%	90,82%
25. COBERTURA ENCARGOS FINANCEIROS (TIE)	RO / Encargos Financeiros	-	-	165,38%	808,37%	1271,08%	1553,14%
26. COBERTURA ALARGADA ENCARGOS FINANCEIROS	(RO + A + P) / Encargos Financeiros			214%	990%	1.549%	1865%
28. MEIOS LIBERTOS BRUTOS	(MLB) RO + A + P		383,334,414.00	257,058,900.00	587,589,488.00	662,532,378.00	941,061,545.0
29. MEIOS LIBERTOS LÍQUIDOS (MLL)	MLB - I		355,989,837.00	206,830,137.00	476,046,661.00	568,843,864.00	721,527,234.0
30. CASH-FLOW PATRIMONIAL BRUTO	RLE + A + P + I		260,156,666	64,698,813	589,854,163	623,652,620	897,947,71
31. CASH-FLOW PATRIMONIAL LÍQUIDO	RLE + A + P		232,812,089	14,470,050	478,311,338	529,964,106	678,413,40
32. RENDIBILIDADE CAPITAIS PRÓPRIOS (ROE)	RLE / Capital Próprio		22,48%	10,94%	49,79%	44,36%	43,02%
33. RENDIBILIDADE IMOBILIZ. ECONÔMICAS	RLE / Imobilizações Econômicas	23,60%	11,70%	6,28%	28,65%	33,79%	29,82%
34. RENDIBILIDADE IMOBILIZ. TOTAIS	RLE / Imobilizações Totais	23,60%	11,70%	6,28%	28,65%	33,79%	29,82%
35. RENDIBILIDADE do TOTAL do ACTIVO (ROA)	RLE / Total do Activo Líquido	17,90%	8,87%	4,82%	20,75%	25,57%	23,71%
36. MARGEM BRUTA em PERCENTAGEM das VENDAS	Resultados Brutos em Valor / Vendas	43,94%	40,49%	38,50%	39,72%	41,06%	40,68%
37. MARGEM LÍQUIDA SOBRE VENDAS (MLSV)	RLE / Vendas	15,05%	8,53%	4,18%	15,81%	17,08%	15,98%
38. ROTAÇÃO do ACTIVO CIRCULANTE	Vendas / Activo Circulante Líquido	5	4	5	5	6	
39. ROTAÇÃO do ACTIVO FIXO	Vendas / Activo Fixo Líquido	2	1	2	2	2	
40. ROTAÇÃO do TOTAL do ACTIVO	Vendas / Total do Activo Líquido	1	1	1	1	1	
41. MULTIPLICADOR CAPITAL PRÓPRIO	Total do Activo Líquido / Capital Próprio	1,93	1,90	2,30	1,69	1,45	1,5

Fonte: Calculado com Base nas Demonstrações Financeiras de CDM, SARRL anexas aos Relatórios e Contas Anuais dos anos (2002-2007), e no Apêndice 1

### Continuação – Apêndice 5. Cálculo de Indicadores de Mercado de Ações

Tabela 9 Comparação Entre Valores de Mercado e Contabilísticos. (Valores em MT)

Indicador	Base de Cálculo						
	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
1. VALOR CONTABILÍSTICO UNITÁRIO	Capital Próprio / Número Ações Emitidas	12.40	10.59	8.84	6.22	6.36	5.30
2. EPS (Earning Per Share - Ganho por Ação)	RLE / Número Ações Emitidas	4.56	3.92	3.10	0.69	1.07	1.83
3. DPS (Dividend Per Share - Dividendo por Ação)	Dividendos / Número Ações Emitidas	3.20	2.74	2.17	0.48	1.01	1.38
4. PAYOUT RATIO (Taxa de Distribuição de Dividendos)	Dividendos / RLE	70%	70%	70%	70%	94%	75%
5. TAXA DE RETENÇÃO DE RESULT. LIQ. EXERCÍCIO	Resultados Retidos / RLE	30%	30%	30%	30%	6%	25%
6. PER (Price Earning Ratio)	Valor de Mercado Unitário / EPS	6.37	4.04	4.49	14.20	11.82	8.00
7. PBV (Price Book Value)	Valor de Mercado Unitário / Valor Contabilístico Unitário	2.34	1.50	1.57	1.57	2.00	2.76
8. PCF (Price Cash Flow)	Valor de Mercado Unitário / Cash Flow Patrim. Liq. Unit.	4.79	3.35	2.64	16.95	5.42	-
9. MKV (Market Value)	Valor de Mercado Unitário * Número de Ações Emitidas	3,250,581,406.00	1,775,377,892.75	1,558,821,917.70	1,096,791,001.99	1,409,292,157.70	1,464,900,000.00
10. Book Value		1,390,173,510.00	1,187,162,711.00	990,712,360.00	697,361,846.00	706,235,280.00	530,333,760.00
Diferença -(\$0)-(\$1)		1,860,407,896.00	588,215,181.75	568,109,557.70	399,429,155.99	703,056,877.70	934,566,240.00

ONDE:

D - Disponibilidades	P - Provisões do Exercício
C - Clientes	F - Fornecedores
OD - Outros Devedores	OC - Outros Credores
E - Existências	EOEP - Estado e Outros Entes Públicos
A - Amortizações do Exercício	RO - Resultados Operacionais
I - Imposto sobre o Rendimento de Exercício	RLE - Resultado Líquido do Exercício

CMV/MC - Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas

Fonte dos Indicadores: MENEZES, H. Caldeira. (1997) Princípios de Gestão Financeira.

Colecção Fundamentos. Editorial Presença

## BIBLIOGRAFIA

- AVISO Nº 2 /GGBM/99. Moçambique.
- AVISO Nº 3 /GGBM/99. Moçambique.
- AVISO Nº 4 /GGBM/99. Moçambique.
  
- BREALEY, Richard A. & Stewart C. Myers et al (2002). Princípios de Finanças Empresariais 3ª edição. Mcgrawhill irwin. Rio de Janeiro. Brasil.
  
- BVM (Bolsa de Valores de Moçambique) – (2002). Relatório e Contas Plurianual. Maputo, Moçambique.
  
- BVM, Circular Nº 01/GPCDBVM/02 de 07 de Novembro Sessões De Bolsa Negociação e Operações
  
- BVM, Circular No 5/GPCDBVM/2001 de 26 de Abril Compensação e Liquidação de Operações De Bolsa
  
- BVM, Circular Nº1/GPCDBVM/99 de 15 de Setembro Organização do Registo de Operadores de Bolsa e Mandatários
  
- BVM. Circular Nº 6/GPCDBVM/2001 de 17 de Abril Processo de Admissão à Cotação de Valores Mobiliários
  
- CERVEJAS DE MOÇAMBIQUE (CDM), Relatório e Contas (31.03/02-31.03./07)
  
- COPELAND, Tom & Tim Koller, Jack Murrin. Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3ª edição. Makron Books, São Paulo, Brasil.
  
- CORNELLI, Francesca (1999). Em “Dominando Administração” Makron Books. Universidade de Pensilvânia.

- DECRETO N°49/98 de 22 de Setembro. Criação da BVM
- FAMÁ, Rubens & Lucas Ayres B. De Barros. (2000). Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo. Brasil.
- GITMAN, Lawrence Jeffrey. (2004). Princípios de Administração Financeira. 10ª edição. Person Addison Wesley, São Paulo, Brasil.
- MENEZES, H. Caldeira. (1997) Princípios de Gestão Financeira. Coleção Fundamentos. Editorial Presença.
- MOTA, António S. Gomes & Jorge H. Correia Tomé. (1996). Mercado de Títulos «Uma Abordagem Integrada» 4ª edição. Texto Editora, Lisboa.
- NETO, Alexandre Assaf. (2003). Finanças Corporativas e Valor. Editora Atlas. São Paulo. Brasil.
- PIMENTEL, Miguel (2002). Impacto da Política de Dividendos na Avaliação da Empresa. «A definição da Política de dividendos da empresa» Instituto Mercado Capitais.
- SÁ, Geraldo Tosta de. (1987) Mercado de Acções & Bolsas de Valores. Edições Correio da Manhã. Lisboa. Portugal
- SOARES, Vasco Jorge Salazar. (1997). A (In) Eficiência dos Mercados Bolsistas de Acções «Estudo de Caso Português, (1977-1994)», Vida Económica, Portugal.
- TAVARES, Fernando António de Oliveira (2002) Avaliação de Acções «O modelo de *Cash Flow*» Editora: Vida Económica; Grupo Editorial: Peixoto de Sousa.

#### INTERNET

- [http://www.bancomoc.mz/documents/DEE/Agosto\\_02.doc](http://www.bancomoc.mz/documents/DEE/Agosto_02.doc) Consultada a 20.06.2007
- <http://www.d2d.pt/canal.php?id-artigo=29> Consultada a 20.06.2007

- <http://www.fipecafi.com.br/viuvvas/politicas.asp>, consultada a 20.06.07.
- [http://www.govnet.gov.mz/noticias/news\\_folder\\_econom\\_neg/fevereiro2006\\_en/ne...](http://www.govnet.gov.mz/noticias/news_folder_econom_neg/fevereiro2006_en/ne...),  
página consultada a 20.06.07.