

**A Bolsa de Valores de Moçambique como Mecanismo de Financiamento das
Empresas: O Caso da Cervejas de Moçambique, Hidroelétrica de Cahora Bassa
e Tropigalia**

Por:

Melissa Ntsay Carlos Tomo

**Trabalho de Licenciatura Submetido em Satisfação dos Requisitos Parciais para Obtenção do
Grau de Licenciatura em Economia**

**Faculdade de Economia
Universidade Eduardo Mondlane**

Maputo, Julho de 2026

A Bolsa de Valores de Moçambique como Mecanismo de Financiamento das Empresas: O Caso da Cervejas de Moçambique, Hidroelétrica de Cahora Bassa e Tropigalia

Por:

Melissa Ntsay Carlos Tomo

Trabalho de Licenciatura submetido em cumprimento parcial dos requisitos para obtenção do Grau de Licenciatura em Economia pela Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane

Supervisor: **Prof. Doutor Manoela Sylvestre**

Maputo, Julho de 2026

DECLARAÇÃO

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

Maputo, de Julho de 2026

(Melissa Ntsay Carlos Tomo)

APROVAÇÃO DO JÚRI

Este trabalho foi aprovado no dia de Julho por nós, membros do Júri examinador da
Faculdade de Economia da Universidade Eduardo Mondlane.

Presidente do Júri

Arguente

Supervisor

ÍNDICE

DEDICATÓRIA	vii
AGRADECIMENTOS.....	viii
ÍNDICE DE TABELAS	ix
ÍNDICE DE GRÁFICOS E FIGURAS	x
LISTA DE ABREVIATURAS.....	xi
RESUMO.....	xii
CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Contextualização.....	1
1.2 Problema de Pesquisa	3
1.3 Fundamentação do Tema de Pesquisa	4
1.4 Objectivos do Estudo.....	5
1.5 Estrutura do Trabalho	6
CAPÍTULO II - REVISÃO DA LITERATURA	7
2.1 Enquadramento Teórico.....	7
2.1.1 Definição de Conceitos Básicos	7
2.1.2 Relação entre Bolsa de Valores e Empresas	22
2.2 Estudos empíricos.....	23
2.3 Avaliação Crítica da Literatura Revista.....	24
CAPÍTULO III – METODOLOGIA	27
3.1. Classificação do estudo	27
3.2. Técnica de recolha de dados	27
3.3 População e amostra	28
3.4 Técnica de análise e tratamento de dados	28
3.5. Limitações da pesquisa	29
CAPÍTULO IV – ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	30
4.1 Cervejas de Moçambique.....	30
4.2 Hidroeléctrica de Cahora Bassa	36

4.3 Tropigalia	46
CAPÍTULO V – CONCLUSÃO	56
BIBLIOGRAFIA	59
APÊNDICE	63
Apêndice 1 - Guia de entrevista à Bolsa de Valores de Moçambique	63
Apêndice 2 - Guia de entrevista à CDM, HCB e Tropigalia.....	64

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais, pelo apoio sem fim, pelo amor incondicional e por estarem sempre presentes em todos os momentos da minha caminhada.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, pela vida, pela saúde, e pela sabedoria concedidas ao longo desta caminhada.

Aos meus pais, Maria Dava e Carlos Tomo, expresso a minha mais profunda gratidão por sempre acreditarem em mim e por serem a minha base em todos os momentos.

À minha irmã, Chantel Tomo, agradeço por me motivar das formas mais aleatórias possíveis, muitas vezes sem imaginar o quanto isso significava para mim. As tuas palavras, gestos e presença foram importantes e tornaram esta jornada mais leve.

Ao meu namorado, Enzo Manhique, agradeço por caminhar comigo em cada segundo de elaboração deste trabalho. Obrigada pelo suporte, pela paciência, e por me mostrares, vezes sem conta, que eu posso tudo.

Às minhas amigas, agradeço pelas orações que me fortaleceram, fazendo com que tudo desse certo.

Ao meu supervisor, Prof. Doutor Manoela Sylvestre, deixo o meu sincero agradecimento pela orientação, disponibilidade, paciência e pelos contributos dados ao longo da elaboração deste trabalho. O seu acompanhamento foi essencial para a concretização desta pesquisa.

Por fim, agradeço a todos que, directa ou indirectamente, contribuíram para a realização deste trabalho, seja através de palavras de incentivo, colaboração ou simples gestos de carinho. À todos, o meu muito obrigada.

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 2.1: Entidades envolvidas na Bolsa de Valores de Moçambique.....	11
Tabela 2.2: Requisitos para admitir a Bolsa de Valores de Moçambique.....	15
Tabela 2.3: Classificação das empresas a nível internacional.....	16
Tabela 4.1: Dados base da CDM no período pós cotação, de 2002-2006 (valores em MT)..	32
Tabela 4.2: Indicadores financeiros calculados (2002-2006).....	34
Tabela 4.3: Dados base da HCB no período pré-cotação, de 2016-2018 (valores em MT)...	38
Tabela 4.4: Indicadores financeiros calculados (2016-2018).....	39
Tabela 4.5: Dados base da HCB no período pós-cotação, de 2019-2021 (valores em MT)...	42
Tabela 4.6: Indicadores financeiros calculados (2019-2021).....	44
Tabela 4.7: Evolução dos Indicadores Económicos da Tropigalia (2019–2021).....	47
Tabela 4.8: Evolução dos Indicadores Financeiros da Tropigalia (2019–2021).....	47
Tabela 4.9: Dados base da Tropigalia no período pós-cotação, de 2022-2024 (valores em MT)	51
Tabela 4.10: Indicadores financeiros calculados (2022–2024).....	53

INDICE DE GRÁFICOS E FIGURAS

Gráfico 1.1: Razões para não adesão à BVM (% da amostra observada)	2
Figura 2.1: Marcos institucionais da Bolsa de Valores de Moçambique.....	8

LISTA DE ABREVIATURAS

Anheuser-Busch InBev – AB InBev

B3 – Bolsa de Valores do Brasil

BVM – Bolsa de Valores de Moçambique

CDM – Cervejas de Moçambique

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Central de Valores Mobiliários

EBITDA - Resultados antes de juros, impostos, depreciações e amortizações.

HCB – Hidroelétrica de Cahora Bassa

HKEX – Bolsa de Valores de Hong Kong

INSS – Instituto Nacional de Segurança Social

JSE – Bolsa de Valores de Johannesburg

MCO - Mercado de Cotações Oficiais

PME – Pequenas e Médias Empresas

OECD - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OEOT - Operadores Especializados em Obrigações de Tesouro

OPS - Oferta Pública de Subscrição

OPV - Oferta Pública de Venda

ROA - Rendibilidade do Activo

ROE - Rendibilidade dos Capitais Próprios

ZSE - Bolsa de Valores do Zimbabwe

RESUMO

O presente trabalho tem como objectivo analisar o papel da Bolsa de Valores de Moçambique (BVM) como mecanismo de financiamento das empresas, tendo como estudo de caso a Cervejas de Moçambique (CDM), Hidroeléctrica de Cahora Bassa (HCB) e Tropigalia. A pesquisa procurou avaliar o desempenho destas empresas nos três anos anteriores e nos três anos posteriores à sua entrada na bolsa, de modo a compreender se a cotação contribuiu para reforçar a capacidade de financiamento, melhorar a estrutura financeira e influenciar o desempenho económico-financeiro. Para alcançar este objectivo, recorreu-se a entrevistas com as quatro instituições-chave, permitindo recolher informações relevantes sobre o funcionamento do mercado de capitais, os requisitos de admissão à cotação e a experiência das empresas analisadas. Posteriormente, essas informações foram complementadas com a análise dos relatórios e contas da CDM, HCB e Tropigalia, o que permitiu comparar a evolução dos principais indicadores financeiros antes e depois da cotação. Os resultados mostram que a BVM desempenha um papel importante no financiamento empresarial, embora de forma distinta em cada caso. Na Tropigalia, a Bolsa teve um impacto mais directo, sobretudo em 2022, quando a Oferta Pública de Subscrição (OPS) permitiu reforçar o capital da empresa e financiar investimentos em activos fixos, infraestruturas logísticas e fundo de maneoio. Já na CDM e na HCB, a Bolsa assumiu um papel mais complementar. A CDM continuou a recorrer a recursos internos e ao crédito bancário para sustentar a sua expansão, enquanto a HCB utilizou a Oferta Pública de Venda (OPV) principalmente como instrumento de dispersão accionista, inclusão económica, transparência e dinamização do mercado de capitais. Conclui-se, assim, que a entrada na Bolsa não elimina a necessidade de outras fontes de financiamento, mas reforça os capitais próprios, melhora a estrutura financeira, aumenta a credibilidade institucional e fortalece práticas de transparência e boa governação. Recomenda-se, por isso, que as empresas que pretendam cotar-se na BVM assegurem previamente demonstrações financeiras auditadas, boa estrutura de governação corporativa, planeamento adequado da dispersão de acções e acompanhamento por entidades especializadas, como a própria BVM, consultores, auditores e agremiações empresariais.

Palavras-chave: Bolsa de Valores de Moçambique; Cervejas de Moçambique; Tropigalia; financiamento; empresas; mercado de capitais; cotação.

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

Nas secções que seguem, descreve-se o contexto no qual está inserido o tema da pesquisa, declara-se o problema de pesquisa, fundamenta-se o tema de pesquisa, definem-se os objectivos do estudo e apresenta-se a estrutura do trabalho de licenciatura aqui proposto.

1.1 Contextualização

O acesso ao financiamento é um dos principais determinantes do crescimento e sustentabilidade das empresas, especialmente nos países em desenvolvimento.

Em Moçambique, o financiamento empresarial tem sido tradicionalmente dominado pelo sistema bancário, sendo este uma das principais fontes externas de capital para o sector produtivo. No entanto, esta dependência dos bancos pode limitar a diversificação das fontes de financiamento, sobretudo quando as empresas enfrentam taxas de juro elevadas, exigências rigorosas de garantias, prazos de reembolso curtos e dificuldades no cumprimento dos critérios exigidos pelas instituições financeiras. Esta realidade afecta principalmente pequenas e médias empresas (PME), mas também pode condicionar empresas de maior dimensão quando procuram financiar projectos de expansão ou investimentos de longo prazo. Assim, a concentração do financiamento no sector bancário tende a aumentar a vulnerabilidade das empresas às condições monetárias e ao custo do crédito (BVM, 2022).

Nesse contexto, os mercados de capitais assumem uma função estratégica ao oferecer instrumentos alternativos de mobilização de recursos de médio e longo prazo. As bolsas de valores, em particular, proporcionam às empresas a possibilidade de aceder ao capital de investidores institucionais e individuais, reforçando a sua estrutura financeira e promovendo maior transparência e governação corporativa (Mishkin & Eakins, 2018).

A BVM, foi criada em 1998 como uma instituição pública vocacionada para a negociação de valores mobiliários e o desenvolvimento do mercado de capitais. No entanto, a mesma tem enfrentado desafios estruturais relacionados à baixa adesão por parte das empresas, reduzido número de instrumentos financeiros negociados e limitada cultura de investimento da população.

Gráfico 1.1: Razões para não adesão à BVM (% da amostra observada)



Fonte: BVM,2022

O gráfico 1.1 apresenta as principais razões apontadas pelas empresas para não aderirem ao mercado de capitais. Observa-se que o motivo mais referido é a percepção de que as empresas têm capital suficiente, representando cerca de 41% da amostra observada com base em informação divulgada pela BVM (2022). Este resultado indica que muitas empresas ainda associam a entrada na bolsa à necessidade de possuir uma estrutura financeira robusta, o que pode limitar a sua disposição para iniciar o processo de cotação.

A segunda razão mais relevante é a propriedade familiar, com aproximadamente 16%, seguida da estrutura societária não apropriada, com cerca de 14%. Estes factores revelam que muitas empresas moçambicanas ainda apresentam características familiares ou estruturas de gestão pouco adaptadas às exigências do mercado de capitais. A entrada na bolsa exige maior formalização, transparência, prestação de contas e abertura do capital, aspectos que podem ser vistos como desafios por empresas com estruturas mais fechadas.

Outros motivos mencionados incluem o facto de algumas empresas considerarem que não precisam de grandes montantes, o receio de perder o controlo da empresa, limitações impostas pela própria política interna, bem como a percepção de que a decisão não compete directamente à empresa. Embora tenham menor peso, estes factores mostram que a não adesão à BVM não está relacionada apenas com questões financeiras, mas também com aspectos culturais, organizacionais e de governação.

Assim, torna-se importante reforçar a literacia financeira e o apoio técnico às empresas, de

modo a esclarecer que a bolsa pode funcionar como alternativa de financiamento, instrumento de crescimento e mecanismo de fortalecimento da transparência e da governação corporativa.

Adicionalmente, as empresas enfrentam alguns desafios que podem ser classificados em diferentes categorias:

- **Razões culturais:** desconhecimento do mercado de capitais e preferência pelo financiamento bancário;
- **Razões técnicas:** ausência de contas organizadas e dificuldades em obter serviços necessários para a preparação dos processos de admissão à cotação na Bolsa;
- **Razões financeiras:** custos relacionados à publicação de informação e à contratação de intermediários especializados.

1.2 Problema de Pesquisa

Um dos pilares do crescimento económico sustentável é o financiamento, especialmente em países em desenvolvimento, onde a capacidade das empresas de aceder a capital de investimento influencia directamente a produtividade, inovação e competitividade. Em Moçambique, o mercado financeiro é ainda caracterizado pela sua baixa profundidade, com o sistema bancário a dominar a oferta de financiamento, muitas vezes em condições pouco acessíveis para as empresas, sobretudo no que diz respeito ao custo do crédito e prazos limitados de reembolso (Banco Mundial, 2022).

Segundo Levine (1997), bolsas de valores contribuem para o crescimento económico ao facilitar a alocação eficiente do capital, melhorar a governança corporativa e permitir a diversificação do risco dos investidores. No entanto, o funcionamento eficaz destes mercados depende da sua credibilidade, liquidez, regulamentação e capacidade de atrair tanto empresas emitentes quanto investidores.

A BVM tem procurado posicionar-se como uma plataforma viável para o financiamento empresarial no país, e apesar da dimensão das três empresas de estudo de caso e da sua relevância nos sectores em que operam, ainda são escassos os estudos que avaliem de forma crítica os impactos da sua entrada na BVM seja em termos de estrutura de capital, desempenho financeiro, acesso ao capital, ou mesmo de reputação institucional. É necessário compreender se a cotação representou, de facto, um instrumento eficaz de financiamento, ou se apenas

cumpriu um papel simbólico num mercado ainda pouco desenvolvido.

Sendo assim, surge a seguinte questão de partida:

- Em que medida a BVM tem funcionado como um mecanismo de financiamento para empresas cotadas, à luz do caso da CDM, HCB e Tropigalia?

1.3 Fundamentação do Tema de Pesquisa

A escolha do tema está relacionada a crescente necessidade de explorar soluções alternativas de financiamento das empresas no contexto moçambicano.

A motivação central para este trabalho reside na busca por compreender como as empresas moçambicanas podem beneficiar-se do mercado de capitais como fonte complementar a outras formas de financiamento. A literatura internacional tem evidenciado que mercados de capitais desenvolvidos contribuem para o crescimento económico ao canalizarem recursos financeiros para investimentos produtivos (OECD, 2020). No entanto, em Moçambique, os estudos sobre a aplicabilidade prática desse papel ainda são escassos, o que evidencia uma lacuna de conhecimento que o presente trabalho pretende ajudar a preencher.

A escolha da CDM, HCB e Tropigalia como objectos de estudo deve-se à sua posição no mercado, tanto em termos de geração de receitas fiscais como de emprego e impacto industrial.

No caso da CDM, a sua relevância está associada ao facto de ter sido a primeira empresa a cotar-se na BVM, constituindo um marco importante na história do mercado de capitais nacional. A entrada da CDM na Bolsa ocorreu numa fase inicial de desenvolvimento da BVM, o que torna o seu caso particularmente importante para compreender os primeiros passos do mercado de capitais moçambicano e a forma como as empresas passaram a olhar para a Bolsa como uma possível fonte de financiamento.

Relativamente a HCB, a escolha está relacionada com a sua importância para a economia de Moçambique, sobretudo no sector da energia. Sendo a HCB responsável por uma grande parte da produção de energia eléctrica, esta empresa constitui um caso relevante para compreender o papel da BVM em empresas de grande dimensão e impacto. A sua entrada em Bolsa esteve associada não só ao mercado de capitais, mas também a dispersão accionista e inclusão de investidores moçambicanos.

Quanto a Tropigalia, a sua inclusão no estudo justifica-se por representar um caso mais recente e mais directo de utilização da BVM como mecanismo de financiamento empresarial.

Através da OPS, a empresa conseguiu reforçar o seu capital e mobilizar recursos para apoiar o seu plano de expansão, incluindo investimentos em activos fixos, logística, infraestruturas e fundo de maneio. Assim, a Tropigalia permite observar de forma mais clara como o mercado de capitais pode funcionar como alternativa ao crédito bancário tradicional.

Ao optar por um estudo de caso, pretende-se analisar com profundidade a experiência das empresas cotadas, compreendendo os factores que motivaram a sua decisão de entrar na bolsa, os impactos resultantes dessa decisão, bem como as percepções internas e externas sobre o processo.

1.4 Objectivos do Estudo

O objectivo geral do estudo é analisar o papel da BVM como mecanismo de financiamento das empresas, tendo como estudo de caso a experiência da CDM, HCB e Tropigalia. Este objectivo será alcançado através dos seguintes objectivos específicos:

- Identificar as condições exigidas pela BVM para a entrada de uma empresa no mercado de capitais;
- Comparar e analisar o desempenho financeiro da CDM, da HCB e da Tropigalia 3 anos antes e 3 anos depois da entrada na BVM;
- Propôr recomendações para o fortalecimento do mercado de capitais em Moçambique.

1.5 Estrutura do Trabalho

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos: introdução, revisão da literatura, metodologia, análise de resultados e conclusão.

No capítulo de introdução, será apresentado o contexto da BVM, destacando a sua relevância como mecanismo de financiamento para as empresas. Serão igualmente definidos o problema de pesquisa, os objectivos geral e específicos, bem como a fundamentação e a relevância do tema em estudo.

Na revisão da literatura, serão abordados os principais conceitos relacionados com o mercado de capitais, a Bolsa de Valores e o financiamento empresarial. Serão também analisadas experiências internacionais e estudos anteriores que discutem de que forma a entrada das empresas no mercado de capitais influencia o seu desempenho económico-financeiro.

No capítulo da metodologia, serão descritos os métodos e procedimentos utilizados para alcançar os objectivos do estudo, incluindo as técnicas de recolha de dados, os critérios de selecção dos casos de estudo e os métodos de análise adoptados.

A análise de resultados apresentará os dados obtidos ao longo da pesquisa, os quais serão interpretados à luz da literatura revista e dos objectivos definidos. Neste capítulo, será feita a comparação do desempenho das empresas antes e depois da sua entrada na BVM.

Por fim, o capítulo de conclusão sintetizará as principais descobertas do estudo, discutindo as suas implicações para o fortalecimento da Bolsa e para a promoção do financiamento empresarial. Serão ainda apresentadas recomendações e apontadas as principais limitações do estudo.

CAPÍTULO II - REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Enquadramento Teórico

Nas subsecções que se seguem, definem-se os conceitos básicos usados no estudo aqui proposto e descreve-se a relação entre as variáveis de maior interesse deste estudo (bolsa de valores, empresa e financiamento).

2.1.1 Definição de Conceitos Básicos

Nos parágrafos que se seguem, definem-se os conceitos de bolsa de valores, empresas e financiamento.

2.1.1.1 Bolsa de Valores

Segundo a BVM (2025), "as bolsas de valores são entidades que oferecem condições e sistemas necessários para a realização de negociação de compra e venda de títulos e valores mobiliários de forma transparente, sendo a razão principal da sua existência expressa pelo termo liquidez".

Segundo Pinheiro (2009), bolsas de valores são funcionam como um mercado onde se compram e vendem ações, permitindo o encontro entre a oferta e a procura dos investidores. Além disso, asseguram a divulgação oficial dos preços e das cotações resultantes das transações realizadas. Já Ross, Westerfield e Jordan (2008) referem que a bolsa desempenha um papel fundamental na alocação eficiente de recursos na economia, pois permite que o capital flua para os sectores mais produtivos.

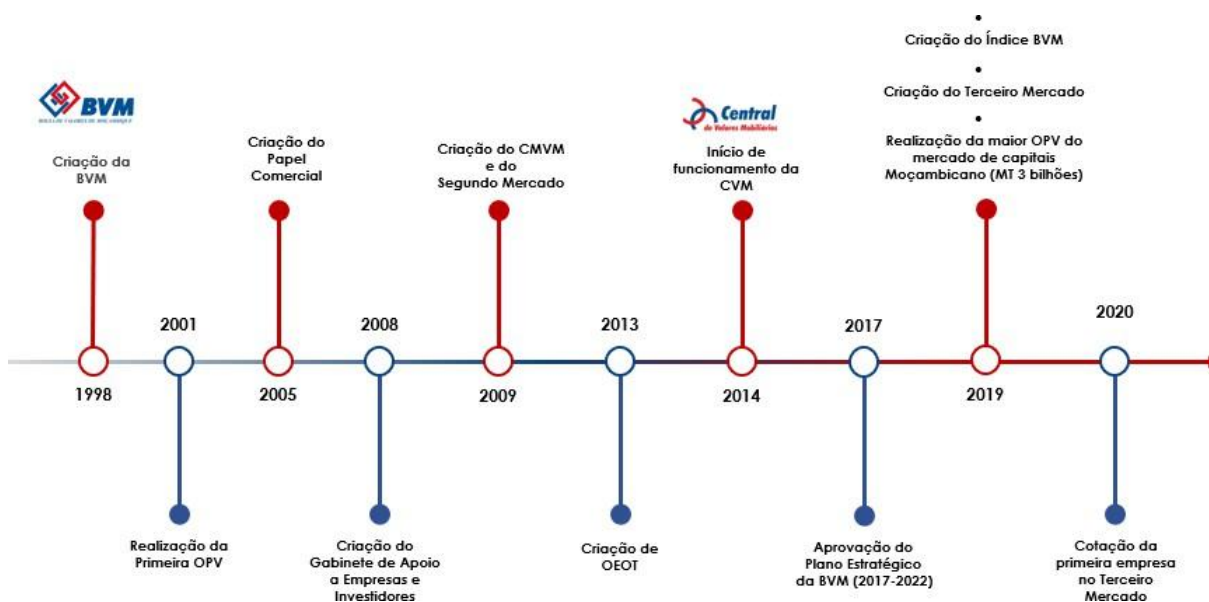
Para Silva (2006), a bolsa de valores é um espaço que promove a mobilização da poupança interna para o financiamento da economia real, contribuindo para o crescimento económico sustentável. Numa perspectiva semelhante, Fabozzi (2002) defende que a bolsa aumenta a transparência do mercado financeiro, pois exige das empresas um elevado grau de divulgação de informações, o que reduz a assimetria de informação entre investidores e emitentes.

A BVM, criada pelo Decreto n.º 25/98 de 29 de Setembro, é o principal mercado regulamentado para a negociação de valores mobiliários.

Em 1997, o Governo, através do Ministério do Plano e Finanças, instituiu a Comissão Instaladora da Bolsa de Valores de Moçambique, com o objectivo de impulsionar a organização do mercado de capitais no país, nomeadamente através da criação das bases institucionais e do enquadramento jurídico necessários ao seu funcionamento.

Como resultado desse esforço, em 1998, no âmbito da sua política económica, o Governo de Moçambique procedeu à criação formal da Bolsa de Valores de Moçambique (BVM, 2022).

Figura 2.1: Marcos institucionais da BVM



Fonte: Alternativas de Financiamento via BVM (2022)

A evolução do mercado de capitais em Moçambique está profundamente ligada ao processo de consolidação institucional da BVM cuja criação em 1998 representou um marco decisivo na organização formal do sistema de negociação de valores mobiliários no país. A institucionalização da BVM permitiu a construção de um quadro jurídico e operacional próprio para a mobilização de poupança e financiamento das empresas através do mercado, criando as bases para o desenvolvimento gradual do mercado de capitais moçambicano. O funcionamento efectivo do mercado ganhou maior expressão a partir de 2001, com a realização da primeira OPV, protagonizada pela CDM. Esta operação constituiu um acontecimento histórico por ter sido a primeira vez que uma empresa recorreu formalmente à bolsa para dispersão do seu capital junto do público investidor, demonstrando, na prática, a viabilidade do mercado de capitais e abrindo caminho para a utilização da bolsa como alternativa de financiamento empresarial.

Nos anos seguintes, registaram-se avanços importantes ao nível da diversificação de instrumentos financeiros e do reforço institucional. Em 2005, foi introduzido o papel

comercial como instrumento de dívida de curto prazo, permitindo às empresas captar recursos financeiros para necessidades imediatas de tesouraria, o que representou um alargamento das possibilidades de financiamento oferecidas pelo mercado. Posteriormente, em 2008, foi criado o Gabinete de Apoio às Empresas e Investidores, com o objectivo de prestar assistência técnica às empresas interessadas em aceder ao mercado e promover maior literacia financeira junto dos investidores, contribuindo para a redução das assimetrias de informação e para o aumento da confiança no sistema.

O ano de 2009 marcou um novo estágio de maturidade institucional com a criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), enquanto entidade responsável pela regulação e supervisão do mercado, e com a introdução do Segundo Mercado, destinado a empresas que ainda não reúnem todos os requisitos exigidos para o mercado principal, como por exemplo, as PME's. Estas medidas reforçaram a credibilidade do sistema e ampliaram o leque de entidades com possibilidade de acesso ao mercado de capitais. Em 2013, a criação dos Operadores Especializados em Obrigações de Tesouro (OEOT) veio reforçar a infraestrutura técnica do mercado, contribuindo para maior eficiência operacional nas operações com títulos, enquanto em 2014 entrou em funcionamento a Central de Valores Mobiliários (CVM), estrutura essencial para o registo, custódia e segurança dos valores mobiliários, elemento fundamental para a confiança dos investidores.

A partir de 2017, além da entrada da primeira PME na bolsa de valores, a Zero Investimentos, observa-se uma orientação mais estratégica para o desenvolvimento do mercado, com a aprovação do Plano Estratégico da BVM para o período 2017–2022. Este plano estabeleceu linhas de actuação voltadas para o aumento do número de empresas cotadas, a inclusão das pequenas e médias empresas no mercado, o reforço da educação financeira, a modernização tecnológica da bolsa e a melhoria da transparência e da governação corporativa. Os resultados esperados consistam em:

- Impulsionar a emissão de títulos e atingir uma capitalização bolsista em relação ao PIB de 21%;
- Alavancar o volume de negócios anual e impulsionar a liquidez no Mercado Secundário em 8%;
- Impulsionar as emissões do Governo em 10% em relação do PIB;
- Melhorar os níveis de educação financeira e expandir o número de contas títulos em até 15 vezes.

A existência deste instrumento demonstra que a BVM passou de uma fase de mera consolidação institucional para uma fase de planeamento estruturado orientado para o crescimento sustentável do mercado. (Plano Estratégico da BVM,2017)

O ano de 2019 representa um dos períodos mais dinâmicos da história recente do mercado de capitais moçambicano. Nesse contexto, destaca-se a criação do Índice da BVM, que passou a funcionar como indicador do desempenho global das ações cotadas, facilitando a análise do comportamento do mercado pelos investidores. Paralelamente, foi criado o Terceiro Mercado, concebido para facilitar o acesso de empresas emergentes ao mercado de capitais, reduzindo barreiras de entrada e promovendo maior inclusão empresarial. Ainda nesse ano, registou-se a realização da maior OPV até então realizada no país, no valor aproximado de 3 bilhões de meticais, pela HCB representando cerca de 7.5% da admissão no mercado de capitais.

Em 2020, este processo de expansão institucional consolidou-se com a cotação da primeira empresa no Terceiro Mercado, demonstrando que este novo segmento não foi apenas uma iniciativa formal, mas passou efetivamente a ser utilizado pelas empresas como via alternativa de acesso ao financiamento. Este acontecimento confirma a trajetória gradual de amadurecimento do mercado de capitais moçambicano, que evoluiu de uma fase inicial de criação institucional para uma fase de diversificação, sofisticação e maior inclusão económica.

Entidades envolvidas na Bolsa de Valores de Moçambique

O funcionamento eficiente de um mercado de capitais depende da actuação articulada de diversas entidades, cada uma com funções específicas que garantem o bom funcionamento das operações (Tabela 2.1):

Tabela 2.1: Entidades envolvidas na BVM

Entidade	Função
Investidores	Procura
Estado/empresas	Oferta
Banco Central	Supervisão
Assembleia da República, Ministério de Economia e Finanças, Banco de Moçambique, BVM	Regulamentação
Instituições Financeiras	Intermediação
CVM	Registo dos valores mobiliários

Fonte: adaptado pela autora a partir da entrevista

A Tabela 2.1 apresenta as entidades que intervêm no funcionamento da BVM, evidenciando que o mercado de capitais não depende apenas da bolsa enquanto instituição, mas de um conjunto de actores que desempenham funções específicas e complementares. Cada entidade contribui para que os valores mobiliários sejam emitidos, negociados, registados, supervisionados e regulados de forma organizada, transparente e segura. Assim, a BVM funciona como um ponto de encontro entre os agentes que necessitam de financiamento e os agentes que possuem recursos financeiros disponíveis para investir.

Em primeiro lugar, destacam-se os investidores, que representam a procura no mercado de valores mobiliários. Estes podem ser particulares, empresas, instituições financeiras, fundos de investimento, seguradoras, fundos de pensões ou mesmo investidores não residentes. A sua principal função é adquirir os títulos colocados no mercado, como acções, obrigações, papel comercial ou outros instrumentos financeiros. Por exemplo, um cidadão que compra obrigações do tesouro através da bolsa está a aplicar a sua poupança com a expectativa de receber juros no futuro. Da mesma forma, uma empresa com excedentes de caixa pode investir em títulos emitidos pelo Estado ou por outras empresas, procurando obter rendimento e preservar o valor do seu capital. Portanto, os investidores são fundamentais porque fornecem os recursos financeiros que alimentam o mercado.

Do lado oposto encontram-se as entidades emitentes, que representam a oferta de valores mobiliários. Estas entidades podem ser o Estado, empresas públicas, empresas privadas ou

instituições financeiras que procuram obter financiamento através da emissão de títulos. Quando o Estado emite obrigações do tesouro, por exemplo, está a recorrer ao mercado de capitais para financiar despesas públicas, projectos de infra-estruturas ou outras necessidades orçamentais. Do mesmo modo, uma empresa pode emitir acções para aumentar o seu capital social ou emitir obrigações para financiar a expansão das suas actividades, como a construção de uma nova fábrica, aquisição de equipamentos ou abertura de novas agências. Assim, as entidades emitentes utilizam a Bolsa como uma alternativa ao financiamento bancário tradicional, podendo captar recursos junto de vários investidores.

O Banco de Moçambique aparece na tabela com a função de supervisão. Esta função é essencial porque garante que o sistema financeiro funcione com estabilidade, confiança e segurança. No contexto da Bolsa de Valores, a supervisão permite acompanhar as operações realizadas pelos diferentes intervenientes, assegurando que estes actuem de acordo com as normas legais e prudenciais. Por exemplo, o Banco de Moçambique pode supervisionar instituições financeiras que actuam como intermediárias no mercado, como bancos comerciais ou bancos de investimento, verificando se cumprem os requisitos necessários para operar. Esta supervisão contribui para reduzir riscos, prevenir práticas abusivas e proteger os interesses dos investidores e do sistema financeiro como um todo.

A tabela também mostra que a função de regulamentação é exercida por várias entidades, nomeadamente a Assembleia da República, o Conselho de Ministros, o Ministério da Economia e Finanças, o Banco de Moçambique e a própria BVM. A regulamentação consiste na criação de leis, decretos, regulamentos e procedimentos que estabelecem as regras de funcionamento do mercado. Por exemplo, são as normas regulamentares que definem quem pode emitir valores mobiliários, quais os requisitos para uma empresa ser admitida à cotação, quais as informações que devem ser divulgadas ao público e quais os direitos dos investidores. Esta função é indispensável porque sem regras claras o mercado ficaria vulnerável à desorganização, à falta de transparência e à perda de confiança por parte dos investidores.

As instituições financeiras, tais como bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de custódia e operadores da Bolsa, exercem a função de intermediação. Isto significa que estas instituições fazem a ligação entre os investidores e as entidades emitentes. Na prática, um investidor não compra directamente uma obrigação ou uma acção na Bolsa; normalmente recorre a um banco ou a um operador autorizado, que executa a ordem de compra ou venda em seu nome. Por exemplo, se um investidor particular pretende comprar obrigações de uma empresa cotada, pode dirigir-se a

uma instituição financeira autorizada, abrir uma conta de títulos e solicitar a compra. O intermediário financeiro é responsável por encaminhar essa ordem para o mercado, garantir que a operação seja realizada correctamente e prestar informações ao cliente. Além disso, os bancos de custódia asseguram a guarda e administração dos valores mobiliários pertencentes aos investidores.

O Ministério da Economia e Finanças desempenha a função de tutela, uma vez que acompanha e orienta o desenvolvimento do mercado de capitais em conformidade com as políticas económicas e financeiras do Estado. A tutela significa que esta entidade tem responsabilidade institucional sobre o sector, podendo definir orientações estratégicas, promover reformas e apoiar medidas que fortaleçam o mercado. Por exemplo, quando o Governo pretende incentivar o financiamento das empresas através da Bolsa, o Ministério da Economia e Finanças pode participar na criação de políticas que tornem o mercado mais atractivo, tanto para emitentes como para investidores. A sua actuação é, por isso, importante para alinhar o funcionamento da Bolsa com os objectivos de crescimento económico, mobilização de poupança interna e diversificação das fontes de financiamento da economia.

Por fim, a CVM exerce a função de registo dos valores mobiliários. Esta entidade é responsável por assegurar que os títulos emitidos e negociados estejam devidamente registados, identificados e controlados. O registo é importante porque comprova a titularidade dos valores mobiliários, ou seja, permite saber quem é o proprietário de determinado título em cada momento. Por exemplo, quando um investidor compra uma obrigação, essa operação deve ser registada para garantir que o investidor seja reconhecido como titular do valor mobiliário e tenha direito ao recebimento dos respectivos juros. A CVM contribui, assim, para a segurança das transacções, evitando conflitos de propriedade e assegurando maior confiança no mercado.

Requisitos para admitir à BVM

Segundo informação recolhida na entrevista à BVM, os requisitos variam consoante ao mercado onde a empresa vai cotar-se: no Mercado de Cotações oficiais (destinado a empresas de maior porte), no Segundo Mercado (para PME) ou no Terceiro Mercado. A BVM estrutura-se em diferentes segmentos de mercado, concebidos para acomodar empresas com distintos níveis de maturidade, dimensão e capacidade financeira. O Mercado de Cotação Oficial (MCO) constitui o segmento principal, reservado a emitentes que cumpram requisitos mais exigentes de capitalização, governação corporativa, transparência e divulgação de informação, assegurando elevados padrões de proteção dos investidores e integridade do

mercado.

O Segundo Mercado surge como um segmento intermédio, destinado a empresas que, embora não preencham integralmente os critérios do mercado principal, apresentam potencial de crescimento e estrutura organizacional suficiente para aceder ao mercado de capitais, funcionando como uma plataforma de transição e consolidação. Por sua vez, o Terceiro Mercado foi concebido como um segmento alternativo e mais flexível, orientado para PMEs, com requisitos simplificados, visando promover a inclusão financeira e o desenvolvimento empresarial através do mercado de capitais.

O processo de admissão à cotação no MCO é regulado pelo Regulamento nº 1/GPCABVM/2010, de 27 de Maio, que estabelece as condições, procedimentos e critérios que os emitentes devem observar para a sua admissão à negociação, incluindo requisitos de natureza jurídica, económica, financeira e de divulgação de informação.

O Regulamento nº 2/GPCABVM/2010, de 28 de Maio, define o regime aplicável ao Segundo Mercado, introduzindo requisitos ajustados à realidade de empresas de menor dimensão, mantendo, contudo, princípios fundamentais de transparência e proteção dos investidores.

Posteriormente, o Regulamento nº 4/2021, de 25 de Novembro, instituiu o Terceiro Mercado, reforçando a estratégia de diversificação dos segmentos de negociação da BVM e criando um enquadramento regulatório mais flexível, destinado a facilitar o acesso das PMEs e de empresas emergentes ao financiamento via mercado de capitais.

Alguns dos requisitos gerais mais importantes:

- Estar legalmente constituída e funcionar de acordo com as leis e estatutos aplicáveis;
- Situação jurídica dos valores mobiliários estar em conformidade (escriturais/nominativos/transmissíveis conforme a lei);
- Publicar relatórios de gestão e contas (normalmente dos últimos dois exercícios);
- Ter uma situação económico-financeira adequada, com capitais próprios mínimos definidos, bom equilíbrio financeiro;
- Dispersão suficiente das acções junto do público. Por exemplo, no Mercado Oficial, pelo menos 15% do capital social ou um número mínimo de acções, caso a percentagem não seja atingida;
- Para acções: capitalização bolsista previsível ou capitais próprios mínimos (no

Mercado Oficial ~ 16 milhões de Meticais); no Segundo Mercado ~ 4 milhões de Meticais;

- Para obrigações: montantes mínimos mais baixos nos mercados menos exigentes; por exemplo no Mercado Oficial ~ 8 milhões Meticais para obrigações.

Tabela 1.2: Requisitos para admitir a BVM

Tipos de requisitos	Requisitos de admissão	Mercado de cotações oficiais	Segundo Mercado	Terceiro Mercado
Legal	Conformidade da empresa	Estatutos, registo da empresa, NUIT	—	Sim
	Conformidade das acções	Registo das acções da empresa na CVM	—	Sim
Financeiro	Capital bolsista previsível ou valor de capitais próprios	16 milhões Mts	4 milhões Mts	Prazo de 2 anos
	Publicação de contas auditadas	2 anos	9 meses	—
Mercado	Acções livremente transmissíveis	Estatutos sem direitos de preferência	—	Sim
	Dispersão accionista	15% das acções a cotar na BVM	5% das acções a cotar na BVM	Prazo de 2 anos

Fonte: Alternativas de Financiamento através da BVM, 2022.

2.1.1.2 Empresa

Uma empresa pode ser entendida como uma organização que reúne e combina factores produtivos com o objectivo de produzir bens e serviços para o mercado, visando a geração de lucro. Segundo Robbins e Coulter (2012), a empresa é uma unidade organizacional que emprega recursos para alcançar objetivos específicos num ambiente competitivo. Já Chiavenato (2003) refere que a empresa é uma organização social que utiliza recursos

humanos, materiais e financeiros de forma eficiente e eficaz para satisfazer as necessidades do mercado.

O Instituto Nacional de Estatística (2021) define empresa como uma unidade jurídica com autonomia legal que exerce uma ou mais actividades económicas com o objectivo de obter lucro ou promover o bem-estar social.

Segundo Correia (2007), as empresas podem ser classificadas com base em diferentes critérios, tendo em conta a sua natureza, estrutura, forma de funcionamento e papel na economia. Entre os principais critérios destacam-se a forma jurídica, o sector de actividade, a natureza da propriedade e gestão, bem como a dimensão da empresa. Esta classificação permite compreender melhor o enquadramento das empresas, as suas características internas e as diferentes necessidades de financiamento que podem apresentar.

1. **Quanto à dimensão** - A dimensão constitui um dos critérios mais utilizados para caracterizar as empresas, sendo normalmente avaliada com base no número de trabalhadores, no volume anual de negócios e no valor dos activos. De acordo com o Instituto Nacional de Estatística (2021), as empresas podem ser classificadas em micro, pequenas, médias e grandes empresas. Esta distinção é importante porque permite compreender o peso de cada grupo empresarial na economia, bem como as suas diferentes capacidades de acesso ao financiamento. As pequenas e médias empresas assumem particular relevância nos países em desenvolvimento, uma vez que representam uma parte significativa do tecido empresarial, contribuem para a criação de emprego e desempenham um papel importante no crescimento económico (Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 2005). De acordo com a União Europeia (2003), uma empresa é caracterizada da seguinte forma:

Tabela 2.3: Classificação das empresas a nível internacional

Categoria da Empresa	N.º de empregados	Volume de negócios actual (euros)	Balanço total anual (euros)
Microempresa	Menos de 10	Até 2 milhões	Até 2 milhões
Pequena empresa	Menos de 50	Até 10 milhões	Até 10 milhões
Média empresa	Menos de 250	Até 50 milhões	Até 43 milhões

Fonte: Jornal Oficial da União Europeia, Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa a definição de micro, pequenas e medias empresas.

Em Moçambique, o Decreto n.º 44/2011 de 21 de Julho define PME com base em critérios como o número de trabalhadores, o volume de negócios e o activo total, estabelecendo que:

- a) **Pequenas empresas** - possui entre 5 e 49 trabalhadores, com volume entre 1,2 e 14,7 milhões de meticais; e
- b) **Médias empresas** - entre 50 e 99 trabalhadores e volume entre 14,7 e 29,9 milhões de meticais.

Dez anos depois, os critérios que definem as PMEs foram revistos, passando a vigorar em Moçambique segundo o disposto no Artigo 4 do Código Comercial, aprovado pela Lei n.º 1/2021, de 15 de Abril, que diz que:

- a) **Pequenas empresas** - todas aquelas que possuem entre 5 e 10 trabalhadores, apresentam um volume anual de negócios entre 2.500.000,00Mts e 15.000.000,00Mts e com um investimento inicial igual ou superior a 750.000,00Mts.
- b) **Médias empresas** – caracterizadas por empregarem entre 11 e 100 trabalhadores, registarem um volume anual de negócios superior a 15.000.000,00Mts até 80.000.000,00Mts e apresentarem um investimento inicial igual ou superior a 75.000.000,00Mts.

Em 2022, foi publicado no Boletim da República o Decreto-Lei n.º 1/2022, de 25 de Maio, que aprova o novo Código Comercial. Conforme o artigo 5º desse decreto, a classificação das empresas passou a considerar exclusivamente dois critérios: o número de empregados e o volume anual de negócios.

Dessa forma, as categorias de empresas foram definidas da seguinte maneira:

- a) **Micro empresa** - emprega até 10 trabalhadores e cujo volume de negócios, anual, não exceda 3.000.000,00 de meticais;
- b) **Pequena empresa** – que possui entre 11 e 30 trabalhadores e tenha um volume anual de negócios superior a 3.000.000,00 e até 30.000.000,00 de meticais;
- c) **Média empresa** - a que emprega 31 até 100 trabalhadores e tenha um volume de negócios, anual, superior a 30.000.000,00 até 160.000.000,00 de meticais; e
- d) **Grande empresa** - a que emprega mais de 100 trabalhadores e tenha um volume

de negócios, anual, superior a 160.000.000,00 de meticais.

2. **Quanto à forma jurídica** - define a estrutura legal e o grau de responsabilidade dos seus proprietários. Os principais tipos incluem empresário em nome individual, sociedade por quotas, sociedade anónima, entre outros. Cada uma dessas formas tem implicações distintas em termos de gestão, responsabilidade patrimonial e obrigações fiscais (Neto, 2008).
3. **Quanto à actividade económica** - empresas também podem ser com fins lucrativos ou sem fins lucrativos. As primeiras visam maximizar lucros e gerar valor para os accionistas, enquanto as segundas têm objectivos sociais, culturais ou ambientais, reinvestindo os excedentes nas suas actividades (Drucker, 1990).
4. **Quanto à propriedade de capital** - outro critério de caracterização é a natureza do capital: empresas públicas, controladas pelo Estado, privadas, de propriedade de indivíduos ou grupos privados, ou mistas, com capital partilhado entre o Estado e investidores privados (Chiavenato, 2003).

2.1.1.3 Financiamento

No contexto moçambicano, as empresas utilizam múltiplas alternativas para financiar as suas actividades, incluindo recursos próprios, colocação de acções no mercado, emissão de instrumentos financeiros e recurso ao crédito bancário. A decisão sobre qual fonte utilizar é influenciada pelo custo de cada opção. Ainda assim, a facilidade de acesso aos recursos financeiros não depende exclusivamente da estrutura de financiamento adoptada, mas também do grau de actuação e das condições impostas pelas instituições financeiras e bancárias, como defende Machaca (2017).

O financiamento constitui um dos conceitos fundamentais da gestão financeira, pois está relacionado com a forma como as empresas obtêm os recursos necessários para desenvolver as suas actividades, realizar investimentos, expandir operações e garantir a continuidade do negócio. Financiar significa mobilizar recursos monetários para satisfazer necessidades económicas presentes, esperando que esses recursos permitam gerar benefícios futuros. No contexto empresarial, o financiamento assume uma dimensão estratégica, uma vez que influencia a capacidade da empresa investir, crescer, competir no mercado e

melhorar o seu desempenho económico-financeiro.

Segundo Brealey, Myers e Allen (2020), as decisões financeiras das empresas estão associadas a duas questões principais: a decisão de investimento e a decisão de financiamento. A primeira diz respeito à aplicação dos recursos em activos capazes de gerar retorno, enquanto a segunda refere-se à forma como esses recursos serão obtidos. Assim, a decisão de financiamento procura responder à questão de como a empresa deve captar capital para sustentar os seus investimentos e operações. Esta decisão é particularmente importante porque diferentes fontes de financiamento apresentam custos, riscos e implicações distintas para a empresa.

O financiamento pode ser classificado em financiamento interno e financiamento externo. O financiamento interno corresponde aos recursos gerados pela própria empresa, como lucros retidos, reservas e fluxos de caixa provenientes da actividade operacional. Este tipo de financiamento tende a ser preferido pelas empresas porque não implica, necessariamente, a contratação de dívida nem a entrada de novos accionistas. Por outro lado, o financiamento externo ocorre quando a empresa recorre a fontes fora da sua estrutura interna, como empréstimos bancários, emissão de obrigações, entrada de investidores ou emissão de acções no mercado de capitais. Para Ross, Westerfield, Jaffe e Jordan (2022), a escolha entre capital próprio e capital de terceiros constitui uma das decisões mais relevantes da administração financeira, pois afecta a estrutura de capital, o risco financeiro e a rentabilidade esperada pelos investidores.

O capital próprio representa os recursos pertencentes aos proprietários ou accionistas da empresa. Este tipo de financiamento pode resultar de contribuições dos sócios, emissão de acções ou retenção de lucros. A sua principal vantagem é não criar uma obrigação fixa de pagamento, como acontece com a dívida. No entanto, o capital próprio pode implicar diluição da participação dos accionistas existentes e exige que a empresa gere retorno suficiente para remunerar os investidores. Já o capital de terceiros corresponde aos recursos obtidos junto de credores, como bancos, obrigacionistas ou outras instituições financeiras. Neste caso, a empresa assume a obrigação de reembolsar o valor financiado e pagar juros, independentemente do seu desempenho económico. Por essa razão, embora a dívida possa permitir o crescimento da empresa, também aumenta o risco financeiro quando utilizada em excesso.

A literatura financeira associa esta escolha ao conceito de estrutura de capital,

entendido como a combinação entre capital próprio e capital de terceiros utilizada pela empresa para financiar os seus activos. Modigliani e Miller (1958), num dos estudos clássicos da teoria financeira, analisaram a relação entre estrutura de capital, custo de capital e valor da empresa. Embora o modelo inicial dos autores tenha sido desenvolvido num contexto de mercados perfeitos, a sua contribuição foi fundamental para demonstrar a importância das decisões de financiamento. Na prática, porém, os mercados apresentam imperfeições, como impostos, custos de falência, assimetrias de informação e restrições de acesso ao crédito. Por isso, a forma como uma empresa se financia influencia directamente o seu custo de capital, a sua liquidez, o seu nível de endividamento e a sua capacidade de gerar valor.

No caso de Moçambique, o conceito de financiamento assume particular importância devido às características do sistema financeiro nacional. A economia moçambicana é marcada por uma forte dependência do financiamento bancário, sobretudo no sector empresarial. Muitas empresas recorrem aos bancos comerciais para financiar necessidades de curto prazo, aquisição de activos, expansão de actividades ou reforço do fundo de maneo. No entanto, o acesso ao crédito bancário nem sempre é fácil, especialmente para pequenas e médias empresas, devido a factores como elevadas exigências de garantias, custo do crédito, fraca formalização contabilística, insuficiência de histórico financeiro e dificuldades na apresentação de demonstrações financeiras fiáveis.

Esta realidade é evidenciada por Osano e Languitane (2016), que analisaram os factores que influenciam o acesso ao financiamento pelas pequenas e médias empresas em Moçambique. Os autores destacam que o acesso ao financiamento é condicionado por factores como a estrutura do sector financeiro, os requisitos de garantias, o conhecimento das oportunidades de financiamento e a existência de serviços de apoio às empresas. Este aspecto é relevante porque mostra que o financiamento empresarial em Moçambique não depende apenas da vontade das empresas em obter recursos, mas também da sua capacidade de cumprir os critérios exigidos pelas instituições financeiras.

De forma semelhante, Murambire Júnior, Falcão e Esperança (2025), ao estudarem o acesso das pequenas e médias empresas da indústria transformadora moçambicana ao financiamento bancário, concluíram que factores como a dimensão da empresa, a experiência dos gestores, o nível de lucros e o capital próprio influenciam significativamente a capacidade de obtenção de crédito. Esta conclusão é importante para o contexto

moçambicano, pois mostra que empresas maiores, mais organizadas e com melhor desempenho financeiro tendem a ter maior facilidade de acesso ao financiamento formal. Por outro lado, empresas menores ou com fraca estrutura financeira enfrentam maiores restrições, o que pode limitar o seu crescimento e competitividade.

Neste contexto, a BVM surge como uma alternativa relevante de financiamento. Através do mercado de capitais, as empresas podem captar recursos por meio da emissão de acções ou obrigações. A emissão de acções permite reforçar o capital próprio sem criar uma obrigação fixa de pagamento de juros, enquanto a emissão de obrigações possibilita a obtenção de financiamento junto de investidores, funcionando como uma alternativa ao crédito bancário tradicional. Esta possibilidade é particularmente importante num país onde o sistema financeiro ainda é muito concentrado nos bancos comerciais.

A entrada de uma empresa na bolsa pode trazer benefícios que vão além da simples captação de recursos. A cotação em bolsa pode melhorar a imagem institucional da empresa, aumentar a sua visibilidade perante investidores, reforçar práticas de transparência, exigir maior disciplina de gestão e facilitar o acesso futuro a novas fontes de financiamento. Para empresas moçambicanas que procuram expandir as suas actividades, modernizar processos ou reforçar a sua competitividade, o mercado de capitais pode representar uma fonte estratégica de financiamento de médio e longo prazo.

No entanto, apesar do seu potencial, o mercado de capitais moçambicano ainda apresenta limitações. O número de empresas cotadas continua relativamente reduzido, a participação de investidores ainda é limitada e muitas empresas permanecem pouco familiarizadas com os mecanismos de financiamento através da bolsa. Além disso, a admissão à cotação exige maior transparência, divulgação periódica de informação financeira, auditoria das contas e cumprimento de regras de governação, requisitos que podem ser desafiantes para empresas com estruturas de gestão pouco formalizadas. Por isso, embora a BVM represente uma alternativa ao financiamento bancário, o seu uso ainda não é generalizado no tecido empresarial nacional.

A teoria da hierarquia das fontes de financiamento, desenvolvida por Myers e Majluf (1984), ajuda a compreender este comportamento. Segundo esta teoria, as empresas tendem a preferir primeiro o financiamento interno. Quando este é insuficiente, recorrem à dívida, e, apenas em último caso, à emissão de novas acções. Esta preferência está associada à assimetria de informação entre gestores e investidores, uma vez que os investidores externos

nem sempre possuem a mesma informação que os gestores sobre a real situação da empresa. No contexto moçambicano, esta teoria pode ser observada na tendência de muitas empresas recorrerem inicialmente aos seus próprios recursos ou ao crédito bancário, sendo a emissão de acções na bolsa uma alternativa ainda menos frequente.

Por outro lado, o financiamento empresarial em Moçambique ocorre num ambiente económico marcado por desafios estruturais. Castel-Branco (2010), ao analisar a economia moçambicana, destaca a existência de uma estrutura económica fortemente dependente de grandes projectos, recursos externos e padrões de acumulação concentrados. Esta realidade influencia o financiamento das empresas, pois o acesso à capital tende a ser mais favorável para grandes empresas e projectos com maior capacidade de atrair investidores, enquanto muitas empresas nacionais, sobretudo pequenas e médias, enfrentam maiores restrições de financiamento. Assim, a discussão sobre financiamento em Moçambique deve considerar não apenas as decisões financeiras internas das empresas, mas também a estrutura económica mais ampla em que essas empresas estão inseridas.

Deste modo, o financiamento é um elemento essencial para compreender o desempenho das empresas moçambicanas, especialmente quando se analisa a sua relação com o mercado de capitais. A cotação na BVM alteram a estrutura de financiamento da empresa, permitir a captação de recursos de longo prazo, reduzir a dependência do crédito bancário e melhorar a capacidade de investimento. Contudo, os efeitos da cotação dependem da forma como os recursos captados são utilizados, da capacidade de gestão da empresa, das condições macroeconómicas e do nível de desenvolvimento do mercado financeiro nacional.

2.1.2 Relação entre Bolsa de Valores e Empresas

A Bolsa de Valores constitui um dos principais mecanismos de financiamento de médio e longo prazo para as empresas, ao permitir-lhes captar recursos junto do público investidor por meio da emissão de acções e obrigações. Este tipo de financiamento representa uma alternativa ao tradicional crédito bancário e pode contribuir para a expansão, inovação e sustentabilidade financeira das empresas.

Segundo o Banco Mundial (2022), mercados de capitais bem desenvolvidos estão fortemente associados ao aumento da produtividade e da resiliência empresarial, por promoverem um ambiente de concorrência saudável e de disciplina financeira.

Para além de mobilizar poupanças e canalizá-las para actividades produtivas, a Bolsa de

Valores contribui para uma melhor alocação de recursos na economia, ao direcionar o financiamento para projectos mais promissores e sustentáveis (Verdier, Kersting e Dabla-Norris, 2010). A possibilidade de recorrer a instrumentos de mercado, em vez de depender exclusivamente do crédito bancário, amplia a capacidade das empresas de investir em inovação e em novos modelos de negócio, reforçando a sua competitividade (Mare, de Nicola e Liriano, 2021).

2.2 Estudos empíricos

Estudos empíricos de diversos países têm analisado como as empresas utilizam esses mercados para financiar suas operações e expandir seus negócios.

No Zimbábue, a Bolsa de Valores de Zimbábue (ZSE) tem sido objecto de estudos que apontam a participação de investidores estrangeiros como factor positivamente correlacionado com o desempenho das empresas cotadas. De acordo com Mutenheri e Green (2002), o mercado de capitais zimbabueano tem se mostrado importante para a mobilização de poupança e alocação eficiente de recursos, contribuindo para a expansão das empresas.

O desenvolvimento do mercado de capitais sul-africano contribuiu significativamente para a melhoria da liquidez, transparência e governança corporativa das empresas listadas, criando um ambiente mais atractivo para investidores domésticos e estrangeiros (Yartey e Adjasi, 2007). Além disso, a Bolsa de Valores de Johannesburg (JSE) tem servido como um instrumento de mobilização de poupanças internas, convertendo-as em investimentos produtivos que impulsionam o crescimento económico e fortalecem a competitividade empresarial.

Na Nigéria, estudos sobre a Bolsa de Valores de Lagos evidenciam que o mercado de capitais desempenha um papel relevante no apoio ao planeamento estratégico e a capacidade de investimento das empresas. As empresas nigerianas recorrem à bolsa não apenas para captar recursos, mas também para fortalecer a tomada de decisão e o crescimento de longo prazo de (Okonkwo et al, 2014).

Rosário e Bié (2021) analisaram a influência da BVM no desempenho das PME's, tendo como estudo de caso a Zero Investimentos, S.A., por ser, até então, a única PME cotada na Bolsa. O estudo adoptou uma abordagem qualitativa e quantitativa, com recurso a entrevistas, questionários e análise documental para a recolha de dados. Os resultados indicaram que, no caso da Zero Investimentos, os efeitos da cotação em bolsa ainda não eram plenamente satisfatórios. No entanto, os autores consideraram que a entrada na BVM poderia trazer benefícios no curto e

médio prazo, sobretudo em termos de visibilidade, financiamento, transparência e melhoria da governação.

No Brasil, a pesquisa realizada sobre a B3 (Bolsa de Valores do Brasil) evidenciou que as práticas de governança corporativa estão directamente associadas ao melhor desempenho financeiro e ao aumento do valor de mercado das empresas listadas (Ribeiro et al, 2024). Essa constatação sugere que a abertura de capital não se limita a disponibilizar recursos, mas também estimula maior transparência e eficiência, factores que aumentam a confiança dos investidores e o potencial de financiamento empresarial.

A Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) é uma plataforma estratégica para empresas chinesas que buscam expandir sua presença internacional e diversificar fontes de financiamento. Por meio do aumento das listagens, as empresas conseguem acessar o capital, ao mesmo tempo em que mitigam riscos geopolíticos e fortalecem sua visibilidade no mercado global (Hall e McConvey, 2025).

2.3 Avaliação Crítica da Literatura Revista

A literatura internacional evidencia, de forma relativamente consistente, que os mercados de capitais podem desempenhar um papel relevante no financiamento e no fortalecimento da estrutura estratégica das empresas, embora os efeitos observados variem significativamente conforme o contexto institucional e o grau de maturidade do mercado.

No caso do Zimbábue, Mutenheri e Green (2002) destacam o papel da ZSE na mobilização de poupança e na alocação eficiente de recursos, sublinhando ainda a importância da participação de investidores estrangeiros para o desempenho das empresas cotadas. Esta perspectiva é relevante ao evidenciar o potencial do capital externo como catalisador do crescimento empresarial. No entanto, o estudo apresenta limitações temporais e contextuais, uma vez que o próprio mercado zimbabueano viria posteriormente a enfrentar graves instabilidades macroeconómicas e crises monetárias, que comprometeram profundamente a confiança dos investidores e a funcionalidade do mercado. Tal realidade demonstra que os benefícios do mercado de capitais são altamente dependentes da estabilidade institucional e económica, não podendo ser analisados de forma isolada.

Yartey e Adjasi (2007), ao analisarem o mercado sul-africano, demonstram que o desenvolvimento da Bolsa de Valores de Johannesburg contribuiu para melhorias significativas em termos de liquidez, transparência e governança corporativa, além de favorecer a

mobilização de poupança interna para investimentos produtivos. A robustez deste argumento é reforçada pelo facto de a África do Sul possuir um dos mercados de capitais mais desenvolvidos do continente. Todavia, essa mesma característica limita a comparabilidade directa com economias de menor dimensão, pois o impacto positivo observado na JSE resulta de um ecossistema financeiro mais maduro, com elevada participação institucional, infra-estrutura regulatória sólida e maior literacia financeira. Assim, o caso sul-africano deve ser entendido mais como uma referência aspiracional do que como um modelo facilmente replicável.

No caso da Nigéria, Okonkwo et al. (2014) argumentam que a Bolsa de Valores de Lagos contribui não apenas para a captação de recursos, mas também para o apoio ao planeamento estratégico e à capacidade de investimento das empresas. Apesar da relevância dessa constatação, a análise dos autores tende a assumir uma visão muito optimista do funcionamento do mercado, negligenciando limitações estruturais frequentemente apontadas em economias emergentes, como a concentração das operações em grandes empresas, a reduzida inclusão das PME's e a volatilidade do mercado. Assim, embora o estudo seja útil para demonstrar o potencial do mercado de capitais, os seus resultados devem ser interpretados com cautela quando se pretende extrapolá-los para realidades institucionais mais frágeis.

O estudo de Rosário e Bié (2021) apresenta relevância por abordar a influência da BVM no desempenho das PME's, tema ainda pouco explorado no contexto moçambicano. A escolha da Zero Investimentos, S.A. como objecto de estudo é pertinente, uma vez que esta era, até então, a única PME cotada na BVM.

Contudo, os resultados indicam que os efeitos da entrada na bolsa não foram plenamente satisfatórios, o que sugere que o impacto da BVM no desempenho das empresas depende de outros factores, como a capacidade de gestão, a dimensão da empresa, o nível de organização interna e as condições do mercado.

Apesar desta limitação, o estudo contribui para compreender que a BVM representa uma alternativa de financiamento para as empresas, mas que a sua eficácia não é automática. A cotação precisa de ser acompanhada por boa governação, transparência, planeamento estratégico e capacidade de utilização dos recursos captados.

No contexto brasileiro, Ribeiro et al. (2024) estabelecem uma relação directa entre boas práticas de governança corporativa, melhor desempenho financeiro e aumento do valor de mercado das empresas listadas na B3. Esta evidência é particularmente relevante, pois sugere que a abertura de capital não actua apenas como mecanismo de financiamento, mas também como

indutor de disciplina organizacional, transparência e eficiência. Contudo, importa reconhecer que o mercado brasileiro apresenta um nível de sofisticação regulatória e institucional consideravelmente superior ao observado em mercados menores, como o moçambicano. Dessa forma, embora os resultados reforcem a importância da bolsa como instrumento de melhoria da qualidade empresarial, não se pode assumir automaticamente que os mesmos efeitos ocorram em mercados com menor profundidade, liquidez e exigência regulatória.

Por sua vez, Hall e McConvey (2025) analisam a HKEX como plataforma estratégica para empresas chinesas interessadas em diversificar fontes de financiamento e ampliar a sua presença internacional. Embora o estudo seja pertinente ao demonstrar o papel geoestratégico das bolsas em economias altamente integradas aos mercados globais, a sua aplicabilidade a mercados africanos emergentes é limitada. A realidade de Hong Kong caracteriza-se por elevada profundidade financeira, integração internacional e sofisticada base de investidores, condições estruturalmente distantes das existentes na maioria das economias em desenvolvimento. Ainda assim, o argumento reforça a ideia de que o mercado de capitais pode ir além do financiamento, funcionando também como instrumento de posicionamento estratégico e credibilidade internacional das empresas.

CAPÍTULO III – METODOLOGIA

Nas secções que se seguem, especifica-se a classificação do estudo, a técnica de recolha de dados, a população e amostra e a técnica de análise dados.

3.1. Classificação do estudo

Para avaliar a BVM como mecanismo de financiamento das empresas, foi adoptada a metodologia com abordagem qualitativa e quantitativa proposta por Rosário e Bié (2021), no estudo sobre a influência da BVM no desempenho das PME's, com enfoque no caso da Zero Investimentos. Neste estudo, os autores recorreram à análise documental e à realização de entrevistas como técnicas de recolha de dados, permitindo combinar informação financeira, institucional e percepções de intervenientes ligados ao mercado de capitais.

De forma semelhante, o presente trabalho adopta uma abordagem qualitativa e quantitativa, recorrendo à análise dos relatórios e contas da CDM, HCB e Tropigalia, bem como à realização de entrevistas com as mesmas instituições. A componente quantitativa permite analisar a evolução dos principais indicadores económico-financeiros das empresas antes e depois da entrada na bolsa, enquanto a componente qualitativa permite compreender o contexto, os motivos e os efeitos da cotação como mecanismo de financiamento e fortalecimento institucional.

3.2. Técnica de recolha de dados

Para a recolha de dados, foram utilizadas as seguintes técnicas:

- a) **Pesquisa documental** - Segundo Gil (2008) e Cellard (2008), a pesquisa documental é a análise de documentos que conservam informações originais e que ainda não receberam tratamento analítico aprofundado. No presente trabalho, a pesquisa documental consistiu na análise de documentos oficiais, tais como relatórios anuais da BVM, relatórios anuais da CDM, HCB e Tropigalia, publicações do Instituto Nacional de Estatística, e também legislação aplicável e documentos institucionais.
- b) **Pesquisa bibliográfica** - A pesquisa bibliográfica é entendida como o processo de levantamento, selecção e análise de obras já publicadas, com o intuito de fundamentar o estudo e oferecer um quadro de referência que auxilie na compreensão do problema investigado. Nesse sentido, Lakatos e Marconi (2017) destacam que a pesquisa bibliográfica não se limita a reproduzir o que já foi escrito sobre determinado tema,

mas possibilita ao investigador examinar os estudos existentes sob novas perspectivas, o que pode levar à construção de interpretações próprias e até a conclusões inovadoras. Neste trabalho, a pesquisa foi feita através da leitura e interpretação de diversos livros, monografias, e artigos, de modo a aprofundar a base teórica e proporcionar uma melhor compreensão do tema em estudo.

- c) **Entrevistas - Segundo Gil (2008)**, “a entrevista é um dos métodos mais utilizados no processo de investigação social, consistindo no diálogo orientado a um objectivo, no qual o entrevistador busca obter informações que sejam pertinentes à pesquisa”. Sendo assim, as entrevistas permitirão recolher percepções, experiências e sugestões relativamente à viabilidade de financiamento via bolsa de valores. O guia de entrevista foi construído com base nos objectivos específicos do estudo. No contexto deste trabalho, a entrevista foi mista, é uma combinação de perguntas estruturadas e não estruturadas de modo a obter uma análise mais completa do tema a ser investigado.

3.3 População e amostra

A população do presente estudo é composta pela BVM e por três empresas cotadas na bolsa. Para este estudo, foi escolhida a CDM, HCB e a Tropigalia, por serem uma das mais relevantes do sector e apresentar histórico de captação de recursos através do mercado de capitais.

3.4 Técnica de análise e tratamento de dados

Os dados qualitativos provenientes das entrevistas foram tratados por meio da análise de conteúdo temática, conforme proposta por Bardin (2011). As etapas incluíram: leitura, exame dos dados colhidos e interpretação dos resultados com o objectivo de sintetizá-los e elaborar uma conclusão. Já os dados quantitativos foram apresentados em forma de tabelas e gráficos.

A análise dos dados quantitativos foi realizada por meio de indicadores financeiros extraídos dos relatórios e contas da CDM, HCB e Tropigalia, permitindo avaliar o impacto da cotação na BVM no desempenho financeiro das mesmas empresas.

Foram utilizados os seguintes indicadores financeiros:

- a) **Indicadores de rentabilidade:** Os indicadores de rentabilidade, de acordo com Neto e Lima (2009), possuem o objectivo de avaliar os resultados alcançados por uma empresa em relação a determinados parâmetros, trazendo como principais bases

de comparação para o estudo dos resultados o activo total, o património líquido e as receitas de vendas.

- b) Indicadores de estrutura financeira:** Para Neto e Lima (2009), estes indicadores são utilizados para analisar a estrutura das fontes passivas de recursos de uma empresa. Além disso, permitem avaliar o grau de comprometimento financeiro de uma empresa para com os seus credores e sua capacidade de cumprir os seus compromissos de longo prazo.

3.5. Limitações da pesquisa

No que se refere às limitações da pesquisa, importa referir que um dos objectivos específicos do estudo consiste em avaliar o desempenho financeiro das empresas três anos antes e três anos depois da sua entrada na BVM. Todavia, no caso da CDM, este objectivo não pôde ser integralmente concretizado devido à limitação de acesso aos relatórios e contas correspondentes ao período anterior e imediatamente posterior à admissão à cotação. Considerando que a CDM entrou na Bolsa de Valores de Moçambique em 2001, a análise pretendida implicaria o levantamento e exame dos relatórios compreendidos entre 1998 e 2003. Contudo, durante o processo de recolha de dados, verificou-se que o relatório mais antigo disponível da empresa era o de 2003, sendo o documento seguinte apenas o de 2007. Esta descontinuidade documental constituiu uma dificuldade para a investigação, na medida em que limitou a possibilidade de acompanhar, com rigor e sequência temporal, a evolução do desempenho da empresa nos anos imediatamente anteriores e posteriores à sua entrada na bolsa.

Face a esta limitação, e com o objectivo de preservar a continuidade e a robustez da análise, optou-se por incluir o exercício de 2006 como terceiro ano do período pós-cotação, uma vez que o respectivo relatório se encontrava disponível. Assim, o período pós-cotação analisado no presente estudo compreende os exercícios de 2002, 2003 e 2006, reconhecendo-se que a ausência do exercício de 2004 constitui uma limitação metodológica que poderá ter condicionado a continuidade da série temporal analisada, sem, contudo, comprometer a validade e relevância das conclusões obtidas.

CAPÍTULO IV – ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Este capítulo marca o ponto culminante da análise realizada no presente estudo, centrando-se na apresentação e exame dos resultados obtidos durante o período de análise abrangido, referentes ao financiamento das empresas por via do mercado de capitais.

4.1 Cervejas de Moçambique

A CDM foi constituída a 1 de Agosto de 1995, resultando da privatização das fábricas de Cerveja Mac-Mahon, em Maputo, e Manica, na Beira. Este processo de privatização insere-se no contexto mais amplo das reformas estruturais encetadas pelo Estado moçambicano nas décadas de 1980 e 1990, no âmbito da transição para uma economia de mercado.

No que concerne às suas origens históricas, a CDM foi formada a partir de duas unidades produtivas com raízes anteriores à independência nacional. A empresa resultou da fusão da cervejeira 2M, fundada em Maputo em 1962 e nacionalizada após a independência em 1975, e da cervejeira Manica, da Beira, fundada em 1959 e igualmente nacionalizada após 1975. Posteriormente, a partir de 2002, a CDM adquiriu a totalidade das acções da Laurentina Cervejas, SARL, a qual, em 2007, se fundiu definitivamente na Cervejas de Moçambique, deixando de existir como entidade jurídica autónoma (CDM, Relatório e Contas, 2003).

Relativamente à estrutura accionista, aquando da privatização foi cedida ao grupo sul-africano South African Breweries International Africa (SABI-Africa) uma participação de 70% no capital social da CDM, tendo este sido um dos primeiros investimentos externos realizados em Moçambique no âmbito do processo de privatizações conduzido pelo Governo (Entrevista). Com a consolidação do mercado cervejeiro internacional, a CDM é actualmente maioritariamente detida pela Anheuser-Busch InBev (AB InBev), com sede na Bélgica, que detém 83,01% do capital social, enquanto o Estado moçambicano e o Instituto Nacional de Segurança Social (INSS) detêm, respectivamente, 1,37% e 2,6% das acções.

Em 2009 a CDM expandiu as suas infra-estruturas para a região Norte com a construção de uma fábrica em Nampula, e em Abril de 2020 foi inaugurada no distrito de Marracuene a maior e mais moderna unidade de produção cervejeira do país e de África (Entrevista). A empresa concentra a sua actividade na produção, distribuição e venda de cerveja e outras bebidas, mantendo uma posição dominante no sector de bebidas do país.

No domínio da inovação, em Novembro de 2011 que a CDM lançou a cerveja Impala, a

primeira cerveja do mundo produzida industrialmente a partir da mandioca, com o objectivo de apoiar a agricultura local, reduzir a dependência de importações e disponibilizar uma alternativa mais acessível ao consumidor.

Em Dezembro de 2001, realizou-se a primeira Sessão Especial de Bolsa, com a venda de 28 milhões de acções da CDM, naquela que foi a primeira OPV realizada em Moçambique. No mesmo mês, a CDM foi admitida à cotação na BVM, marcando assim o início do mercado accionista no país. Esta operação assumiu particular importância por se tratar da primeira admissão à cotação de acções no Mercado de Cotações Oficiais da BVM.

4.1.1 Análise de resultados da CDM

4.1.1.1 Análise do período pré-cotação

Para a análise dos resultados da CDM, foi referida uma limitação relacionada com a disponibilidade de informação financeira histórica.

Apesar desta limitação, os relatórios disponíveis permitem observar, de forma geral, que a CDM já apresentava uma trajectória de crescimento antes de 2001. Esta evolução é coerente com a caracterização institucional da empresa nos relatórios, segundo a qual a CDM, após a privatização, passou a afirmar-se como a principal cervejeira em Moçambique, com foco na quota de mercado, rentabilidade e criação de valor para os seus parceiros. O relatório de 2003 refere ainda que a empresa se encontrava no seu oitavo ano após a privatização, o que demonstra que, antes da entrada na bolsa, a CDM já tinha passado por um processo de reestruturação e consolidação empresarial.

O Relatório e Contas de 2007 também reforça esta tendência, mostrando que as receitas e o volume de vendas já vinham crescendo desde os anos anteriores à cotação e continuaram a expandir-se no período posterior.

Deste modo, embora a ausência dos relatórios anteriores a 2001 impeça uma análise financeira completa dos três anos que antecederam a entrada da CDM na BVM, as informações históricas disponíveis nos relatórios posteriores sugerem que a empresa já apresentava sinais de crescimento antes da cotação. Assim, a análise desenvolvida neste trabalho centra-se no período a partir de 2002, permitindo avaliar a evolução da CDM no período imediatamente posterior à sua admissão à bolsa, com base em dados documentais disponíveis e verificáveis.

4.1.1.2 Análise do período pós-cotação

Tabela 4.1: Dados base da CDM no período pós cotação, de 2002-2006 (valores em MT)

Indicadores	2002	2003	2006
Resultado líquido	183.105.562	146.381.912	439.501.655
Activo total	1.022.963.424	1.578.353.888	1.718.511.470
Activo corrente	247.119.092	347.464.833	417.861.228
Capital próprio	530.333.760	733.382.449	1.187.162.711
Passivo total	492.629.664	844.971.439	531.348.759
Passivo corrente	492.629.664	616.784.226	461.233.759

Fonte: adaptado pela autora com base nos Relatórios e Contas 2002-2006.

A tabela evidencia uma evolução financeira positiva da CDM entre 2002, 2003 e 2006, embora o comportamento dos indicadores não tenha sido uniforme. Observa-se que a empresa aumentou a sua dimensão patrimonial, reforçou os capitais próprios e melhorou significativamente o resultado líquido em 2006, depois de um recuo temporário em 2003.

O resultado líquido passou de 183.1 em 2002 para 146.3 milhões de meticais em 2003, registando uma redução. Esta queda não significou uma deterioração operacional da empresa, pois o relatório de 2003 indica que a CDM teve um bom desempenho ao nível das vendas e da produção. O volume de cerveja vendida cresceu 17%, a fábrica da Manica aumentou a produção em 28% e o lucro de exploração melhorou em relação ao ano anterior. Contudo, estes ganhos operacionais foram negativamente afectados por factores financeiros e cambiais, sobretudo pela valorização do Rand sul-africano face ao Metical, que originou custos financeiros e diferenças cambiais significativas.

Assim, a redução do lucro líquido em 2003 deve ser entendida como resultado de pressões externas e financeiras. Segundo o relatório, a aquisição da Laurentina foi financiada em Rands, e que a desvalorização do Metical em relação ao Rand aumentou os encargos associados a esses empréstimos. Além disso, a empresa teve de reconhecer diferenças cambiais não realizadas, o que reduziu o resultado líquido atribuível aos accionistas.

Em 2006, o resultado líquido aumentou para 439.5 milhões de meticais, demonstrando uma forte recuperação da rentabilidade. Este crescimento mostra que, após os efeitos iniciais da

integração da Laurentina e das pressões cambiais de 2003, a CDM conseguiu consolidar a sua operação, aumentar a eficiência e transformar o crescimento do negócio em lucros mais elevados. A comparação entre 2003 e 2006 revela, portanto, uma melhoria clara da capacidade da empresa em gerar resultados.

O activo total aumentou de 1,02 em 2002 para 1,58 mil milhões de Meticais em 2003, e depois para 1,72 mil milhões em 2006. O crescimento mais forte ocorreu entre 2002 e 2003, o que também está ligado à expansão da estrutura da empresa após a aquisição e integração da Laurentina Cervejas, S.A.R.L.

O aumento do activo total indica que a CDM passou a controlar mais recursos económicos, incluindo instalações, equipamentos, existências e outros activos necessários à expansão da produção e distribuição. Em 2006, o activo total continuou a crescer, mas de forma mais moderada, sugerindo uma fase de consolidação após a expansão inicial observada em 2003.

O activo corrente também aumentou, passando de 247,1 em 2002 para 347,4 milhões de meticais em 2003, e para 417,8 milhões em 2006. Este crescimento mostra que a empresa reforçou os seus activos de curto prazo e isto significou maior capacidade operacional para sustentar as vendas, abastecer o mercado e responder às necessidades correntes do negócio.

No entanto, apesar do crescimento do activo corrente, é importante notar que em 2003 o passivo corrente também aumentou bastante. Ou seja, a empresa tinha mais activos de curto prazo, mas também mais obrigações imediatas, mostrando que a expansão trouxe maior capacidade operacional, mas também maior pressão financeira de curto prazo.

O capital próprio passou de 530,3 MT em 2002 para 733,3 milhões de meticais em 2003, aumentando depois para 1,18 mil milhões em 2006. Esta evolução é bastante positiva, porque demonstra o fortalecimento da estrutura financeira da CDM. O aumento de 2003 está relacionado não apenas com os resultados acumulados, mas também com a emissão de novas acções associada ao financiamento parcial da aquisição da Laurentina. O relatório de 2003 refere que foram emitidas 12.089.014 acções adicionais, aumentando o número total de acções para 112.089.014.

Em 2006, o capital próprio aumentou de forma ainda mais significativa, reflectindo a acumulação de lucros ao longo do período. Este crescimento reforça a autonomia financeira da empresa, pois indica que uma parte cada vez maior dos activos estava a ser financiada por recursos próprios e não por capitais alheios.

O passivo total aumentou de 492,6 em 2002 para 844,9 milhões de meticais em 2003, evidenciando um aumento considerável das obrigações da empresa. Este crescimento está

directamente relacionado com o financiamento da aquisição da Laurentina e com os empréstimos assumidos nesse período. O relatório refere que a aquisição foi financiada com fundos externos em Rands, devido à falta de financiamento local e às condições atractivas oferecidas.

Contudo, em 2006, o passivo total reduziu para 531,3 milhões de meticais, o que representa uma melhoria importante da estrutura financeira. Esta redução indica que a empresa conseguiu diminuir o peso das obrigações depois do aumento verificado em 2003. Assim, entre 2003 e 2006, a CDM passou a apresentar uma estrutura mais equilibrada, com menor dependência de financiamento externo e maior peso dos capitais próprios.

O passivo corrente passou de 492,6 em 2002 para 616,7 milhões de meticais em 2003, mostrando maior pressão de curto prazo nesse ano. Este aumento está associado ao crescimento das dívidas e obrigações correntes, num contexto em que a empresa estava a absorver a Laurentina e a lidar com custos financeiros e cambiais. Em 2006, o passivo corrente caiu para 461,2 milhões, ficando abaixo do valor de 2002. Esta redução revela uma melhoria da posição de curto prazo da empresa, pois as obrigações correntes diminuíram enquanto os activos correntes aumentaram.

Tabela 4.2: Indicadores financeiros calculados (2002-2006)

Indicadores	2002	2003	2006
ROA	17,90%	9,27%	25,57%
ROE	34,53%	19,96%	37,02%
Liquidez corrente	0,50	0,56	0,91
Endividamento	48,16%	53,53%	30,92%

Fonte: adaptado pela autora com base no relatório e contas de 2003 e 2007.

A análise dos indicadores financeiros da CDM entre 2002, 2003 e 2006 permite compreender os efeitos das decisões estratégicas e das condições económicas que marcaram o período pós-cotação. Observa-se que 2003 foi um ano de ajustamento financeiro, enquanto 2006 revela uma fase de recuperação, consolidação e maior estabilidade financeira.

Em relação à ROA, verifica-se uma redução em 2003, passando de 17,90% em 2002 para 9,27%. Esta queda não deve ser interpretada como resultado de uma fraca actividade operacional, pois o Relatório e Contas de 2003 evidencia que a CDM teve um desempenho comercial positivo nesse ano. A empresa registou crescimento de 17% no volume de cerveja vendida, aumento de 28% na produção da fábrica da Manica, na Beira, e melhoria do lucro de exploração. Assim,

operacionalmente, a empresa estava a crescer. No entanto, esse crescimento não se reflectiu plenamente no lucro líquido devido ao impacto dos custos financeiros e das diferenças cambiais.

O principal factor que pressionou a rentabilidade em 2003 foi a aquisição e integração da Laurentina Cervejas, S.A.R.L. Esta operação foi estratégica para a CDM, pois permitiu reforçar o seu portefólio de marcas e consolidar a sua posição no mercado cervejeiro nacional. Contudo, a aquisição foi financiada em Rands sul-africanos, devido à limitação de financiamento local e às condições consideradas atractivas na altura. Com a desvalorização do Metical face ao Rand, os empréstimos contraídos tornaram-se mais pesados, gerando custos financeiros elevados e diferenças cambiais não realizadas. Por isso, apesar de a empresa ter vendido mais e produzido mais, o resultado líquido foi reduzido, afectando directamente o ROA.

Em 2006, o ROA aumentou para 25,57%, revelando que a CDM passou a gerar mais lucro a partir dos activos que possuía. Esta melhoria indica que os investimentos e a integração da Laurentina começaram a produzir efeitos mais positivos. Depois do impacto inicial da aquisição, a empresa conseguiu estabilizar a sua estrutura, melhorar a eficiência operacional e transformar a expansão comercial em maior rentabilidade. Assim, o ROA de 2006 mostra uma empresa mais eficiente na utilização dos seus recursos.

O mesmo comportamento pode ser observado no ROE, que mede o retorno gerado sobre os capitais próprios. Em 2003, o ROE reduziu de 34,53% para 19,96%, reflectindo a queda do lucro líquido e o aumento da base de capital próprio. Este aumento do capital próprio esteve associado, em parte, à emissão de novas acções para financiar parcialmente a aquisição da Laurentina. Ou seja, havia mais capital investido na empresa, mas o lucro líquido foi temporariamente pressionado pelos custos financeiros e cambiais. Como resultado, o retorno para os accionistas diminuiu naquele ano.

Contudo, em 2006, o ROE subiu para 37,02%, superando o nível de 2002. Esta evolução demonstra que a CDM conseguiu recuperar a sua capacidade de gerar retorno para os accionistas. A empresa passou a beneficiar de uma estrutura mais consolidada, maior capacidade operacional e melhor desempenho líquido. Assim, a queda de 2003 pode ser vista como um efeito transitório de uma decisão estratégica de expansão, enquanto a recuperação de 2006 revela que essa estratégia começou a produzir resultados mais favoráveis.

A liquidez corrente também apresenta uma leitura importante. O indicador passou de 0,50 em 2002 para 0,56 em 2003 e 0,91 em 2006. Embora tenha melhorado ao longo do período, manteve-se abaixo de 1, o que significa que os activos correntes ainda não eram suficientes para

cobrir integralmente as obrigações de curto prazo. Em 2003, esta situação pode ser explicada pelo contexto de expansão e integração da Laurentina, que exigiu maior utilização de recursos financeiros e aumentou as responsabilidades correntes da empresa.

A melhoria da liquidez em 2006 mostra que a CDM conseguiu reorganizar melhor a sua posição de curto prazo. Isto significa que, depois do período de maior pressão financeira em 2003, a empresa passou a apresentar maior capacidade de responder às suas obrigações correntes. Embora o indicador ainda não tenha atingido o nível ideal, a aproximação a 1 revela uma evolução positiva na gestão dos activos e passivos de curto prazo.

Em 2006, o endividamento reduziu para 30,92%, revelando uma melhoria clara da estrutura financeira da empresa. Esta redução mostra que a CDM conseguiu diminuir a dependência de financiamento externo e reforçar a utilização de capitais próprios no financiamento dos seus activos. Tal evolução é particularmente relevante porque demonstra que a empresa não apenas recuperou rentabilidade, mas também reduziu o risco financeiro associado ao excesso de dívida.

Deste modo, a leitura conjunta dos indicadores demonstra que o desempenho da CDM no período analisado foi condicionado por dois momentos distintos. O primeiro, em 2003, corresponde a uma fase de expansão e ajustamento, marcada pela integração da Laurentina, pelo aumento das necessidades de financiamento e pelos efeitos negativos das diferenças cambiais. Embora a empresa tenha crescido operacionalmente, estes factores reduziram temporariamente a rentabilidade e aumentaram o endividamento.

O segundo momento, observado em 2006, revela uma fase de consolidação. A empresa conseguiu recuperar a rentabilidade, melhorar a liquidez, reduzir o endividamento e reforçar a autonomia financeira. Isto sugere que os impactos iniciais da integração da Laurentina foram gradualmente absorvidos e que a CDM passou a beneficiar dos ganhos estratégicos dessa operação. Assim, a evolução dos indicadores mostra que, apesar das pressões financeiras de curto prazo, a CDM conseguiu fortalecer a sua estrutura financeira e melhorar o seu desempenho no período pós-cotação.

4.2 Hidroeléctrica de Cahora Bassa

A história da HCB tem início em 1956, quando técnicos da Hidroeléctrica Portuguesa visitaram as rápidas do Rio Zambeze, identificando pela primeira vez o seu potencial hidroeléctrico. Esta visita exploratória deu origem a um longo processo de negociações e

planeamento que culminou, em 1969, na assinatura dos contractos de fornecimento energético entre o Governo português e a República da África do Sul, bem como na adjudicação do projecto à empresa ZAMCO para início da construção da barragem. Após anos de obras, em 1975 deu-se o início da operação comercial, coincidindo com o período de independência de Moçambique.

Neste contexto político de transição, foi criada em 1977 a Central Hidroeléctrica de Cahora Bassa, através de um acordo entre o Estado português e a FRELIMO, consolidando a estrutura institucional da empresa. Ao longo dos anos seguintes, a HCB foi progressivamente alargando a sua actividade, tendo em 1984 assinado acordos para o fornecimento de energia a outros países da região, para além da África do Sul e de Moçambique.

O marco mais significativo da trajetória da empresa ocorreu em 2007, quando o controlo da HCB foi transferido do Estado Português para o Estado Moçambicano num processo denominado reversão. Na sequência deste acontecimento, foram adoptadas importantes medidas de modernização institucional, nomeadamente a elaboração do Manual de Governação Corporativa em 2009 e o lançamento do Plano Estratégico 2010–2014 em 2010, orientado para a melhoria contínua da qualidade dos serviços.

Os anos seguintes foram de crescimento e consolidação. Em 2011, os accionistas receberam dividendos pela primeira vez, e em 2012 o Estado moçambicano adquiriu acções adicionais, elevando a sua participação para 99,2% do capital social.

No que diz respeito à abertura ao mercado de capitais, o processo teve início em 2017, quando, por ocasião da celebração do 10º aniversário da reversão da HCB, o Presidente da República anunciou a venda de 7,5% do capital da HCB na BVM, como forma de promover maior inclusão financeira dos moçambicanos e acrescentar valor a expressão “Cahora Bassa e Nossa”. Esta intenção foi concretizada em 2019 com a realização da OPV, tornando a HCB acessível a investidores privados.

A OPV foi um marco histórico para a economia de Moçambique e a decisão de lançar a OPV teve como principais motivações:

- **Inclusão financeira dos moçambicanos:** dar a oportunidade aos cidadãos, empresas e instituições nacionais de participar directamente na estrutura accionista, permitindo que os moçambicanos beneficiem dos dividendos gerados pela exportação de energia;
- **Transparência e governação corporativa:** consolidar a observância da empresa das boas práticas internacionais de governação corporativa, por via de uma maior

exposição da empresa ao escrutínio público, através de prestação de contas (publicação de relatórios financeiros auditados com regularidade) e melhoria de padrões de gestão para manter a confiança dos novos accionistas;

- **Dinamização do mercado de capitais:** familiarizar o investidor moçambicano com o conceito do mercado de capitais e das possibilidades de poupança disponíveis, iniciando uma cultura de poupança e investimento;
- **Captação de recursos estratégicos:** alargar fontes de financiamento da empresa, consolidando uma posição financeira para futuros investimentos em infraestrutura e manutenção.

Em 2020, realizou-se a primeira Assembleia Geral Ordinária com a participação dos novos accionistas provenientes da OPV, marcando a consolidação da empresa enquanto sociedade aberta.

Do ponto de vista financeiro, os anos mais recentes têm sido particularmente positivos. Em 2021, a HCB registou o maior resultado líquido da sua história, atingindo 10,7 mil milhões de meticais. Em 2022, celebrou-se o 15.º aniversário da reversão, reafirmando o compromisso com a soberania energética do país. Nos exercícios de 2023 e 2024, a empresa voltou a registar recordes de resultados líquidos e de dividendos distribuídos, consolidando a sua posição como uma das empresas mais sólidas do tecido empresarial moçambicano e justificando o seu reconhecimento como "O Orgulho de Moçambique".

4.2.1 Análise de resultados da HCB

4.2.1.1 Análise do período Pré-Cotação (2016-2018)

Tabela 4.3: Dados base da HCB no período pré-cotação, de 2016-2018 (valores em MT)

Rúbrica	2016	2017	2018
Resultado Líquido	6.554.632	4.214.010	4.644.897
Activo Total	63.543.371	59.009.713	59.962.685
Capital Próprio	53.728.121	50.787.323	54.251.820
Activo Corrente	14.656.643	10.824.189	12.151.361
Passivo Corrente	3.223.374	2.110.048	4.199.233
Passivo Total	9.815.250	8.222.390	5.710.865

Fonte: Adaptado pela autora com base nos relatórios e contas da HCB (2016–2018).

Analisando os dados base, verifica-se que o resultado líquido registou uma queda

expressiva de 2016 para 2017, passando de 6,5 para 4,2 milhões de Meticais, uma redução de aproximadamente 35,7%. Esta quebra ficou a dever-se, em grande medida, ao comportamento adverso das diferenças cambiais e ao peso dos encargos financeiros associados ao empréstimo contraído para financiar a operação de reversão da empresa. Em 2018, o resultado recuperou parcialmente para 4,64 milhões de Meticais, impulsionado pelo crescimento das vendas em 43,4% face ao ano anterior, sustentado pelo ajuste tarifário na ordem dos 46,3% sobre a tarifa praticada em 2017.

O activo total registou uma redução de 2016 para 2017, de 63,54 para 59 milhões, estabilizando em 2018 em 59,9 milhões. Esta evolução reflecte essencialmente a depreciação acumulada dos activos tangíveis e a amortização dos activos intangíveis, bem como o efeito das taxas de câmbio sobre os activos denominados em moeda estrangeira. O capital próprio seguiu uma trajectória semelhante, com uma redução em 2017 motivada pela aquisição de acções próprias no valor de 5,7 milhões, recuperando em 2018 para 54,2 milhões, valor superior ao registado em 2016, graças à incorporação dos resultados transitados. Quanto ao passivo total, observa-se uma tendência de redução consistente ao longo dos três anos, passando de 9,8 em 2016 para 5,7 milhões de Meticais em 2018, reflectindo o esforço da empresa na amortização antecipada dos seus empréstimos, nomeadamente o pagamento de 80% do empréstimo junto do Millennium BIM em 2018.

Tabela 4.4: Indicadores Financeiros Calculados (2016-2018)

Indicador	2016	2017	2018
ROA	10,32%	7,14%	7,75%
ROE	12,20%	8,30%	8,56%
Liquidez Corrente	4,55	5,13	2,89
Endividamento	18,27%	16,19%	10,53%

Fonte: adaptado pela autora com base nos relatórios e contas da HCB (2016–2018)

O ROA da HCB registou, no período em análise, uma trajectória de declínio, passando de 10,32% em 2016 para 7,14% em 2017, com uma ligeira recuperação para 7,75% em 2018. Neste contexto, o valor de 10,32% registado em 2016 evidencia uma elevada capacidade da HCB em converter os seus activos em resultados líquidos, fruto de um exercício com rendimentos financeiros favoráveis, nomeadamente as diferenças de câmbio positivas resultantes da

depreciação do Metical face às principais moedas de facturação. A queda verificada em 2017 para 7,14% reflecte o impacto negativo das diferenças cambiais desfavoráveis, bem como a redução das vendas de energia em 13,5% face a 2016, motivada pela menor produção associada à redução da afluência de água à albufeira. A recuperação parcial em 2018 para 7,75% é explicada pelo crescimento expressivo das vendas, impulsionado pelo ajuste tarifário, ainda que parcialmente contrabalançado pelo aumento dos impostos sobre o rendimento e pelas imparidades de contas a receber associadas à dívida da EDM. Em termos gerais, o ROA do período pré-cotação manteve-se em valores positivos e relativamente elevados, o que demonstra que a HCB entrou na Bolsa de Valores de Moçambique numa posição de solidez operacional.

O ROE acompanhou de forma paralela a evolução do ROA, registando uma redução de 12,20% em 2016 para 8,30% em 2017, com uma estabilização em 8,56% em 2018. A redução deste indicador ao longo do período reflecte não apenas a diminuição dos resultados líquidos, mas também a alteração na estrutura do capital próprio, nomeadamente a aquisição de acções próprias em 2017, no valor de 5.730.008 milhares de Meticais, operação que reduziu o capital próprio disponível e preparou a empresa para a subsequente oferta pública de venda na Bolsa de Valores de Moçambique. Ainda assim, os valores registados nos três anos são positivos e significativos, demonstrando que a HCB manteve uma capacidade consistente de gerar valor para os seus accionistas no período que antecedeu a sua cotação em bolsa.

O índice de liquidez corrente da HCB apresentou valores muito elevados nos três anos analisados, situando-se em 4,55 em 2016, 5,13 em 2017 e 2,89 em 2018. Os valores registados pela HCB nos três exercícios são bastante superiores ao valor de referência de 1,0, o que significa que a empresa possuía, em todos os anos, activos correntes mais do que suficientes para cobrir a totalidade das suas obrigações de curto prazo. A redução verificada em 2018 para 2, ficou a dever-se ao crescimento do passivo corrente, nomeadamente pelo aumento de outros passivos correntes associados à taxa de concessão e a outros compromissos operacionais. Contudo, mesmo com esta redução, o índice de liquidez permaneceu a um nível muito confortável, evidenciando a robustez financeira de curto prazo da HCB no período pré-cotação.

O índice de Endividamento da HCB registou uma tendência de redução consistente e significativa ao longo do período analisado, passando de 18,27% em 2016 para 16,19% em 2017 e para 10,53% em 2018. A trajectória decrescente do endividamento da HCB é particularmente relevante para o presente estudo, na medida em que demonstra que, nos três anos que antecederam a entrada na Bolsa de Valores de Moçambique, a empresa reduziu progressivamente a sua

dependência de capital alheio. Esta evolução ficou a dever-se, em grande medida, ao esforço deliberado de amortização antecipada dos empréstimos, culminando em 2018 com o pagamento de 80% do empréstimo junto do Millennium BIM, que reduziu substancialmente o passivo não corrente em 75,3% face ao ano anterior. Assim, a HCB apresentou-se ao mercado de capitais em 2019 com uma estrutura financeira sólida, com baixo nível de endividamento e elevada autonomia financeira, o que constitui um sinal positivo para os potenciais investidores.

4.2.1.2 Análise do período Pós-Cotação (2019-2021)

O período de 2019 a 2021 é relevante porque representa uma fase de maior maturidade da HCB enquanto sociedade cotada. Nesta etapa, a análise já não se limita ao momento da entrada em bolsa, mas procura observar a capacidade da empresa de manter resultados consistentes, remunerar os accionistas, sustentar a actividade operacional e preservar a sua importância estratégica no sector energético. Em 2019, por exemplo, a empresa refere que arrecadou receitas acima de 27 mil milhões de Meticais, tendo canalizado cerca de 2,7 mil milhões de Meticais ao Estado em fees de concessão, aproximadamente 5,1 mil milhões de Meticais em impostos e mais de 3,7 mil milhões de Meticais em dividendos aos accionistas das séries A e B (HCB, 2019).

A natureza da actividade da HCB faz com que o seu desempenho financeiro esteja fortemente associado a factores operacionais, técnicos e ambientais. Diferentemente de empresas comerciais ou industriais tradicionais, a HCB depende da gestão dos recursos hídricos, da disponibilidade da albufeira, da capacidade de produção e transporte de energia, da manutenção das infra-estruturas e dos contratos de fornecimento de energia. Por isso, os indicadores financeiros deste período devem ser interpretados em ligação com o contexto operacional da empresa e não apenas como variações contabilísticas isoladas.

Entre 2019 e 2021, a HCB manteve-se como uma das principais produtoras independentes de energia da África Austral. Em 2024, a empresa alcançou um resultado líquido de 14 mil milhões de Meticais, considerado o maior da história do empreendimento, representando um crescimento de 8,48% face a 2023 (HCB, 2024). Este desempenho evidencia a capacidade da empresa em preservar a rentabilidade mesmo num ambiente sujeito a riscos climáticos, operacionais e macroeconómicos.

Deste modo, a análise do período pós-cotação da HCB procura avaliar de que forma a empresa evoluiu nos anos de 2019, 2020 e 2021, considerando indicadores como rentabilidade, liquidez, endividamento e autonomia financeira.

Tabela 4.5: Dados base da HCB no período pós-cotação, de 2019-2021 (valores em MT)

Indicadores	2019	2020	2021
Resultado líquido	6,062,917	9,824,093	10,154,874
Activo total	65,440,480	75,126,528	79,876,639
Activo corrente	17,322,280	27,266,314	31,696,736
Capital próprio	62,311,296	70,436,428	77,643,469
Passivo corrente	2,765,852	3,911,149	1,897,898
Passivo total	3,129,184	4,690,100	2,233,170

Fonte: Adaptado pela autora com base nos Relatórios e Contas da HCB (2019–2021).

Após a entrada na bolsa, a HCB registou um resultado líquido de 6,06 milhões de Meticais, representando um crescimento de aproximadamente 30,5% face ao exercício anterior. Este desempenho foi impulsionado, segundo o Relatório e Contas de 2019, pelo crescimento da produção de energia em 7,3%, que atingiu os 14.656 GWh, e pelo crescimento das vendas de bens e serviços de 22,3 para 23,8 milhões de Meticais. Igualmente relevante foi a redução drástica dos gastos financeiros, de 7,5 para 3,3 milhões de Meticais, reflexo directo da conclusão do processo de amortização antecipada dos empréstimos contraídos para a operação de reversão da empresa.

Este desempenho é tanto mais notável quanto ocorreu num contexto marcado pela pandemia da COVID-19, que o Relatório e Contas de 2020 reconhece ter imposto desafios significativos à operação e manutenção do parque electroprodutor, ao limitar a circulação de técnicos estrangeiros especializados e ao condicionar o cronograma de investimentos previstos no CAPEX Vital 10 anos. Não obstante estes constrangimentos externos, a HCB registou uma produção total de 15.350,8 GWh de energia, 2,7% acima da meta planificada e 4,7% superior à produção de 2019, graças a uma gestão hidrológica criteriosa da albufeira e à boa condição de armazenamento inicial. Em 2021, o resultado líquido continuou a crescer, atingindo os 10,1 milhões, confirmando a sustentabilidade e consistência do desempenho financeiro da HCB no período pós-cotação. No total, o resultado líquido cresceu aproximadamente 67,5% entre 2019 e 2021, o que representa uma criação de valor assinalável para os accionistas da empresa, incluindo os mais de 17 mil novos investidores que adquiriram acções no âmbito da OPV de 2019.

O activo total registou uma trajectória de crescimento contínuo e expressivo ao longo dos três anos analisados, passando de 65,4 em 2019 para 75,1 milhões em 2020 e atingindo 79,8 milhões de Meticais em 2021, o que corresponde a um crescimento acumulado de

aproximadamente 22,1% ao longo do período. Este crescimento ficou a dever-se fundamentalmente à expansão do activo corrente, que cresceu de forma muito mais acentuada do que o activo não corrente. O activo não corrente manteve-se relativamente estável ao longo do período, com os investimentos realizados no âmbito do CAPEX Vital 10 anos a compensarem as depreciações acumuladas dos activos tangíveis existentes. Já o activo corrente cresceu de 17,3 em 2019 para 27,2 em 2020 e 31,6 milhões de Meticais em 2021, impulsionado principalmente pelo crescimento do saldo de caixa e equivalentes de caixa, que passou de 7,8 para 13,8 milhões de Meticais entre 2019 e 2020, e pelo crescimento das contas a receber de clientes, reflexo do aumento do volume de vendas de energia. O crescimento sustentado do activo total ao longo do período pós-cotação traduz a expansão da capacidade operacional da empresa e a acumulação de recursos financeiros gerados pela actividade, sinais inequívocos de uma empresa em processo de consolidação e crescimento.

O capital próprio registou uma das evoluções mais positivas e consistentes do período analisado, crescendo de 62,3 em 2019 para 70,4 em 2020 e atingindo 77,6 milhões de Meticais em 2021, o que representa um crescimento acumulado de aproximadamente 24,6% ao longo dos três anos. Esta trajetória de crescimento reflecte, em primeiro lugar, a forte capacidade de geração de resultados líquidos positivos e crescentes ao longo do período, que se foi incorporando nos resultados transitados, reforçando progressivamente a base de capital próprio da empresa. Em segundo lugar, reflecte o efeito estrutural da OPV de 2019, que ao colocar 4% do capital da HCB junto de investidores nacionais, gerou receitas de 3,297 milhões de Meticais que contribuíram para o reforço do capital social e dos prémios de emissão registados no balanço. O crescimento contínuo do capital próprio ao longo do período pós-cotação é um indicador da solidez patrimonial crescente da HCB e da sua capacidade de criar valor de forma sustentada para os seus accionistas, sendo também um sinal de confiança para o mercado de capitais moçambicano.

O activo corrente cresceu de forma considerável ao longo do período, passando de 17,3 em 2019 para 31,6 milhões de Meticais em 2021, o que representa um crescimento acumulado de aproximadamente 83%. Este crescimento é explicado pelo aumento do saldo de caixa e equivalentes de caixa, impulsionado pela forte geração de caixa operacional que atingiu 9,3 milhões de Meticais em 2020, e pelo crescimento das contas a receber de clientes, associado ao aumento das vendas de energia. O passivo corrente, por sua vez, apresentou uma evolução mais irregular, crescendo de 2,7 em 2019 para 3,9 em 2020 e reduzindo para 1,8 milhões de Meticais em 2021. O crescimento verificado em 2020 ficou a dever-se essencialmente ao aumento do

imposto a pagar, consequência directa do resultado antes de imposto registado nesse exercício, enquanto a redução de 2021 reflecte o pagamento das obrigações fiscais acumuladas e a redução de outros passivos correntes. A combinação de um activo corrente crescente com um passivo corrente decrescente em 2021 resultou num índice de liquidez corrente elevado, como se verá na análise dos indicadores calculados.

O passivo total manteve-se em níveis muito reduzidos ao longo de todo o período pós-cotação, situando-se em 3,1 milhões de Meticais em 2019, 4,9 em 2020 e reduzindo para 2,2 milhões de Meticais em 2021. Estes valores são consideravelmente inferiores aos registados no período pré-cotação, onde o passivo total chegou a atingir os 9,8 milhões de Meticais em 2016, e confirmam que a HCB consolidou, no período pós-cotação, uma estrutura financeira marcada pela quase total ausência de dívida financeira de médio e longo prazo. O ligeiro crescimento verificado em 2020 para 4,6 milhões não representa uma deterioração da situação financeira, mas antes o reflexo do crescimento do imposto a pagar, que passou de 1,1 para 2,3 milhões de Meticais, consequência directa do resultado tributável registado nesse exercício. O retorno ao valor mínimo de 2,2 milhões de Meticais em 2021 confirma a trajectória estrutural de endividamento da HCB, tornando-a uma das empresas financeiramente mais autónomas e robustas do mercado empresarial moçambicano, e enviando um sinal positivo para os investidores presentes na BVM.

Tabela 4.6: Indicadores financeiros calculados (2019-2021)

Indicadores	2019	2020	2021
ROA	9.26%	13.08%	12.71%
ROE	9.73%	13.95%	13.08%
Liquidez corrente	6.26	6.97	16.70
Endividamento	4.78%	6.24%	2.80%

Fonte: Adaptado pela autora com base nos Relatórios e Contas da HCB (2019–2021).

O ROA registou, no período pós-cotação, uma trajectória de recuperação e crescimento significativa face ao período anterior. O indicador passou de 9,26% em 2019 para 13,08% em 2020, estabilizando em 12,71% em 2021, o que representa uma melhoria substancial relativamente aos valores de 7,14% e 7,75% registados em 2017 e 2018, respectivamente. Esta evolução evidencia que a HCB se tornou progressivamente mais eficiente na utilização dos seus activos para gerar resultados, o que é particularmente relevante num contexto em que o activo total também

cresceu de forma expressiva.

O desempenho de 2019, com um ROA de 9,26%, representa já uma melhoria considerável face ao período imediatamente anterior, e ficou a dever-se ao crescimento da produção de energia em 7,3% face a 2018, bem como à melhoria dos resultados operacionais de 9,5 para 9,9 milhões de Meticais, um crescimento de 4,1%. O facto de o resultado líquido ter crescido 30,5% em relação ao ano anterior, atingindo os 6 milhões de Meticais, reflecte o efeito combinado do crescimento das vendas, que passaram de 22,3 para 23,8 milhões de Meticais, com a redução significativa dos gastos financeiros, que diminuíram de 7,5 para 3,3 milhões de Meticais, fruto do processo de amortização acelerada da dívida concluído em 2018.

O aumento do ROA para 13,08% em 2020 é notável porque ocorreu durante o ano marcado pela pandemia da COVID-19, onde a HCB condicionou as actividades da empresa, nomeadamente ao limitar a capacidade de resposta dos fornecedores internacionais de assistência técnica especializada e o cronograma de investimentos previstos no CAPEX Vital 10 anos. Não obstante estes constrangimentos, a HCB registou em 2020 uma produção total de 15.350,8 GWh de energia, 2,7% acima da meta planificada e 4,7% superior à produção de 2019. A ligeira redução do ROA para 12,71% em 2021 reflecte o crescimento do activo total a um ritmo ligeiramente superior ao crescimento do resultado líquido, sem que tal represente uma deterioração do desempenho da empresa.

O ROE acompanhou de forma estreita a evolução do ROA ao longo do período, registando um crescimento consistente de 9,73% em 2019 para 13,95% em 2020, e estabilizando em 13,08% em 2021. Esta evolução é significativa quando comparada com os valores de 8,30% e 8,56% registados em 2017 e 2018, representando uma melhoria do retorno gerado para os accionistas, incluindo os novos investidores que adquiriram acções da HCB no âmbito da OPV realizada em 2019.

O crescimento do ROE em 2019 para 9,73% reflecte directamente os efeitos positivos da OPV sobre a estrutura de capital da empresa. A venda de 4% das acções gerou receitas de 3,2 milhões de Meticais que reforçaram o capital próprio da empresa e, combinado com o crescimento do resultado líquido em 30,5%, traduziu-se numa melhoria clara do retorno para os accionistas. A entrada na bolsa teve um efeito imediato e positivo sobre a capacidade de criação de valor para os detentores de capital, corroborando as perspectivas teóricas que associam a cotação em bolsa a uma melhoria da eficiência na utilização do capital próprio.

O valor de 13,95% atingido em 2020 representa o pico do período analisado e reflecte o

desempenho financeiro da empresa nesse ano, caracterizado por um resultado líquido 62% maior que o ano anterior, num contexto de pandemia global.

O índice de liquidez corrente registou no período pós-cotação uma trajectória de crescimento positivo, passando de 6,26 em 2019 para 6,97 em 2020 e atingindo o valor de 16,70 em 2021. Estes valores reflectem uma melhoria substancial da posição financeira de curto prazo da HCB. Segundo Marion (2012), os índices de liquidez são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa, constituindo uma apreciação sobre se a empresa tem capacidade para saldar as suas dívidas. Neste sentido, os valores registados pela HCB ao longo do período confirmam uma capacidade de pagamento de curto prazo sólida.

O índice de liquidez registado em 2019 reflecte a continuação do processo de redução da dívida iniciado nos anos anteriores, com os empréstimos obtidos a situarem-se em apenas 369,4 milhões de Meticais, dos quais apenas 352,3 eram de natureza não corrente. O ligeiro aumento para 6,66% em 2020 não representa uma deterioração da situação financeira, mas antes o efeito do crescimento do passivo total de 3,1 para 4,6 milhões de Meticais, motivado pelo crescimento do imposto a pagar, consequência directa do resultado antes de imposto de 16,1 milhões de Meticais registado em 2020. O retorno ao valor mínimo de 2,88% em 2021 confirma a trajectória de baixo endividamento da HCB, tornando-a uma das empresas mais financeiramente autónomas e sólidas do mercado moçambicano. Esta realidade é relevante para os investidores da BVM, na medida em que um baixo nível de endividamento implica menor risco financeiro e maior capacidade de distribuição de dividendos no futuro.

4.3 Tropigalia

A Tropigalia é uma empresa que actua no sector da logística, distribuição e comercialização de bens de consumo, com posição relevante no mercado de abastecimento e distribuição em Moçambique. A Tropigalia desenvolveu uma rede de centros de distribuição e armazéns que lhe permite assegurar cobertura nas regiões sul, centro e norte do país, reforçando a sua capacidade de armazenamento, transporte e entrega de produtos a diversos segmentos do mercado. Esta estrutura operacional evidencia o papel da empresa na cadeia de abastecimento, sobretudo na distribuição de produtos de grande consumo, e justifica a sua relevância económica no contexto empresarial moçambicano.

A Tropigalia entrou na BVM em 2022, com a admissão das suas acções à cotação no MCO, com um total de 6.519.203 acções nominativas, preferenciais, sem direito a voto, não remíveis e

escriturais com o valor nominal de 20,00Mt, representativas de 21,40% do seu capital social. O montante arrecadado na operação pública permitiu à empresa manter a sua política expansionista, construindo mais centros de distribuição e armazéns pelo país, como o centro de distribuição em Muntanhana (Zintava), concebido como um alargamento da sua capacidade operacional e logística.

Para além da dimensão financeira, a entrada na BVM contribuiu igualmente para o fortalecimento da imagem institucional da Tropigalia, aumentando a sua visibilidade, credibilidade e reputação junto do mercado, dos parceiros e da sociedade em geral.

4.3.1 Análise de resultados da Tropigalia

4.3.1.1 Análise do período Pré-Cotação (2019-2021)

Tabela 4.7: Evolução dos Indicadores Económicos da Tropigalia (2019–2021)

Indicadores	2019	2020	2021
Volume de Negócios	2.588.314.784	2.457.882.706	3.233.697.312
Margem Bruta	527.202.819	535.977.536	746.672.590
Auto-financiamento	117.312.306	114.691.641	192.345.474
VAB	392.776.210	401.512.097	518.381.286
Resultado Líquido	83.565.331	78.737.021	148.776.494
Activo líquido	1.279.894.473	1.377.380.807	2.152.968.234
Capital Próprio	604.006.933	809.755.291	883.731.615
EBITDA	203.439.150	205.139.222	283.055.624
EBITDA % das vendas	7,9%	8,3%	8,8%
Rentabilidade Operacional das Vendas	6,6%	6,9%	7,4%

Fonte: Relatório Financeiro da Tropigalia, 2021

Tabela 4.8: Evolução dos Indicadores Financeiros da Tropigalia (2019–2021)

Indicadores	2019	2020	2021
Autonomia financeira	47%	59%	41%
Solvabilidade	89%	143%	70%
Liquidez Geral	163%	237%	156%
Liquidez Reduzida	74%	103%	69%
Fundo de Maneio	268.324.651	457.831.175	483.897.610
Necessidades de Fundo de Maneio	263.497.453	372.430.344	496.624.803
Custo da dívida	44.639.778	57.738.573	94.358.943
Peso da dívida	26%	34%	39%

Taxa de endividamento	53%	41%	59%
EBITDA	516%	2662%	214%

Fonte: Relatório Financeiro da Tropigalia, 2021

Da análise dos indicadores económico-financeiros da Tropigalia no período de 2019 a 2021, verifica-se que a empresa entrou na BVM num contexto de crescimento empresarial já em curso, mas também de crescente exigência financeira. Os dados mostram que a evolução da empresa antes da admissão à cotação não pode ser explicada apenas por variações internas de gestão, devendo ser relacionada com o contexto macroeconómico do país, com os impactos da pandemia da COVID-19 em 2020 e com a retoma económica observada em 2021. Em Moçambique, 2020 foi marcado pela primeira contracção económica em quase três décadas, em consequência dos efeitos da pandemia sobre a procura, o investimento e a actividade empresarial, ao passo que 2021 foi caracterizado por uma recuperação gradual, favorecida pelo abrandamento das restrições e pela retoma parcial da actividade económica.

No exercício de 2019, a Tropigalia apresentava uma posição relativamente estável, com volume de negócios de 2,588 mil milhões de meticais, margem bruta de 527,2 milhões e resultado líquido de 83,5 milhões. Estes valores sugerem que a empresa já dispunha de uma base operacional consolidada no sector da logística e distribuição. A rentabilidade operacional das vendas situava-se em 6,6% e o EBITDA representava 7,9% das vendas, o que indica uma empresa com capacidade de geração de valor, ainda que inserida num sector que exige elevada intensidade operacional. Neste período, a situação financeira revelava algum equilíbrio: a autonomia financeira era de 47%, a liquidez geral de 163% e o peso da dívida de 26%. Isso significa que, antes do choque pandémico, a empresa apresentava crescimento moderado, equilíbrio patrimonial e dependência ainda controlada do endividamento.

Já em 2020, observa-se uma ligeira redução do volume de negócios para 2,457 mil milhões e uma diminuição do resultado líquido para 78,7 milhões de meticais. Esta evolução é ser interpretada à luz do contexto macroeconómico adverso provocado pela COVID-19. A pandemia perturbou cadeias de abastecimento, reduziu a mobilidade, condicionou o comércio e afectou os ritmos normais de distribuição, com impacto sobre diversos sectores da economia moçambicana.

Em 2021, por sua vez, verifica-se uma mudança mais clara de trajectória. O volume de negócios subiu para 3,233 mil milhões, a margem bruta aumentou para 746,6 milhões, o resultado líquido quase duplicou para 148,7 milhões e o EBITDA atingiu 283 milhões de meticais. Esta

evolução está em linha com o contexto macroeconómico moçambicano, que entrou em fase de recuperação gradual após a contracção de 2020.

Além do efeito macroeconómico, há também factores internos que ajudam a explicar a melhoria de 2021. O relatório afirma que a estratégia que produziu resultados em 2022 assentava numa opção de gestão iniciada em 2020, orientada para criar bases de autonomia em armazenamento, logística e transporte, bem como para expandir territorialmente a operação. O mesmo documento refere que a empresa se preparou para aproveitar a retoma iniciada em 2021. Isto permite inferir que os bons resultados de 2021 não decorreram apenas da recuperação do mercado, mas também de decisões estratégicas anteriores, nomeadamente investimento em capacidade logística, penetração comercial e reforço da rede operacional.

Assim, a análise dos anos 2019–2021 permite concluir que a Tropigalia entrou na Bolsa de Valores de Moçambique não por se encontrar numa situação de colapso financeiro, mas porque o seu crescimento passou a exigir uma estrutura de financiamento mais robusta. Em 2019, a empresa apresentava estabilidade operacional; em 2020, enfrentou os efeitos da COVID-19, mas revelou resiliência e reforçou a sua base financeira; em 2021, beneficiou da retoma económica e das decisões estratégicas tomadas desde 2020, aumentando fortemente as vendas e a rentabilidade. No entanto, esse mesmo crescimento elevou as necessidades de fundo de maneio, aumentou o peso da dívida e pressionou a liquidez e a estrutura de capital. Deste modo, a entrada na BVM é interpretada como resposta estratégica a uma fase de expansão acelerada, em que a empresa necessitava de complementar os recursos próprios e reduzir a dependência relativa do financiamento bancário.

4.3.1.1 Análise do período Pós-cotação (2022-2024)

Este período é relevante porque a admissão à cotação ocorreu num contexto económico desafiante para empresas ligadas à logística, distribuição e comercialização de bens de consumo. A actividade da Tropigalia depende directamente da eficiência da cadeia de abastecimento, da estabilidade dos custos de transporte, da disponibilidade de produtos, da capacidade de armazenamento e da dinâmica do consumo interno. Assim, a análise dos seus resultados financeiros deve considerar não apenas os valores contabilísticos, mas também os factores operacionais e externos que influenciaram o desempenho da empresa.

Logo no início do período pós-cotação, a Tropigalia enfrentou um ambiente marcado por instabilidade logística e pressões sobre os custos. O Relatório e Contas de 2022 refere que o

exercício foi condicionado pelos efeitos da crise logística iniciada em 2019 e pela crise energética de 2022, factores que afectaram o funcionamento das cadeias de abastecimento e criaram desafios para as empresas distribuidoras (Tropigalia, 2022). Ainda assim, o ano foi relevante para a expansão comercial da empresa, destacando-se a entrada da British American Tobacco como parceira exclusiva em Maio de 2022, elemento que contribuiu para reforçar a actividade comercial da Tropigalia nesse exercício (Tropigalia, 2022).

Segundo o Relatório e Contas de 2023, nesse ano o crescimento das vendas foi impulsionado sobretudo pelo *core business*, que registou uma evolução positiva de 16%, compensando parcialmente a redução dos serviços logísticos associados à distribuição de produtos de tabaco. Este aspecto demonstra que, após a cotação, a empresa continuou a depender fortemente da capacidade de manter e expandir a sua rede de distribuição, bem como de gerir alterações na composição das suas fontes de receita.

Contudo, em 2024, o desempenho da Tropigalia foi condicionado por factores externos e financeiros mais adversos. O Relatório e Contas de 2024 indica que a empresa foi afectada por interrupções operacionais provocadas pela crise social pós-eleitoral, o que penalizou a actividade comercial e logística. Além disso, os elevados custos de financiamento tiveram impacto negativo significativo nos resultados financeiros, pressionando o resultado antes de impostos e contribuindo para que o resultado líquido do exercício fosse negativo (Tropigalia, 2024).

Deste modo, o período pós-cotação da Tropigalia deve ser compreendido como uma fase de adaptação ao mercado bolsista num ambiente operacional exigente. Entre 2022 e 2024, a empresa combinou momentos de expansão comercial com desafios associados à instabilidade logística, aumento dos custos financeiros, alterações no peso de determinados segmentos de negócio e perturbações sociais que afectaram a actividade.

Tabela 4.9: Dados base da Tropigalia no período pós-cotação, de 2022-2024 (valores em MT)

Indicadores	2022	2023	2024
Resultado líquido	78.432.144	52.690.245	-17.800.000
Activo total	3.100.158.457	2.978.528.873	2.651.877.883
Activo corrente	1.887.735.991	1.657.230.745	1.312.086.356
Capital próprio	1.197.645.532	1.213.794.449	1.186.840.519
Passivo corrente	1.510.327.743	1.360.640.372	1.072.590.934
Passivo total	1.902.512.925	1.764.734.424	1.465.037.364

Fonte: elaborado pela autora com base nos Relatórios e Contas 2022,2023 e 2024.

A entrada da Tropigalia no mercado de capitais, realizada em 2022 através da Oferta Pública de Subscrição, marcou uma fase importante para a empresa, pois permitiu reforçar a sua estrutura de capital, financiar parte do seu plano de expansão e aumentar a sua visibilidade no mercado. No entanto, os dados mostram que os efeitos da cotação não se reflectiram de forma imediata numa melhoria contínua dos resultados líquidos.

Em 2022, a Tropigalia apresentou um desempenho positivo, com resultado líquido de 78,8 milhões e activo total de 3,100 mil milhões de meticais. Este desempenho esteve associado ao forte crescimento das vendas, impulsionado sobretudo pela operação de distribuição dos produtos da British American Tobacco, que contribuiu para o aumento do volume de negócios. Ao mesmo tempo, a empresa encontrava-se numa fase de forte investimento em infraestruturas, frota e capacidade logística, incluindo o novo centro logístico de Marracuene. Assim, a entrada na Bolsa ajudou a sustentar este ciclo de expansão e reforço operacional.

Contudo, mesmo em 2022, já se observavam sinais de pressão sobre a rentabilidade. O relatório refere que o aumento dos custos logísticos e energéticos, bem como o recurso mais intenso ao crédito bancário de curto prazo para financiar investimentos e fundo de maneo, elevaram os encargos financeiros da empresa. Por isso, apesar do crescimento das vendas, parte significativa do valor gerado foi absorvida pelos custos operacionais e financeiros.

Em 2023, a Tropigalia continuou a apresentar lucro, mas o resultado líquido reduziu. Esta queda não significou, necessariamente, perda de capacidade comercial, pois o volume de negócios cresceu ligeiramente e a empresa melhorou a sua margem bruta. No entanto, os relatórios explicam que os custos fixos operacionais, sobretudo os custos de transporte, continuaram a pressionar os resultados. Além disso, os custos financeiros mantiveram-se elevados devido ao financiamento do

plano de investimento iniciado nos anos anteriores.

Ao nível patrimonial, 2023 mostra um efeito mais positivo da fase pós-cotação. O activo total reduziu de 3,100 milhões de meticais para 2.978,5 milhões e o passivo total também caiu de 1.902,5 para 1.764,7 milhões de meticais. Esta redução resulta da estratégia da empresa de diminuir o investimento em fundo de maneio, reduzir stocks, melhorar cobranças e minimizar o recurso ao financiamento bancário. Portanto, depois da entrada na bolsa, a Tropigalia passou a evidenciar maior disciplina na gestão do balanço, procurando equilibrar melhor os seus activos, passivos e necessidades de financiamento.

Em 2024, o desempenho económico deteriorou-se de forma acentuada, com resultado líquido negativo de 17,8 milhões de meticais. Segundo o Relatório e Contas de 2024, a situação foi explicada por factores externos, como as dificuldades no processo de importação associadas ao Programa de Avaliação de Conformidade, a escassez de moeda para pagamentos ao exterior e, sobretudo, a crise pós-eleitoral, que interrompeu operações de distribuição e venda no último trimestre do ano. A empresa refere que até ao terceiro trimestre registava crescimento, mas a instabilidade posterior inverteu essa tendência.

Apesar do prejuízo, a Tropigalia continuou a reduzir o endividamento. O passivo total reduziu, e este comportamento mostrou que, mesmo num ano difícil, a Tropigalia manteve uma estratégia de contenção financeira, redução da exposição à banca, melhoria da cobrança e maior controlo dos stocks. Assim, a entrada na bolsa contribuiu mais para o reforço da disciplina financeira e da gestão patrimonial do que para uma melhoria imediata da rentabilidade.

Em suma, o período pós-cotação da Tropigalia revela um desempenho misto. Por um lado, a entrada na Bolsa em 2022 apoiou o plano de expansão da empresa, reforçou a sua estrutura financeira e permitiu avançar com investimentos importantes em logística e distribuição. Por outro lado, os resultados líquidos foram diminuindo ao longo do período, passando de lucro em 2022 e 2023 para prejuízo em 2024. Esta evolução mostra que a cotação trouxe benefícios em termos de financiamento, organização e redução gradual do endividamento, mas não foi suficiente para proteger a empresa dos elevados custos financeiros, dos desafios logísticos e dos choques económicos e sociais que afectaram o mercado moçambicano no período analisado.

Tabela 4.10: Indicadores Financeiros Calculados (2022–2024)

Indicadores	2022	2023	2024
ROA	2,53%	1,77%	-0,67%
ROE	6,55%	4,34%	-1,50%
Liquidez Corrente	1,25	1,22	1,22
Endividamento	158,84%	145,38%	123,44%

Fonte: adaptado pela autora com base no relatório e contas 2022-2024

A tabela dos indicadores financeiros da Tropigalia revela uma evolução marcada por deterioração gradual da rentabilidade, liquidez relativamente estável e redução progressiva do endividamento, embora este último continue em níveis elevados. Assim, o período pós-cotação mostra uma empresa que conseguiu manter alguma capacidade de resposta no curto prazo, mas que enfrentou pressões significativas sobre os resultados, especialmente em 2024.

O ROA, que mede a capacidade da empresa de gerar lucro a partir dos seus activos, passou de 2,53% em 2022 para 1,77% em 2023, tornando-se negativo em 2024, com -0,67%. Esta evolução mostra que os activos da Tropigalia foram perdendo capacidade de gerar retorno ao longo do período. Em 2022, apesar do contexto difícil, a empresa ainda conseguiu apresentar rentabilidade positiva. Contudo, esse ano foi marcado por forte instabilidade no sector da logística e distribuição, devido à conjugação da crise logística iniciada em 2019 com a crise energética de 2022, factores que criaram desafios relevantes à actividade da empresa.

Em 2023, a redução do ROA indica que a rentabilidade dos activos continuou a enfraquecer. Isto pode ser associado ao facto de a empresa ainda estar a sentir os efeitos dos choques pós-pandémicos, nomeadamente os impactos da crise logística de 2021–2022 e da crise energética de 2022 sobre os preços, a disponibilidade de produtos, matérias-primas, mercadorias, equipamentos, combustíveis e comunicações. Estes factores aumentam os custos operacionais e reduzem a eficiência da empresa, afectando a capacidade dos activos gerarem lucro.

Em 2024, o ROA negativo reflecte a passagem da empresa para prejuízo. Este resultado não pode ser explicado apenas por uma má utilização dos activos, mas sim por um conjunto de factores externos e financeiros que afectaram directamente a actividade. O Relatório e Contas de 2024 refere que o volume de negócios reduziu 4% face a 2023, devido às interrupções operacionais provocadas pela crise social pós-eleitoral. Assim, a empresa enfrentou dificuldades em manter o ritmo normal de vendas e distribuição, o que afectou a geração de resultados.

O ROE, que mede o retorno gerado sobre o capital próprio, seguiu a mesma tendência do ROA. Em 2022, situou-se em 6,55%, reduzindo para 4,34% em 2023 e tornando-se negativo em

2024, com -1,50%. Esta evolução mostra que a rentabilidade para os accionistas enfraqueceu progressivamente. Em 2022 e 2023, a empresa ainda conseguiu gerar retorno positivo, mas relativamente baixo. Isto indica que, mesmo mantendo actividade e presença no mercado, a Tropigalia enfrentava margens pressionadas por custos elevados, dificuldades logísticas e alterações no ambiente económico.

A queda do ROE em 2024 é particularmente relevante porque significa que o capital próprio deixou de gerar retorno positivo. Isto está associado ao resultado líquido negativo do exercício. Para os accionistas, este indicador mostra que o período pós-cotação não foi imediatamente acompanhado por uma melhoria sustentada da rentabilidade. Pelo contrário, a empresa entrou na bolsa num contexto desafiante e, em 2024, os efeitos combinados da instabilidade social, da redução das vendas e dos custos financeiros acabaram por afectar directamente o retorno sobre o investimento dos accionistas.

A liquidez corrente manteve-se relativamente estável, passando de 1,25 em 2022 para 1,22 em 2023 e 2024. Este é um aspecto positivo da tabela, porque mostra que a Tropigalia conseguiu manter activos correntes suficientes para cobrir as suas obrigações de curto prazo. Ou seja, para cada 1 MT de dívida corrente, a empresa tinha cerca de 1,22 MT a 1,25 MT em activos correntes. Isto indica uma posição de curto prazo razoável, mesmo num contexto operacional difícil.

Embora a liquidez esteja acima de 1, a sua ligeira redução sugere que a margem de segurança da empresa diminuiu. Além disso, em empresas de distribuição, uma parte importante do activo corrente pode estar concentrada em inventários e contas a receber, que nem sempre se convertem rapidamente em caixa. Assim, a liquidez corrente mostra capacidade formal de cumprir obrigações de curto prazo, mas não elimina a necessidade de uma gestão rigorosa de tesouraria, especialmente quando existem interrupções nas operações e custos financeiros elevados.

O endividamento reduziu de 158,84% em 2022 para 145,38% em 2023 e 123,44% em 2024. Esta redução é positiva, pois mostra uma diminuição gradual da dependência de capitais alheios em relação ao capital próprio. No entanto, o indicador continua elevado em todos os anos analisados. Um endividamento acima de 100% significa que o passivo da empresa supera o capital próprio, revelando uma estrutura financeira ainda bastante dependente de financiamento externo.

A redução do endividamento indica um esforço de ajustamento da estrutura financeira, seja por redução de passivos, reforço de capital próprio ou gestão mais cautelosa das obrigações. Contudo, o facto de o indicador permanecer acima de 120% em 2024 mostra que a empresa continuava financeiramente pressionada. Esta situação torna-se ainda mais sensível quando os

custos de financiamento são elevados, pois uma empresa endividada fica mais exposta ao aumento dos encargos financeiros, o que reduz o lucro antes de impostos e pressiona o resultado líquido.

A tabela 4.10 mostra que a Tropigalia manteve uma posição de liquidez aceitável, mas enfrentou dificuldades crescentes de rentabilidade. A queda do ROA e do ROE indica que a empresa foi perdendo capacidade de transformar os seus activos e capitais próprios em lucro. Esta deterioração não resulta apenas de factores internos, mas também de um ambiente externo exigente, marcado por choques logísticos, aumento de custos, pressões sobre a disponibilidade de produtos e, em 2024, interrupções operacionais associadas à crise social pós-eleitoral.

CAPÍTULO V – CONCLUSÃO

A presente pesquisa teve como objectivo analisar o papel da BVM como mecanismo de financiamento empresarial, tendo como base os casos da CDM, HCB e Tropicália. A partir da análise realizada, conclui-se que a entrada na BVM representa uma alternativa relevante de financiamento, mas o seu impacto não ocorre de forma uniforme em todas as empresas. Os resultados demonstram que a influência da BVM depende das características de cada empresa, da finalidade da operação realizada, da estrutura financeira existente antes da cotação e da capacidade de utilização dos recursos captados.

No caso da CDM, verificou-se que a BVM teve relevância no processo de abertura do capital e no reforço da imagem institucional da empresa. Contudo, o seu papel mostrou-se sobretudo complementar, uma vez que a empresa continuou a depender fortemente dos recursos gerados internamente e do financiamento bancário para sustentar a sua expansão. Assim, a cotação contribuiu para maior visibilidade e formalização no mercado, mas não se apresentou como a principal fonte de financiamento da empresa.

No caso da HCB, a entrada na bolsa teve um significado particular, pois a OPV de acções realizada em 2019 esteve mais associada à dispersão accionista e à inclusão económica dos moçambicanos do que propriamente à captação directa de novos recursos para a empresa. O relatório de 2019 destaca que a OPV de 4% das acções aumentou significativamente o número de accionistas da HCB, de três para mais de 17 mil, tendo contribuído para a inclusão económica e para o crescimento do número de investidores na BVM. Além disso, a empresa já apresentava uma posição financeira robusta, com forte capacidade de geração de resultados e elevados capitais próprios. Em 2022, por exemplo, a HCB manteve indicadores sólidos, com capitais próprios de 83.150,5 milhões de meticais, autonomia financeira de 96,2% e resultado líquido de 9.207 milhões de meticais.

Deste modo, no caso da HCB, a BVM teve maior impacto ao nível da governação corporativa, transparência, visibilidade institucional e participação dos cidadãos no capital da empresa. A preparação da empresa para a cotação envolveu *due diligences*, ajustamentos estatutários e medidas de adequação às exigências de uma entidade cotada, reforçando a exposição da empresa ao escrutínio público e às boas práticas de governação.

No caso da Tropicália, a BVM assumiu um papel mais directo e visível enquanto mecanismo de financiamento. A entrada em bolsa, em 2022, através da OPS, permitiu reforçar a estrutura de capital da empresa e apoiar o financiamento do seu plano de expansão, sobretudo em activos

fixos, frota, infraestruturas logísticas e fundo de maneo. Neste caso, a BVM funcionou efectivamente como uma alternativa ao financiamento tradicional, contribuindo para sustentar o crescimento da empresa no primeiro ano pós-cotação. No entanto, a análise dos anos seguintes demonstrou que a entrada em bolsa não garantiu, por si só, uma melhoria contínua da rentabilidade, uma vez que a Tropigalia enfrentou pressões associadas aos custos financeiros, custos logísticos, dificuldades de importação, escassez de moeda forte e instabilidade pós-eleitoral.

De forma geral, a análise dos três casos permitiu concluir que a entrada em Bolsa não elimina a necessidade de outras fontes de financiamento. Mesmo após a cotação, as empresas continuam a recorrer a capitais próprios, crédito bancário, financiamento de fornecedores ou outras formas de capital alheio.

Conclui-se ainda que, no período pós-cotação, a BVM mostrou-se importante não apenas como canal de captação de recursos, mas também como instrumento de credibilidade, transparência e fortalecimento patrimonial. A presença no mercado de capitais obriga as empresas a adoptarem práticas mais rigorosas de prestação de contas, divulgação de informação financeira e governação corporativa, o que pode melhorar a confiança dos investidores, credores, clientes e demais partes interessadas.

Apesar dos desafios ainda existentes, a BVM tem vindo a desenvolver esforços para atrair mais empresas para a listagem e fortalecer o mercado de capitais nacional. Entre as principais metas definidas destaca-se o objectivo de aumentar o número de empresas cotadas para 30 até 2028, bem como elevar a capitalização bolsista para cerca de 35% do PIB. Para alcançar estes objectivos, a BVM tem promovido parcerias institucionais com associações como Instituto para a Promoção de Pequenas e Médias Empresas, Ordem dos Contabilistas e Auditores de Moçambique, Instituto Superior de Contabilidade e Auditoria, Universidade Eduardo Mondlane, CTA e outras entidades, com vista à capacitação, literacia financeira, identificação de empresas com potencial de cotação e promoção do financiamento através do mercado financeiro. Adicionalmente, têm sido considerados mecanismos para tornar o processo de admissão mais acessível, sobretudo nos segmentos com requisitos mais flexíveis, como o Segundo e o Terceiro Mercado. A publicação regular de informação sobre as empresas com títulos cotados e a apresentação de dados simplificados, através de *dashboards*, também constituem medidas importantes para facilitar a compreensão do mercado por parte de investidores não especializados e aumentar a confiança no funcionamento da bolsa.

Para além dos esforços desenvolvidos pela BVM, recomenda-se que as empresas interessadas em aceder ao mercado de capitais se preparem de forma adequada antes de iniciar o processo de admissão à cotação. Essa preparação deve incluir a organização das demonstrações financeiras, garantindo que estejam auditadas e em conformidade com as normas aplicáveis, bem como a existência de uma estrutura clara de governação corporativa, estatutos adequados e processos internos capazes de assegurar a divulgação regular de informação, a qualidade da contabilidade e o funcionamento dos controlos internos.

As empresas devem igualmente verificar se satisfazem os requisitos mínimos exigidos para o financiamento através do mercado de capitais, nomeadamente os relacionados com o capital próprio ou a capitalização bolsista projectada, a dispersão das acções e o segmento de mercado em que pretendem ser admitidas. Neste sentido, é importante que a empresa tenha clareza sobre o mercado mais adequado à sua dimensão e ao seu nível de maturidade. Para PME's, por exemplo, é viável iniciar no Segundo ou Terceiro Mercado, cujos requisitos são mais acessíveis, permitindo ganhar experiência, reputação e disciplina antes de uma eventual migração para o MCO.

Outro aspecto relevante é o planeamento da dispersão accionista, devendo a empresa definir previamente a percentagem do capital a disponibilizar ao público, de modo a cumprir os requisitos de admissão e garantir liquidez futura dos títulos. A comunicação com os investidores também deve ser valorizada, através da divulgação regular de relatórios, realização de auditorias, prestação de contas e manutenção de uma postura transparente e disciplinada perante o mercado.

Recomenda-se ainda que as empresas procurem apoio técnico durante o processo, recorrendo ao departamento de apoio da BVM, consultores, auditores, agremiações empresariais e entidades especializadas. A participação em *workshops* e formações sobre o mercado de capitais contribui para uma melhor compreensão das exigências e benefícios da cotação.

Por fim, mais do que uma fonte alternativa de capital, a BVM representa uma oportunidade para as empresas moçambicanas elevarem os seus padrões de gestão, reforçarem a sua credibilidade, ampliarem as suas possibilidades de crescimento e contribuírem para o desenvolvimento de um mercado de capitais mais dinâmico, inclusivo e sustentável em Moçambique.

BIBLIOGRAFIA

- Bardin, L. (2011). *Análise de Conteúdo*. Edições 70.
- Banco de Moçambique. (2021). *Relatório Anual de 2020*. Maputo: Banco de Moçambique.
- Banco Mundial. (2022). *The World Bank Annual Report 2022: Helping Countries Adapt to a Changing World*. © World Bank.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2005). SMEs, Growth, and Poverty: Cross-country evidence. *Journal of Economic Growth*, 10(3), 199–229.
- Bolsa de Valores de Moçambique. (2022) *Alternativas de Financiamento no Mercado de Capitais em Moçambique*. Maputo.
- Bolsa de Valores de Moçambique. (2025). *Conheça melhor a Bolsa de Valores de Moçambique* [Brochura]. BVM.
https://www.bvm.co.mz/documentos/Brochura_BVM.pdf
- Bolsa de Valores de Moçambique. (2023). *Relatório Anual do Desempenho do Mercado Bolsista –2022* Maputo.
- Bolsa de Valores de Moçambique. (2017) *Plano Estratégico e de Negócios 2017–2021*. Maputo.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Castel-Branco, C. N. (2010). *Economia extractiva e desafios de industrialização em Moçambique*. In L. de Brito, C. N. Castel-Branco, S. Chichava, & A. Francisco (Eds.), *Desafios para Moçambique 2010* (pp. 19–109). IESE.
- Cellard, A. (2008). *A Pesquisa Qualitativa: Enfoques Epistemológicos e Metodológicos* (pp. 295–316). Petrópolis: Vozes.
- Cervejas de Moçambique, S.A. (2022). *Relatório e Contas 2021*. Maputo
- Cervejas de Moçambique, S.A. (2003). *Relatório e Contas 2003*. Maputo.
- Cervejas de Moçambique, S.A. (2007). *Relatório e Contas 2007*. Maputo.
- Cervejas de Moçambique, S.A. (2008). *Relatório e Contas 2008*. Maputo.
- Chiavenato, I. (2003). *Introdução à Teoria Geral da Administração*. 7.^a Ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Código Comercial. (2022). *Boletim da República*, Maputo.
- Comissão Europeia. (2003). *Recomendação da Comissão 2003/361/CE de 6 de Maio*

de 2003 sobre a Definição de Micro, Pequenas e Médias Empresas. Bruxelas: União Europeia.

- Correia, M. J. P., Tomás, A. J., & Paulo, O. C. (2007). *Direito Comercial: Direito da Empresa*.
- Dabla-Norris, E., Kersting, E., & Verdier, G. (2010). *Firm Productivity, Innovation and Financial Development* (IMF Working Paper No. 10/49). Washington, DC: International Monetary Fund.
- Drucker, P. F. (1990). *Managing the Non-profit Organization: Practices and Principles*. New York: HarperBusiness.
- Fabozzi, F. J. (2002). *Capital Markets: Institutions and Instruments*. 3rd Ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Gil, António. C. (2008). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. 6ª. Ed. São Paulo: Atlas.
- Gitman, L. J., & Joehnk, M. D. (2010). *Fundamentals of Investing*. 11th Ed. Boston, MA: Pearson Education.
- Hall, R., & McConvey, R. (2025). *The Surge in Secondary Listings on The Hong Kong Stock Exchange*. Conyers.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2017). *Relatório e Contas 2016*. HCB.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2018). *Relatório e Contas 2017*. HCB.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2019). *Relatório e Contas 2018*. HCB.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2020). *Relatório e Contas 2019*. HCB.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2021). *Relatório e Contas 2020*. HCB.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2022). *Relatório e Contas 2021*. HCB.
- Instituto Nacional de Estatística. (2021). *Relatório de Actividades 2020*. Maputo: INE.
- International Monetary Fund. (2010). *Financial Structure and Economic Development: Evidence from Developing Countries*. IMF Working Paper 10/49.
- Lakatos, E. M., Marconi, M. A. (2017). *Fundamentos de Metodologia Científica*. 8ª. Ed. São Paulo: Atlas.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Machaca, J. (2017). *Financiamento Bancário em Moçambique*. Maputo: Editora Moçambicana.

- Mare, D. S., de Nicola, F., Liriano, M. F. (2021). *Financial Structure and Firm Innovation: Evidence From Around the World*. Policy Research working paper|no. WPS 9670 Washington, D.C.: World Bank Group.
- Marion, J. C. (2012). *Análise das demonstrações contábeis: Contabilidade empresarial* (7.^a ed.). Atlas
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial Markets and Institutions*. 9th Ed. Pearson.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review, 48(3), 261–297.
- Murambire Júnior, B. J., Falcão, P. F., & Esperança, J. P. (2025). *Small and medium-sized enterprise financing in the manufacturing industry: Demand-side determinants of bank credit access in Mozambique*. International Journal of Entrepreneurship and Small Business, 54(1), 48–82.
- Mutenheri, E., & Green, C. J. (2002). *Financial Reform and Financing Decisions of Listed Firms in Zimbabwe*. Journal of African Economies, 11(2), 221–262.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics, 13(2), 187–221.
- Neto, A. A. (2008). *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Neto, A. A.; Lima, F. G. (2009). *Curso de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Okonkwo, O. N., Ogwuru, H. O., & Ajudua, E. I. (2014). *Stock Market Performance and Economic Growth in Nigeria: An Empirical Appraisal*. European Journal of Business and Management, 6(26), 33–42.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. (2020). *Access to Finance for SMEs in Emerging Markets*. OECD Publishing.
- Osano, H. M., & Languitone, H. (2016). *Factors influencing access to finance by SMEs in Mozambique: Case of SMEs in Maputo central business district*. Journal of Innovation and Entrepreneurship, 5, Article 13.
- Pinheiro, J. L. (2009). *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*. São Paulo 5ed: Atlas.
- República de Moçambique. (2011). Decreto n.º 44/2011 de 21 de Julho. *Regulamento das Micro, Pequenas e Médias Empresas*. Boletim da República.

- Ribeiro, J. E., Souza, A. A. de, Rezende, L. D. e Pires, R. C. dos S. (2024). *Governança Corporativa e Desempenho das Acções no Mercado Accionário Brasileiro*. Revista Mineira de Contabilidade, 25(2), 20–35.
- Robbins, S. P., & Coulter, M. (2012). *Administração*. 10.^a Ed. São Paulo: Pearson Prentice
- Rosário, N. M., & Bié, E. A. (2021). *A Bolsa de Valores de Moçambique e as Pequenas e Médias Empresas: O Caso de Estudo da Empresa Zero Investimentos SA*. PRACS: Revista Eletrónica de Humanidades do Curso de Ciências Sociais da UNIFAP.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2008). *Essentials of Corporate Finance*. 6th Ed. Boston, MA: McGraw-Hill/Irwin.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2022). *Corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Silva, A. C. (2006). *Mercado de Capitais e Desenvolvimento Económico: Uma Abordagem Teórica e Empírica*. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Tropigalia, S.A., (2022). *Relatório e Contas 2021*. Maputo.
- Tropigalia, S.A., (2023). *Relatório e Contas 2022*. Maputo.
- Tropigalia, S.A., (2024). *Relatório e Contas 2023*. Maputo.
- Tropigalia, S.A., (2025). *Relatório e Contas 2024*. Maputo.
- Yartey, C. A., & Adjasi, C. K. (2007). *Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: Critical Issues and Challenges*. IMF Working Paper, WP/07/209. International Monetary Fund.

APÊNDICE

Apêndice 1 - Guia de entrevista à Bolsa de Valores de Moçambique

Objectivo: Obter informações sobre o papel da BVM no processo de admissão das empresas, compreender os procedimentos exigidos e vantagens que a listagem traz para empresas e para o mercado de capitais em Moçambique.

1. Identificação do entrevistado:

- a) Nome:
- b) Cargo/função:
- c) Departamento:
- d) Tempo de experiência na função:

2. Instruções para o entrevistado:

- a) Tipo de entrevista: mista
- b) Duração da entrevista: 30 a 60 minutos;
- c) Registo: anotações e gravação de voz (com autorização).

3. Perguntas:

- a) Quais são os requisitos para que uma empresa seja admitida à BVM?
- b) Existem entidades externas que costumam estar envolvidas no processo? Se sim, quais são, e de que maneira o fazem?
- c) Quais são os principais desafios que as empresas enfrentam para se listar na BVM?
- d) Que tipo de apoio ou incentivo a BVM fornece para ajudar empresas nesse processo?
- e) Quais são, na visão da BVM, os principais benefícios de uma empresa estar listada?
- f) No caso da CDM, houve impacto significativo no mercado ou na percepção dos investidores?
- g) Que medidas a BVM está a implementar para atrair mais empresas para a listagem?
- h) Que conselhos a BVM daria para empresas que estão a considerar a admissão?

Apêndice 2 - Guia de entrevista à CDM, HCB e Tropigalia

Objectivo: Obter informações detalhadas sobre o processo de admissão da CDM, HCB e Tropigalia na Bolsa de Valores de Moçambique, identificando desafios enfrentados, estratégias utilizadas para superá-los, benefícios obtidos e lições aprendidas.

1. Identificação do entrevistado:

- a) Nome:
- b) Cargo/função:
- c) Departamento:
- d) Tempo de experiência na função:

2. Instruções para o entrevistado:

- a) Tipo de entrevista: mista;
- b) Duração da entrevista: 30 a 60 minutos;
- c) Registo: anotações e gravação de voz (com autorização).

3. Perguntas:

- a) Em que ano ocorreu a admissão da empresa na BVM?
- b) Quais foram os motivos por detrás da entrada da empresa na Bolsa?
- c) Quais foram as principais etapas do processo de admissão?
- d) Durante o processo de admissão para a BVM, houve desafios? Se sim, quais?
- e) Quais foram os principais benefícios alcançados após a admissão na Bolsa?
- f) O financiamento captado através da Bolsa foi relevante para os projectos da empresa?
- g) Recomendaria outras empresas que se listassem na BVM? Se sim, quais recomendações daria para que esse processo seja bem-sucedido?