

# PROTECÇÃO SOCIAL E OS PRINCIPAIS OBSTÁCULOS AO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS ATRAVÉS DA BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE<sup>1</sup>

Moisés Siúta e Ussene Chishte

## INTRODUÇÃO

A pesquisa sobre a protecção social, desenvolvida pelo Instituto de Estudos Sociais e Económicos (IESE), conduziu à pesquisa sobre os alicerces financeiros da protecção social em Moçambique (Siúta, 2019, 239-243). Como parte desta pesquisa, o título deste artigo versa sobre protecção social e os mecanismos de financiamento às empresas em Moçambique. Assim, o presente artigo aprofunda a análise sobre os alicerces financeiros da protecção social moçambicana de duas maneiras: primeiro, discutindo o contexto económico e financeiro em que os mecanismos de geração de rendimento, através da procura e oferta de trabalho e bens e serviços, se processam. Por exemplo, o artigo aborda o sistema financeiro nacional ao qual as empresas recorrem para o financiamento da sua actividade produtiva. A sua relevância para a protecção social deriva, primeiro, do facto de as empresas serem o principal mecanismo económico para a organização e ocupação da força de trabalho, com vista a gerar o rendimento que determina a capacidade de os indivíduos se protegerem dos riscos inerentes à vida humana (*e.g.*: quebras de rendimento, geração de rendimento para a reforma, saúde, habitação, etc.); e, segundo, de fornecer elementos que permitem compreender e discutir os obstáculos que a economia moçambicana apresenta para o desenvolvimento duma protecção social financeiramente viável. Para ilustrar, o artigo discute os obstáculos ao crescimento e desenvolvimento do tecido empresarial moçambicano e suas consequências no emprego e na geração de rendimento para a população. Como referido por Francisco e Siúta (2014, 314), a protecção social não está isolada do resto da economia. O desenvolvimento de um sistema de protecção social financeiramente viável e inclusivo depende da dinâmica do crescimento económico associada a outras variáveis, como a poupança, o investimento e o consumo, que também estão muito relacionadas com a dinâmica das empresas no País como um dos meios que permite organizar e distribuir a produção pela população. A pergunta principal que este artigo procura discutir e responder é: pode a Bolsa de Valores de Moçambique tornar-se numa alternativa acessível de mobilização de financiamento para

<sup>1</sup> Os autores agradecem a leitura atenta e as sugestões recebidas de Carlos Muianga, Ofélia Zunguze e Rosimina Ali. Os erros remanescentes são exclusivamente da responsabilidade dos autores.

as empresas em Moçambique? Ao usar o termo «acessível», esta pergunta tem dois sentidos. No primeiro sentido, a pergunta questiona as barreiras implícitas que tanto a Bolsa como as empresas enfrentam para desempenhar as suas funções. Algumas questões permitem reflectir sobre estas barreiras: a) que factores explicam a dificuldade das empresas em reunir requisitos para a cotação na Bolsa de Valores? b) De que forma o contexto económico moçambicano afecta o desenvolvimento do tecido empresarial e, particularmente, o acesso ao sistema financeiro? No segundo sentido refere e questiona as barreiras explícitas que a Bolsa de Valores de Moçambique impõe às empresas para as admitir para cotação no mercado da Bolsa. Por exemplo, a dimensão do obstáculo que os requisitos estipulados pela Bolsa de Valores representam para as empresas moçambicanas que precisam de financiamento (*e.g.*: documentos legais, montante mínimo para cotação, taxas cobradas).

A relevância da pergunta de pesquisa deste artigo coloca-se no contexto em que os dados mostram que as empresas moçambicanas enfrentam enormes barreiras para acesso a financiamento através da Bolsa de Valores em particular, assim como em outras instituições que operam no sistema financeiro em geral. Segundo o Censo Nacional de Empresas (tabela 1), Moçambique possui cerca de 43 mil empresas (formalmente registadas), que são fonte de rendimento e emprego para quase 500 mil pessoas, com um volume global de negócios de cerca de 846 mil milhões de meticais (1,4 vezes o PIB de Moçambique em 2015). Do total das empresas, 93 % (39,9 mil) são pequenas empresas, ou seja, entidades empresariais cujo volume anual de negócios é inferior a 14,7 milhões de meticais ou constituídas por menos de 50 pessoas; 4 % (1800) são médias empresas, com volume anual de negócios entre 14,7 milhões e 29,7 milhões de meticais ou com 50 a 100 pessoas; e 3 % (1300) são grandes empresas, ou, por outras palavras, entidades com volume de negócios superior a 29,7 milhões de meticais ou 100 ou mais pessoas ao serviço (INE, 2017, pp. 18, 59-61). Do total de 43 mil empresas, apenas 10 se encontram actualmente cotadas na Bolsa de Valores de Moçambique (tabela 2) ao fim de duas décadas de existência. O volume de capitalização bolsista das empresas foi de quase 35 mil milhões de meticais no primeiro semestre de 2019 sem incluir as últimas duas empresas admitidas no segundo semestre do mesmo ano, nomeadamente a Hidroeléctrica de Cahora Bassa e a Arko Seguros (BVM, 2020b; Rodrigues, Janeiro, Paunde, & Filimão, 2019b: 38).

Além do baixíssimo número de empresas cotadas na Bolsa, a necessidade de discutir opções e mecanismos alternativos de financiamento que permitam o crescimento e desenvolvimento das empresas moçambicanas também justifica a relevância deste artigo. Outras pesquisas também demonstram a dimensão da dificuldade das empresas moçambicanas em ter acesso a financiamento dentro do sistema financeiro formal nacional. Isto mesmo é ilustrado pelo facto de, ao nível das pequenas e médias empresas formais e informais, apenas 0,3 % dos proprietários usar uma conta bancária em nome da empresa e 75 % estarem fora do sistema financeiro formal, não usando nenhum dos seus serviços ou produtos (FSDMo, 2015, pp. 6-8; IPEME, 2016:

60; Zimba, 2015). Adicionalmente, a comparação entre o número de 43 mil empresas formais e a força de trabalho de cerca de 13 milhões de moçambicanos, segundo estimativas do Banco Mundial (World Bank, 2020), torna evidente a necessidade de reduzir barreiras ao crescimento e desenvolvimento de empresas em Moçambique. Em média, o rácio da força de trabalho por empresa é de 302 pessoas. Esta média é seis vezes superior ao número máximo de pessoas que compõem uma microempresa (1 a 4 pessoas) em Moçambique. Portanto, a predominância de micro e pequenas empresas (93 %) num conjunto de 43 mil empresas denuncia a exclusão de uma maioria de moçambicanos que integra a força de trabalho.

**TABELA 1: EMPRESAS, PESSOAL AO SERVIÇO E VOLUME DE NEGÓCIOS SEGUNDO A SUA DIMENSÃO 2014-2015**

EMPRESA POR CLASSIFICAÇÃO	TOTAL DE UNIDADES		PESSOAL EM SERVIÇO		VOLUME DE NEGÓCIOS	
	N.º	%	N.º (em milhares)	%	N.º (em mil milhões de meticais)	%
Grande	1338	3	255	55	649	77
Média	1798	4	46	10	34	4
Pequena	39 873	93	165	35	163	19
<b>Total</b>	<b>43 009</b>	<b>100</b>	<b>463</b>	<b>100</b>	<b>846</b>	<b>100</b>

Fonte: INE (2017)

**TABELA 2: EMPRESAS COTADAS NA BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE**

N.º	NOME DA EMPRESA	ANO DE ADMISSÃO À BOLSA
1	Hidroeléctrica de Cahora Bassa	2019
5	ARKO Companhia de Seguros (Arko)	2019
7	ARCO Investimentos	2019
6	Touch Publicidade	2018
9	ZERO Investimentos	2017
10	MATAMA Matadouro Industrial	2017
3	Empresa Moçambicana de Seguros (EMOSE)	2013
8	CETA Engenharia e construção	2012
4	Companhia Moçambicana de Hidrocarbonetos (CMH)	2008
2	Cervejas de Moçambique	2001

Fonte: BVM (2018, 2020b) e Rodrigues *et al.* (2019a; 2019b).

O objectivo deste artigo é discutir o papel da Bolsa de Valores de Moçambique como uma das vias que mobiliza financiamento para as empresas moçambicanas tendo em conta as barreiras explícitas e implícitas que tanto a Bolsa como as empresas enfrentam no desempenho das suas funções no mercado financeiro em particular e na economia moçambicana em geral. A consecução deste objectivo está associada à de outros três objectivos específicos. Primeiro, estabelecer o quadro teórico dentro do qual a relação entre a Bolsa de Valores e as empresas pode ser discutida. Segundo, descrever o contexto em que a Bolsa de Valores e as empresas moçambicanas operam. Por fim, terceiro, discutir a forma como os principais desafios do ambiente económico nacional, enfrentados pela Bolsa e pelas empresas, afectam o acesso a financiamento, o crescimento e o desenvolvimento das empresas moçambicanas.

A metodologia usada neste artigo combina duas abordagens: teórica e empírica. Na primeira, o artigo recorre às principais teorias económicas para debruçar-se sobre o sistema financeiro nacional. Por exemplo, recorre às teorias sobre a assimetria de informação e custos de transacção, buscando princípios para analisar, compreender e explicar a situação actual do mercado financeiro em Moçambique. Na segunda, isto é, na abordagem empírica, o artigo privilegia o recurso a dados para testar hipóteses e validar ou refutar argumentos com base em evidências sobre a economia moçambicana e, particularmente, sobre o seu sistema financeiro. Algumas das fontes de dados usadas são: i) as estatísticas do censo sobre as empresas em Moçambique fornecidas pelo Instituto Nacional de Estatísticas (INE, 2017); ii) informação sobre o desempenho da Bolsa de Valores de Moçambique disponibilizada através dos seus relatórios anuais e semestrais (BVM, 2018; Rodrigues *et al.*, 2019a, 2019b); iii) estatísticas gerais sobre o crescimento e desenvolvimento económico fornecidas pelo Banco Mundial na sua base de dados sobre indicadores de desenvolvimento dos países no mundo, incluindo Moçambique (World Bank, 2020); e iv) dados sobre o sistema financeiro nacional fornecidos pelo Banco de Moçambique (BdM, 2015, 2020).

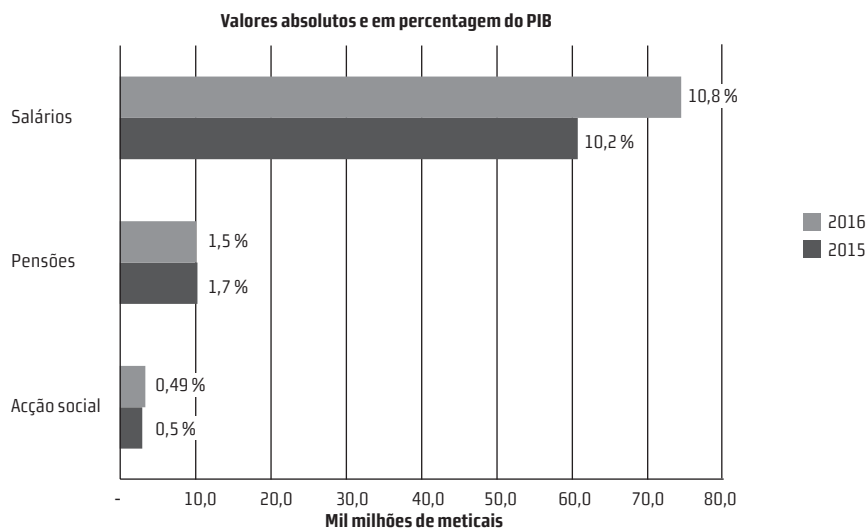
O presente artigo está dividido em seis secções incluindo a presente introdução. A segunda secção, estabelece a relação entre a protecção social e o financiamento das empresas. A terceira e a quarta secções procuram enquadrar a Bolsa de Valores conceptual e teoricamente. A quinta secção apresenta as características dos principais intervenientes no sistema financeiro nacional destacando os principais aspectos que contribuem para a compreensão dos principais obstáculos ao financiamento das empresas e da população no contexto económico actual. A sexta secção discute os obstáculos ao financiamento das empresas no sistema financeiro com foco particular para a sua relação com a Bolsa de Valores de Moçambique. Por fim, a sétima secção apresenta as considerações finais, sintetizando a relação entre a protecção social e o financiamento às empresas e realçando a importância das empresas no crescimento e desenvolvimento da actividade económica do País, assim como na geração de emprego para o bem-estar da população. Adicionalmente, a mesma secção faz uma breve reflexão sobre a maneira como a política pública tem contribuído negativamente para o financiamento das empresas privadas nacionais.

## PROTECÇÃO SOCIAL E FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS

Como referido na introdução, este artigo relaciona a protecção social com o financiamento das empresas sob o pressuposto de que o desenvolvimento de uma protecção social financeiramente viável depende da dinâmica do crescimento e do desenvolvimento económico do País. As empresas, como modo pelo qual as actividades económicas são organizadas, desempenham um papel importante no processo de crescimento e desenvolvimento económico.

Em Moçambique, a protecção social é marcada por dois factos importantes. Primeiro, o subsistema público de protecção social é de carácter assistencialista e financeiramente insustentável. A insustentabilidade deriva, por um lado, do peso no deficitário Orçamento do Estado (figura 5) e, por outro lado, do mecanismo de financiamento baseado em impostos, arrecadados de uma pequena parte da população com capacidade de gerar rendimento, ou de donativos de outros países cujo fluxo é irregular. Como resultado da fragilidade dos alicerces financeiros, a assistência social, prestada pelo Estado, exclui grande parte da população moçambicana. Além disso, a minoria que beneficia da assistência pública não consegue ter uma vida digna devido à precariedade dos benefícios que recebe. Por exemplo, a figura 1 mostra as despesas de funcionamento do Estado moçambicano, com particular destaque para salários, pensões e acção social. Da figura é possível constatar que, em 2016, o Governo gastou cerca de 12 % do produto interno bruto (PIB) em salários e pensões para os funcionários (cerca de 300 mil pessoas) e apenas 0,5 % do PIB foi gasto para assistência social da população vulnerável, que corresponde a cerca de 13 milhões de moçambicanos (46 % da população) em situação de pobreza extrema, segundo os dados do inquérito ao orçamento familiar, IOF 2014-2015. Em termos absolutos, isto significa que, com um PIB de cerca de 689 mil milhões de meticais, o Estado moçambicano gastou cerca de 84,7 mil milhões em salários e funções para os cerca de 300 mil funcionários e dedicou apenas 3,4 mil milhões para acção social.

**FIGURA 1: DESPESAS DE FUNCIONAMENTO DO ESTADO: SALÁRIOS, PENSÕES E ACÇÃO SOCIAL, MOÇAMBIQUE 2015 E 2016**



Fonte: CGE 2016 (MEF, 2017, p. 49) e Siúta (2019, p. 267).

Em segundo lugar, o sistema de protecção social formal dedicado aos trabalhadores do sector privado não consegue alcançar grande parte da população por, pelo menos, três razões. Primeiro, devido à informalidade em que muitas actividades económicas são praticadas, a maioria da população não possui mecanismos para integrar o sistema de segurança social formal; segundo, o desemprego, que afecta mais de 20 % da força de trabalho, impossibilita esta parte da população de ter capacidade financeira para juntar-se aos sistemas formais de segurança social público ou privados; terceiro, as crises económicas, frequentes em Moçambique, muitas vezes reduzem a capacidade das empresas e dos empregados para contribuir regularmente para o sistema nacional de segurança social (Francisco & Sugahara, 2015: 360-363; FSDMo, 2015; MTESS, 2016: 20).

O sistema nacional de segurança social para os trabalhadores do sector privado, em Moçambique, é gerido pelo Instituto Nacional de Segurança Social (INSS). A tabela 3 mostra a evolução do número de trabalhadores inscritos e activos entre 2011 e 2018. Como se pode notar, o número de trabalhadores activos, ou que pagam regularmente as prestações de segurança social, é inferior a 40 % dos inscritos. Por outras palavras, ao longo do tempo, pelo menos, 60 % dos trabalhadores inscritos perde a capacidade financeira de contribuir regularmente para a segurança social. O mesmo acontece com as empresas. O relatório do INSS em 2018 revela que o total de empresas inscritas é de cerca de 104 mil, porém, destas, apenas 46 mil contribuem pagando regularmente as prestações para a segurança social dos seus trabalhadores (INSS, 2018, p. 03).

**TABELA 3: TRABALHADORES REGISTADOS NO SISTEMA NACIONAL DE SEGURANÇA SOCIAL, 2011-2015**

ANO	ACTIVOS	INSCRITOS	% DE ACTIVOS/INSCRITOS	FORÇA DE TRABALHO (MILHÕES)	% DE ACTIVOS/FORÇA DE TRABALHO
2011	320 512	923 763	35 %	10,7	3 %
2012	347 518	1 028 925	34 %	11,0	3 %
2013	313 993	1 167 881	27 %	11,2	3 %
2014	425 248	1 290 931	33 %	11,4	4 %
2015	484 096	1 397 533	35 %	11,6	4 %
2016	486 658	1 253 700	39 %	12,0	4 %
2017	481 216	1 349 745	36 %	12,4	4 %
2018	486 979	1 446 577	34 %	12,8	4 %

Fonte: MTESS (2015), INSS (2018, 2019) e World Bank (2020).

Perante o contexto actual da protecção social em Moçambique, abordar a relação entre esta e o financiamento das empresas é importante pelos seguintes motivos: i) as empresas são o principal mecanismo de ocupação da força de trabalho e de geração de rendimento que permite aos indivíduos segurarem-se de riscos associados à vida humana (*e.g.*: velhice, invalidez, doença crónica, etc.). Sobre este aspecto, a tabela 3 demonstra a dimensão do esforço que ainda é necessário para que muitos moçambicanos tenham acesso à protecção social. A tabela indica que 96 % da força de trabalho, cerca de 13 milhões de pessoas, está fora do sistema formal de

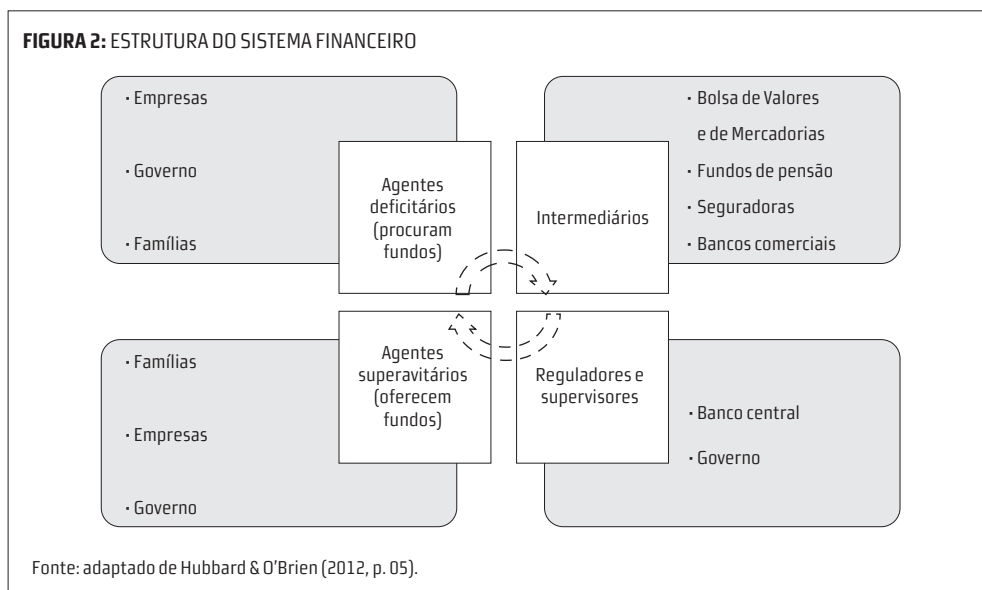
segurança social; ii) a melhoria do acesso a financiamento das empresas pode ajudar ao crescimento e desenvolvimento do tecido empresarial em Moçambique, contribuindo, deste modo, para um melhor sistema de protecção social, tanto pela geração de mais empregos como pelo aumento de rendimento da economia que permitirá ao Estado, através de impostos, arrecadar receitas para financiar programas de assistência social.

## ENQUADRAMENTO DA BOLSA DE VALORES NO SISTEMA FINANCEIRO

Do ponto de vista conceptual a principal função do sistema financeiro é a alocação de fundos ou recursos financeiros. As transacções do sistema financeiro ocorrem no mercado financeiro, onde a Bolsa de Valores é um intermediário de operações entre agentes económicos que procuram e oferecem fundos. A relação entre as empresas e a Bolsa de Valores pode ser estabelecida como se ilustra na figura 2. A figura apresenta o funcionamento do sistema financeiro num formato circular tendo em conta as complexas relações estabelecidas entre diferentes agentes económicos (*e.g.*: famílias, empresas, bancos, Governo) onde 1) a Bolsa de Valores integra o grupo de instituições financeiras designadas por intermediários, como é o caso dos bancos, fundos de pensões e seguradoras; 2) as empresas fazem parte de dois grupos, nomeadamente agentes deficitários e superavitários. Enquanto, como agentes deficitários, as empresas intervêm no sistema financeiro procurando fundos para o financiamento das suas actividades de consumo ou de investimento, na qualidade de agentes superavitários, as empresas oferecem fundos ou procuram oportunidades de rentabilizar as poupanças.

No primeiro quadrante da figura 2, os agentes deficitários são entidades colectivas ou individuais (*e.g.*: famílias, empresas e Governo) que intervêm no sistema financeiro procurando recursos para a realização das suas actividades de investimento e/ou de consumo. A principal característica destes agentes é terem um nível de despesas superior ao rendimento e, por isso, são chamados deficitários. Por exemplo, empresas que pretendem realizar investimentos de expansão (*e.g.*: abrir novas lojas ou construir novas fábricas), mas sem capitais próprios suficientes para tal, integram o conjunto de agentes deficitários ao recorrerem ao sistema financeiro para contrair créditos ou arrecadar recursos vendendo acções. No quarto quadrante estão os agentes superavitários (*e.g.*: famílias, empresas e Governo), assim designados por terem rendimento acima do nível de gastos. Os agentes superavitários ou poupadores intervêm no mercado financeiro buscando oportunidade de rentabilizar as poupanças, que oferecem aos agentes deficitários para investimento nos sectores produtivos da economia na expectativa de ganhar retornos financeiros. Por exemplo, empresas, famílias ou pessoas individuais podem intervir no sistema financeiro cedendo empréstimos aos (ou comprando acções emitidas pelos) agentes deficitários (Hubbard & O'Brien, 2012: 4-5; Kumar, 2016: 1-5).

A relação entre os agentes económicos deficitários e superavitários pode ser estabelecida quer directamente quer através de intermediários. Porém, devido às falhas de mercado e à complexidade e à dimensão do sector financeiro, a interacção entre os dois agentes (deficitários e superavitários) envolve outros agentes, nomeadamente os intermediários, reguladores e supervisores. O segundo e o terceiro quadrantes da figura 2 apresentam estes agentes. Os intermediários têm a função de facilitar a interligação entre os agentes deficitários e superavitários, reunindo e disponibilizando informação de ambas as partes. Os agentes reguladores e supervisores têm a função de estabelecer regras e monitorar o funcionamento das instituições e a actuação de todos os agentes económicos envolvidos no sistema financeiro, incluindo os intermediários financeiros dos quais a Bolsa de Valores faz parte. A sua intervenção serve para prevenir falhas no funcionamento do sistema financeiro que podem resultar numa crise com efeitos negativos na economia real (Dowbor, 2016: 1-3; Hubbard & O'Brien, 2012: 4-5; Stiglitz, 1998; Tymoigne & College, 2018: 25-60).



## QUADRO TEÓRICO DA RELAÇÃO ENTRE A BOLSA VALORES E AS EMPRESAS

Teoricamente, a relação entre os agentes económicos superavitários e deficitários (*e.g.*: empresas e pessoas individuais) com os intermediários financeiros (*e.g.*: Bolsa de Valores, bancos) é fundamentada devido a falhas de mercado, ou seja, factores que impedem a alocação eficiente de recursos quando os agentes superavitários e deficitários transaccionam activos financeiros

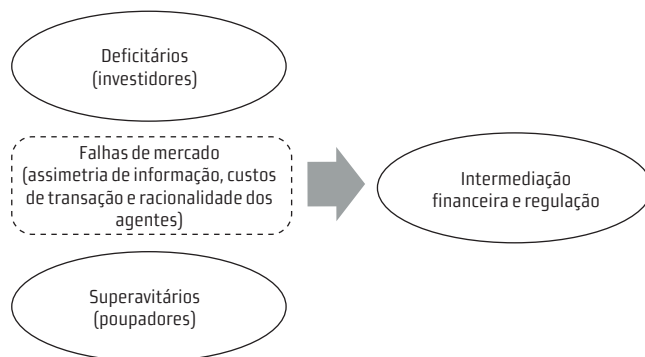


directamente, conforme ilustrado na figura 3. As falhas de mercado no sistema financeiro estão associadas a, pelo menos, três princípios teóricos: assimetria de informação, custos de transacção e racionalidade dos indivíduos.

A teoria da assimetria de informação defende que a informação não é perfeita pois os agentes económicos (*e.g.*: deficitários e superavitários) não possuem o mesmo nível/tipo de informação ao mesmo tempo. Por exemplo, quando as empresas tomam decisões de expandir a capacidade, usando fundos alheios, não possuem informação sobre quem são os indivíduos ou empresas que possuem poupanças às quais podem recorrer para obter empréstimos para financiar os projectos de expansão. O mesmo acontece com os agentes superavitários, pois não possuem informação sobre que projectos são rentáveis para o investimento das suas poupanças. A Bolsa de Valores, os bancos e outras instituições que intermedeiam operações no sistema financeiro, ajudam a lidar com o problema da assimetria de informação. Fazem-no recolhendo e gerindo informação dos agentes deficitários e superavitários, assim como monitorando o comportamento de ambos e gerindo riscos associados aos projectos financiados (Dowbor, 2016; Hubbard & O'Brien, 2012: 02-09; Leland & Pyle, 1977).

A assimetria de informação é uma falha de mercado, pois torna o equilíbrio do mercado ineficiente comparativamente ao que seria em situações de informação perfeita. A ineficiência deriva de dois problemas que surgem na sua presença. O primeiro é a selecção adversa que se manifesta quando a falta de informação reduz o volume de transacções ou elimina um determinado mercado (Varian, 2010: 725-730). Por exemplo, no mercado financeiro, a existência de empresas com má gestão e em risco de falência pode impedir que outras empresas com boa gestão e alta rentabilidade tenham acesso a financiamento no volume que precisam, pois, na dificuldade de distinguir as boas empresas das menos rentáveis ou em risco de falência, os investidores reduzem a quantidade de poupança disponível para investimento como forma de minimizar o risco de perder todas as suas poupanças. Esta situação cria uma selecção adversa, na medida em que a externalidade negativa das empresas menos rentáveis prejudica o financiamento de empresas de alta rentabilidade. Quando isto acontece, as empresas de alta rentabilidade são expulsas do mercado financeiro e as com má gestão e/ou em risco de falência beneficiam de financiamento quando não deviam. A saída de empresas rentáveis pode levar à extinção do mercado quer pela falência das empresas quer pela desistência dos investidores de colocar as poupanças à disposição no mercado.

**FIGURA 3: FUNDAMENTO TEÓRICO DA RELAÇÃO ENTRE A BOLSA DE VALORES E AS EMPRESAS**



Fonte: adaptado de Awunyo-Vitor (2018, p. 48).

O segundo problema da assimetria de informação é o risco moral (ou risco de desonestidade) que surge quando, numa transacção, pelo menos, uma das partes envolvidas não pode observar a acção da outra. Uma ilustração aplicada ao sistema financeiro é apresentada por Akerlof (1970: 497-500) ao considerar duas situações possíveis. A primeira pressupõe que agentes superavitários (ou credores) podem extorquir os agentes deficitários (ou devedores) cobrando juros sobre o capital emprestado muito acima do razoável ou socialmente aceitável. A segunda situação pressupõe que os devedores deixem de cumprir as suas obrigações (devolver o capital e/ou juros) com os credores. O resultado da falta de honestidade de uma das partes pode também resultar na redução das transacções no mercado financeiro e num equilíbrio de mercado ineficiente. Por exemplo, ao cobrar juros demasiado altos, os credores expulsam do mercado um grupo de agentes económicos que poderia obter financiamento para projectos produtivos de rentabilidade inferior aos juros cobrados. Por outro lado, o aumento de casos de devedores que não cumprem as suas obrigações expulsa investidores do mercado diminuindo o volume de poupança disponível no mercado.

Outra falha de mercado são os custos de transacção que, segundo Coase (1937, 1960: 15-19), existem em qualquer transacção que acontece no mercado. Estes custos de transacção derivam tanto da assimetria de informação como dos conflitos de interesses entre os agentes económicos. Para ilustrar, Coase refere que, em qualquer transacção, os agentes económicos têm de identificar outros participantes no mercado com os quais podem negociar para que a transacção ocorra. O processo de negociação leva à celebração de contratos que para a sua efectivação é preciso que haja um processo de controlo e monitoria devido ao risco moral. Estas operações (negociação, celebração de contratos, monitoria e controlo), segundo Coase (*op. cit.*), têm custos que, nalguns casos, se tornam socialmente demasiado elevados quando realizados pelos agentes de forma individual. No mercado financeiro, os intermediários (*e.g.*: Bolsa de Valores, bancos, correctores de seguro) representam uma alternativa que contribui para melhorar

a eficiência das transacções e organizam informação e os processos necessários para que as transacções no mercado financeiro ocorram a um custo mais baixo em relação ao que teria de ser suportado em situações em que os agentes económicos agem individualmente. O papel do Governo, conforme Coase, é melhorar a eficiência do mercado através da sua regulação em circunstâncias em que os custos de transacção são socialmente demasiado altos quer por via dos intermediários financeiros quer mesmo através do livre mercado.

A limitação da racionalidade dos indivíduos é outro motivo que justifica a existência dos intermediários financeiros. Segundo Simon (1972: 161-164), o pressuposto de que os agentes económicos são perfeitamente racionais, com as empresas a maximizar lucros e os indivíduos a sua satisfação (ou utilidade), é parcialmente incorrecto. O autor argumenta que as pessoas e as instituições enfrentam limitações de diversa ordem que afectam negativamente a sua tomada de decisões. Algumas dessas limitações incluem o acesso à informação, a capacidade cognitiva dos indivíduos e o tempo para tomada de decisões. No mercado financeiro, a justificação da relação entre os intermediários financeiros e as empresas e indivíduos pode ser baseada no argumento de que, na perspectiva de Simon (*op. cit.*), os agentes económicos reconhecem as suas limitações e, por isso, delegam aos intermediários financeiros a tarefa de agregar e organizar informação necessária para a tomada de decisões assim como para a assunção e gestão de riscos associados à assimetria de informação.

Em resumo, do ponto de vista teórico, a Bolsa de Valores e outras instituições intermediárias no sistema financeiro têm a função socialmente benéfica de fornecer informação e melhorar o equilíbrio de mercado. Os intermediários financeiros (*e.g.*: bancos comerciais, seguradoras, correctoras e microcréditos) são, portanto, delegados pela sociedade para dois fins: 1) alocação eficiente de poupança, que captam dos agentes superavitários (poupadores ou depositantes) e canalizam para os agentes deficitários (investidores ou mutuários) para, assim, preservar as poupanças dos depositantes por meio de investimento e garantir liquidez para o financiamento da actividade económica (consumo e investimento); 2) gestão de riscos que derivam da assimetria de informação, ao permitir que os investidores possam eficientemente realocar o seu capital tomando decisões com base em informação sobre o risco e a rentabilidade de investimentos disponível no mercado (Allen & Santomero, 1999; Diamond, 1984; Stiglitz, 1998). Adicionalmente, Awunyo-Vitor (2018: 47) afirma que os intermediários financeiros têm a função de preservar informação de todos transaccionadores no mercado financeiro, mantendo a confidencialidade, uma vez que, tal como agregá-la, expor a informação também tem custos socialmente altos.

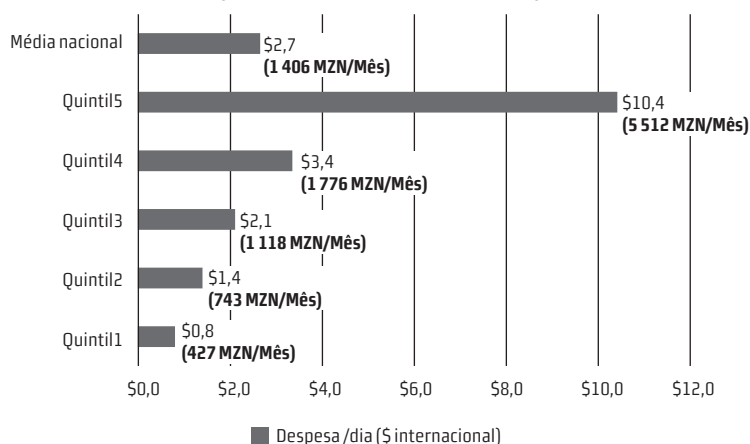
## CARACTERÍSTICAS DOS PRINCIPAIS INTERVENIENTES NO SISTEMA FINANCEIRO MOÇAMBICANO

A presente secção visa apresentar as características gerais dos principais actores no sistema financeiro em Moçambique que permitem compreender a relação entre a Bolsa de Valores e as empresas e discutir os mecanismos de financiamento das empresas e das famílias através da Bolsa. As figuras 2 e 3 apresentam de forma sumária os principais intervenientes de um sistema financeiro formal. Assumindo que a principal função do sistema financeiro é garantir a alocação eficiente da poupança da sociedade, transferindo-a dos agentes económicos superavitários (poupadores) para os agentes deficitários (investidores ou tomadores de empréstimos), em Moçambique, os principais agentes do sistema financeiro são a população, as empresas e o Governo. Estes três constituem elementos chave do sistema financeiro moçambicano quando intervêm no sistema disponibilizando poupança ou tomando-a emprestada para o consumo ou investimento. Aos poupadores, investidores e tomadores de empréstimo para o consumo seguem-se os intermediários, reguladores e supervisores do sistema financeiro. Estes agentes são representados, em Moçambique, pelas instituições que integram o sistema bancário (*e.g.*: bancos comerciais, sociedades financeiras e microfinanças), seguradoras e a Bolsa de Valores de Moçambique, na qualidade de intermediários, e pelo Governo moçambicano e o Banco de Moçambique, na qualidade de reguladores e supervisores do sistema financeiro nacional. Em geral a principal característica do sistema financeiro em Moçambique é a escassez de poupança doméstica e a predominância da poupança externa. Esta afirmação fundamenta-se em, pelo menos, três motivos associados às características dos principais actores do sistema financeiro moçambicano:

- a) Primeiro, a maioria da população moçambicana consome quase todo ou mais do que o seu rendimento (ou produção). A figura 4 ilustra este facto através do nível de despesa das famílias moçambicanas organizado por quintis, onde, até ao terceiro quintil (cerca de 60 % da população) com o nível de despesa mais baixo, a despesa diária varia de 0,8 para 2,1 dólares internacionais (\$ internacional). Este nível de despesa per capita é demasiado baixo quando comparado com o limiar de pobreza internacional de 1,9 dólares internacionais, e indica as dificuldades que a maioria da população possui de obter rendimento capaz de garantir um nível de consumo digno e gerar poupanças para o sistema financeiro nacional. Com este nível de pobreza, não é de admirar que a maior parte da população permaneça fora do sistema financeiro. Os indicadores demográficos de inclusão financeira indicam que apenas 33 % da população com 18 e mais anos de idade (cerca de 14 milhões em 2019) possui conta bancária. Por outras palavras, por cada grupo de 100 mil adultos, apenas 33 mil pessoas têm conta bancária e as restantes 67 mil não têm acesso aos serviços financeiros fornecidos pelo sistema bancário. A tabela 4 sumariza os indicadores demográficos de

acesso a serviços financeiros em Moçambique acrescentando, além do número de contas bancárias, o número de cartões, caixas electrónicas (ATM) e agências bancárias distribuídos pela população.

**FIGURA 4: DESPESA FAMILIAR POR QUINTIS DA POPULAÇÃO EM MOÇAMBIQUE**



Fonte: INE (2015).

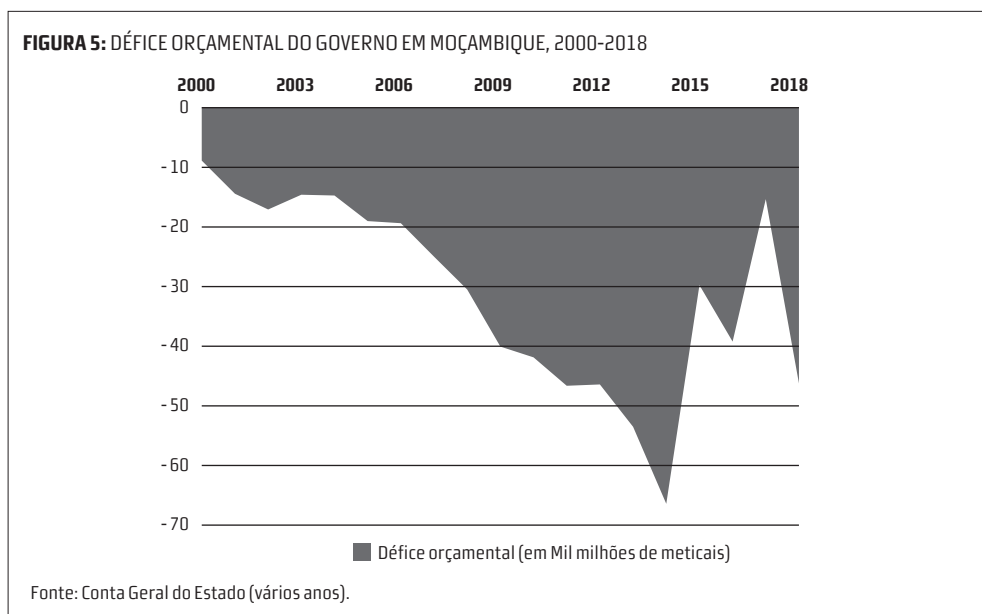
**TABELA 4: INDICADORES DEMOGRÁFICOS DE ACESSO A SERVIÇOS FINANCEIROS EM MOÇAMBIQUE, 2020**

SERVIÇOS BANCÁRIOS	N.º TOTAL	POR 100 MIL ADULTOS
Contas bancárias	4 771 561	33 488
Cartões bancários		
Cartão de débito	2 890 109	20 283
Cartão pré-pago	120 533	846
Cartão de crédito	263 057	1846
Agências bancárias	627	4
ATM	1754	12
Subscritores no mobile banking	1 296 000	9096

Fonte: BdM (2015, 2020).

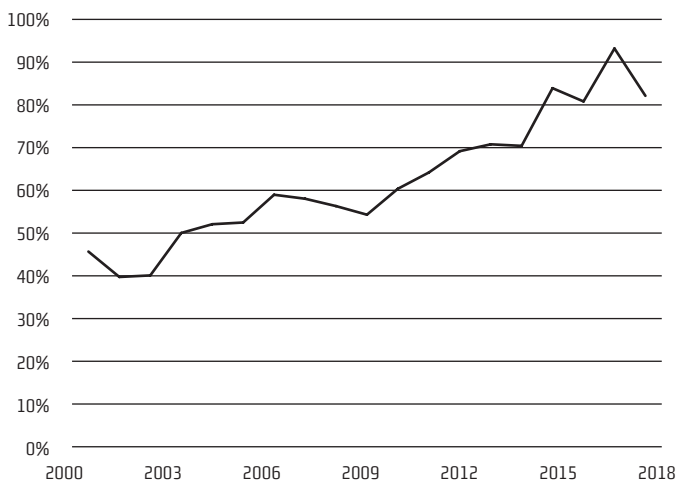
- b) Segundo, o Governo moçambicano gasta mais do que as suas receitas e, por isso, o seu contributo em termos de poupança para o sistema financeiro nacional é negativo. Um contributo negativo no sentido em que, ao invés de intervir no mercado financeiro disponibilizando poupança ou recursos financeiros para o financiamento da actividade produtiva das famílias e das empresas, o Governo recorre ao mercado para captar poupanças do sector privado (famílias e empresas), endividando-se para financiar as suas despesas. Assim, a

poupança interna moçambicana diminuiu devido ao défice orçamental do Governo. Como ilustra a figura 5, nas últimas duas décadas (2000-2018), o défice orçamental do Governo aumentou em valor absoluto, partindo de quase 9 mil milhões para quase 46 mil milhões de meticaís, num ritmo de crescimento médio de 20 % ao ano. O nível de défice mais alto foi registado em 2014, quando o défice orçamental alcançou 66 mil milhões de meticaís.



Apesar do aumento do défice em valor absoluto, o rácio entre as receitas e as despesas do Estado moçambicano tem aumentado. Por exemplo, no ano 2000 as receitas do Estado, sem donativos, correspondiam a 46 % das despesas. Entretanto, em 2017, o peso das receitas em relação às despesas passou para 93 % e, no último ano, 2018, o rácio observado foi de 82 %. A trajectória do rácio entre as receitas e despesas é apresentada na figura 6. Em geral, a comparação entre as figuras 5 e 6 reflecte dois factos: i) o aumento do valor absoluto do défice orçamental do Estado moçambicano está relacionado com o aumento do valor global do orçamento do Estado em termos de receitas e despesas. Por exemplo, no ano 2000, as receitas do Estado foram de cerca de 7,5 mil milhões de meticaís enquanto as despesas estiveram fixadas em torno de 16,4 mil milhões de meticaís. No entanto, em 2018, as receitas passaram para 213 mil milhões e as despesas para 259 mil milhões de meticaís; ii) o aumento do défice orçamental reflecte a estratégia de fixação de despesas usada pelo Governo, ou seja, quanto mais aumenta o volume de receitas mobilizadas, mais alto tende a ser o nível de despesa que o Estado moçambicano estabelece no seu orçamento.

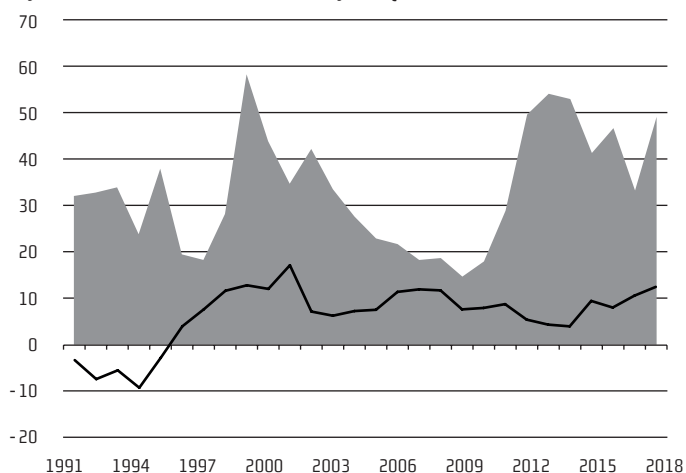
**FIGURA 6: PROPORÇÃO DAS RECEITAS EM RELAÇÃO ÀS DESPESAS DO ESTADO EM MOÇAMBIQUE, 2000-2018**



Fonte: Conta Geral do Estado (vários anos).

Para fazer face ao défice orçamental, a principal estratégia do Governo moçambicano tem sido o recurso à poupança de outros países (poupança externa) mobilizada de diferentes maneiras, com destaque para empréstimos externos, donativos e investimento directo estrangeiro (Francisco & Siúta, 2014; Siúta, 2019). A figura 7 mostra a trajetória da poupança doméstica moçambicana e do investimento. Em geral, a poupança doméstica é baixa comparativamente ao investimento. Em rácio do produto interno bruto (PIB), a média da poupança doméstica é de 6 % para o período entre 1991 e 2018, com um mínimo de - 9 % em 1994 e um máximo de 17 % em 2001. Em contraste, a taxa investimento média é de 33 % do PIB, ou seja, seis vezes o volume da poupança doméstica. Isto significa que, do volume total de investimento realizado em Moçambique, entre 1991 e 2018, o contributo médio da poupança doméstica é de apenas 1/6 (isto é, menos de 20 %).

**FIGURA 7: POUPANÇA DOMÉSTICA, INVESTIMENTO EM MOÇAMBIQUE, 1991-2018**



Fonte: World Bank (2020).

O recurso à poupança externa tem, pelo menos, três implicações no sistema financeiro em Moçambique:

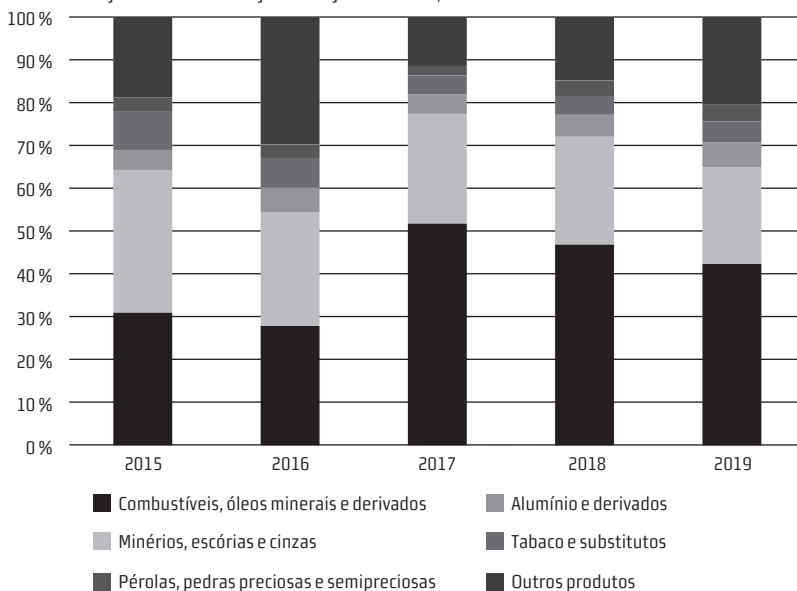
i) A predominância de poupança externa, em certa medida, conflitua com o interesse de promover e mobilizar a poupança doméstica para financiar o investimento, constituir provisões para financiar políticas anticíclicas e reduzir a vulnerabilidade da economia a choques externos. Isto acontece porque o custo do financiamento da actividade produtiva, quer do Estado quer das famílias e empresas, com capital externo é tendencialmente mais alto do que seria se o capital fosse doméstico. Algumas das razões que explicam o elevado custo económico da opção pelo capital estrangeiro ou poupança externa são: a) taxas de juros domésticas elevadas que, visando atrair capital estrangeiro e evitar a fuga de capital doméstico, elevam o custo de investimento para as empresas nacionais; b) apreciação cambial, que é resultado da entrada massiva de moeda estrangeira (associada ao capital externo), que aumenta a procura da moeda doméstica (neste caso o metical) e, consequentemente, gera a subida do seu preço relativamente às moedas de outros países. Esta apreciação, em países com elevado défice comercial, como é o caso de Moçambique, tem como consequência a criação de dependência de importações pois os bens de exportação tornam-se relativamente mais caros no mercado internacional. Assim, as empresas que produzem bens para exportação vêem o seu volume de vendas reduzido e, por esta via, as receitas do Governo reduzem-se, não só pela redução da actividade das empresas, mas também pela redução emprego. A redução da actividade económica pelas empresas reduz a produção da economia e, portanto, a geração de rendimento do qual se pode captar receitas para o consumo e poupança, enquanto a redução das receitas públicas cria pressões



para o aumento do endividamento e, deste modo, aumenta a dependência e vulnerabilidade da economia do País aos fluxos de poupança externa (Aslam, 1987; Bresser-Pereira & Gala, 2007; Omar, 2008; Wyplosz, 1998).

ii) O interesse em garantir a rentabilidade da poupança externa subverte a principal função do sistema financeiro do País, que deixa para segundo plano a tarefa de mobilizar e alocar poupança para satisfazer as necessidades de financiamento da economia local, passando a atender a necessidades de financiamento à actividade produtiva, à expansão e à reprodução do capital financeiro de outros países. Um dos exemplos desta subversão encontra-se na composição das exportações moçambicanas apresentada na figura 8. Os dados indicam que, nos últimos cinco anos (2015-2019), pelo menos 60 % dos produtos de exportação estão associados a empresas de capital maioritariamente estrangeiro, nomeadamente combustíveis (e.g.: gás e carvão mineral), alumínio e seus derivados. O alumínio é exportado pela empresa Mozal, que é uma junção de duas empresas multinacionais BHP Billiton, Industrial Development Corporation e a Mitsubishi Corporation (Abad, 2014; Mitsubishi Corporation, 2015). Na exportação de combustíveis, algumas das empresas multinacionais envolvidas são: a) a sul-africana SASOL, que extrai e exporta gás natural na província de Inhambane na zona Sul de Moçambique (Nuvunga & Mapisse, 2017); b) a brasileira Vale do Rio Doce e australiana Riversdale Mining Ltd., que extraem e exportam carvão mineral em Moatize, na província de Tete, zona centro de Moçambique (Mutzenberg, 2014, p. 143).

**FIGURA 8:** COMPOSIÇÃO DAS EXPORTAÇÕES MOÇAMBICANAS, 2015-2019



Fonte: ITC (2020).

iii) A concentração do poder em torno da elite política que controla o Estado e tem acesso às fontes de mobilização de poupança externa leva ao surgimento de práticas financeiras não ligadas à actividade produtiva da economia. O primeiro exemplo, é a especulação de activos financeiros que, em Moçambique, se associa às emissões de bilhetes e obrigações do Tesouro pelo Governo. Em geral, a sua emissão beneficia mais os bancos comerciais e as seguradoras do que as empresas privadas em outros sectores da economia (e.g.: agricultura, indústria, etc.) e a população. Isto acontece porque, com taxas de juros mais altas, os títulos de dívida pública absorvem liquidez do mercado financeiro, o que resulta num maior custo de capital para as empresas e famílias que precisam de crédito para as suas actividades de investimento e consumo. O carácter especulativo da emissão de bilhetes e obrigações do Tesouro torna-se evidente quando os dados revelam que o Estado moçambicano chega a emitir obrigações do Tesouro para amortizar bilhetes e obrigações do Tesouro emitidos em anos anteriores e com prazo vencido. Por exemplo, em 2015, o Estado moçambicano planificou a emissão de obrigações do Tesouro para o pagamento de cerca de 5,7 mil milhões de meticais referentes à obrigações do Tesouro emitidas em 2005, 2010 e 2012 (Chilingue, 2019; Massarongo, 2016: 130-133). Portanto, o aproveitamento da emissão de títulos de dívida pública dá-se em dois sentidos: primeiro, em termos de taxas de juros para os bancos, que conseguem extrair lucros altos beneficiando das altas taxas oferecidas pelos bilhetes e obrigações do Tesouro em detrimento do financiamento do sector produtivo da economia; e, segundo, em termos de benefícios para a elite política no Estado, que, através da emissão de novos títulos, consegue extrair rendimentos antigos mesmo sem contrapartidas produtivas.

O segundo exemplo, é o rent seeking, ou seja, a busca de rendimentos puramente monetários, sem contrapartida produtiva nos diferentes sectores da economia. Em Moçambique assume, entre outras, a forma de subornos e corrupção (Krueger, 1974: 291). Um dos casos mais proeminentes nos tempos actuais é a contratação da dívida para a Empresa Moçambicana de Atum. Como o relatório sobre a situação da dívida pública do Movimento Democrático de Moçambique afirma, não se sabe ao certo para que finalidade foram usados cerca de 500 milhões de dólares norte-americanos (USD) que representam 62,5 % do montante global da dívida privada que o Governo assumiu.

*A operação Ematum teve uma particularidade de ter sido reestruturado o seu financiamento com conversão dos títulos de dívida privada, Eurobonds, em títulos de dívida soberana, Mozbonds. A pedido do Governo e aprovado pela Assembleia da República, parte da dívida da Ematum, 500 Milhões de USD, passaram para o Estado, como componente de defesa. Este valor que passou para o Estado, o Ministro da Defesa actual diz não ter conhecimento, pois, não recebeu nenhuma guia para comprovar a entrega dos tais equipamentos (MDM, 2016: 23).*

- c) Terceiro, enquanto a maioria das pequenas empresas está excluída do sistema financeiro, as grandes empresas possuem duas características financeiras distintas. Por um lado, as empresas públicas são caracterizadas por ser financeiramente instáveis com elevados passivos relativamente aos seus activos financeiros. Por exemplo, segundo Caldeira (2018), em 2018, o passivo das empresas públicas ascendia aos 157 mil milhões de meticais (cerca de 18 % do PIB de 2018), num contexto em que a análise dos relatórios de contas de 2016 revelava que, pelo menos, 5 das 107 empresas públicas e participadas pelo Estado estavam em falência técnica com um passivo de quase 77,6 mil milhões de meticais distribuídos do seguinte modo: 4,1 mil milhões das Linhas Aéreas de Moçambique, SA (LAM), 10,3 mil milhões da Moçambique Celular, SA (mCel), 15 mil milhões da Petróleos de Moçambique, SA (PETROMOC), 7,8 mil milhões das Telecomunicações de Moçambique, SA (TDM), 7,9 mil milhões dos Aeroportos de Moçambique, EP e 32,5 mil milhões da Electricidade de Moçambique, EP (EDM).

**TABELA 5: AS 10 MAIORES EMPRESAS, POR VOLUME DE NEGÓCIOS, EM MOÇAMBIQUE, 2014**

	EMPRESA	SECTOR DE ACTIVIDADE	VOLUME DE NEGÓCIOS (EM MIL MILHÕES DE METICAIS)	ESTRUTURA ACCIONISTA
1	Mozambique Aluminium Smelter, SARL (Mozal)	Indústria	31	Estado moçambicano (4 %), BHP Billiton (47 %), Mitsubishi (25 %), IDC (24 %)
2	Petróleos de Moçambique, SA (PETROMOC)	Comércio	22	Estado moçambicano (60 %), IGEPE (20 %) e GTT (20 %)
3	Cervejas de Moçambique, SARL (CDM)	Indústria	12	Estado moçambicano (1,8 %), outros accionistas (98,2 %)
4	Vale Moçambique, SA	Indústria	11	Empresa Vale do Rio Doce (100%)
5	Electricidade de Moçambique, EP (EDM)	Serviços	10	Estado moçambicano (100 %)
6	Hidroeléctrica de Cahora Bassa, SARL (HCB)	Indústria	10	Estado Moçambicano (85 %), Portugal (7,5 %) outros accionistas (7,5 %)
7	Portos e Caminhos-de-Ferro de Moçambique, EP (CFM)	Transportes	10	Estado moçambicano (100 %)
8	Companhia de Transmissão de Moçambique, S.A.R.L (MOTRACO)	Serviços	10	Electricidade de Moçambique (33,3 %) Eskom Holdings Limited (33,3 %) e Swaziland Electricity Company (33,3 %).
9	Mota-Engil Engenharia e Construção África, SA	Construção	9	Empresa portuguesa do Grupo MOTA-ENGIL
10	Sasol Petroleum Temane, Lda.	Indústria	9	Empresa Sul-africana SASOL
<b>Total do volume de negócios</b>			<b>134</b>	

Fonte: KPMG (2015), Petromoc (2019, p. 02), Sapo Notícias (2014), TA (2019, Capítulo 8) Vale (2020).

Por outro lado, como ilustra a tabela 5, as grandes empresas privadas são de capital maioritariamente estrangeiro, pelo que o seu contributo para o sistema financeiro em Moçambique é através da mobilização de capital financeiro internacional. Por exemplo, em 2014, entre as 10 maiores empresas moçambicanas constavam quatro empresas de capital maioritariamente estrangeiro, nomeadamente, a Mozal, a Vale Moçambique, a Mota-Engil e a Sazol (tabela 5). Além destas empresas, que operam em diversos sectores da economia,

é importante referir que a maioria dos bancos comerciais moçambicanos (e.g.: Millenium BIM, Standard Bank, Banco Comercial de Investimentos) é detida, em grande parte, por investidores estrangeiros (KPMG, 2015: 65-75).

A participação do Estado em diversas empresas, como ilustra a tabela 5, é um aspecto digno de nota pois influencia o contributo destas empresas para o sistema financeiro. Devido ao seu défice orçamental, um dos principais recursos do Estado para garantir a participação nas empresas são os empréstimos (TA, 2019: 04-06, 10-16), que contribuem negativamente para a poupança interna.

Grande parte das pequenas empresas está excluída do sistema financeiro devido a, pelo menos, três motivos: 1) informalidade; 2) deficiências de gestão; e 3) baixa cobertura geográfica dos serviços financeiros (tabelas 4 e 6). Por exemplo, em 2012, Moçambique tinha cerca de 4,5 milhões de pequenas e médias empresas (com um a 99 trabalhadores). Deste número, apenas 6 % das empresas estavam formalmente registadas e só 1 % (ou 45 mil empresas) satisfazia requisitos de gestão e formalização (e.g.: licença da actividade, registo de informação do negócio, sistemas de controlo e segurança). A informalidade é o primeiro factor que dificulta o acesso aos serviços financeiros, pois, além da falta de licença para a actividade, implica deficiências na gestão, uma vez que os proprietários misturam finanças individuais (ou familiares) com as do negócio. Esta situação é mais expressiva nas zonas rurais, que concentram mais de metade das pequenas empresas e cujos proprietários possuem níveis de educação, literacia financeira, rendimento e ligações com o mercado relativamente mais baixos. Estes factores influenciam a gestão das empresas individuais (com um membro, proprietário e trabalhador), micro (um a quatro membros) e pequenas empresas (quatro a 50 membros) de tal modo que, financeiramente, são consideradas de alto risco para acesso a crédito, facto que limita as suas perspectivas de crescimento (FSDMo, 2015: 6-8).

**TABELA 6: UTILIZAÇÃO DE SERVIÇOS FINANCEIROS PELAS EMPRESAS EM MOÇAMBIQUE (INDIVIDUAIS, MICRO, PEQUENAS E MÉDIAS), 2012**

TIPO DE SERVIÇOS/EMPRESAS		INDIVIDUAL	MICRO	PEQUENA	MÉDIA	TOTAL
Depósitos	Depósito a prazo	4 %	17 %	32 %	100 %	5 %
	Conta corrente	1 %	5 %	13 %	100 %	1 %
	Conta móvel	1 %	3 %	4 %	100 %	1 %
	Cartão de débito	1 %	5 %	16 %	100 %	1 %
Créditos	Saque a descoberto	1 %	2 %	1 %	100 %	1 %
	Empréstimo para capital de giro	1 %	2 %	1 %	100 %	1 %
	Empréstimo para aquisição de activos fixos	1 %	2 %	1 %	100 %	1 %
<b>Número total de empresas</b>		<b>4 171 500</b>	<b>297 000</b>	<b>31 500</b>	<b>900</b>	<b>4 500 900</b>

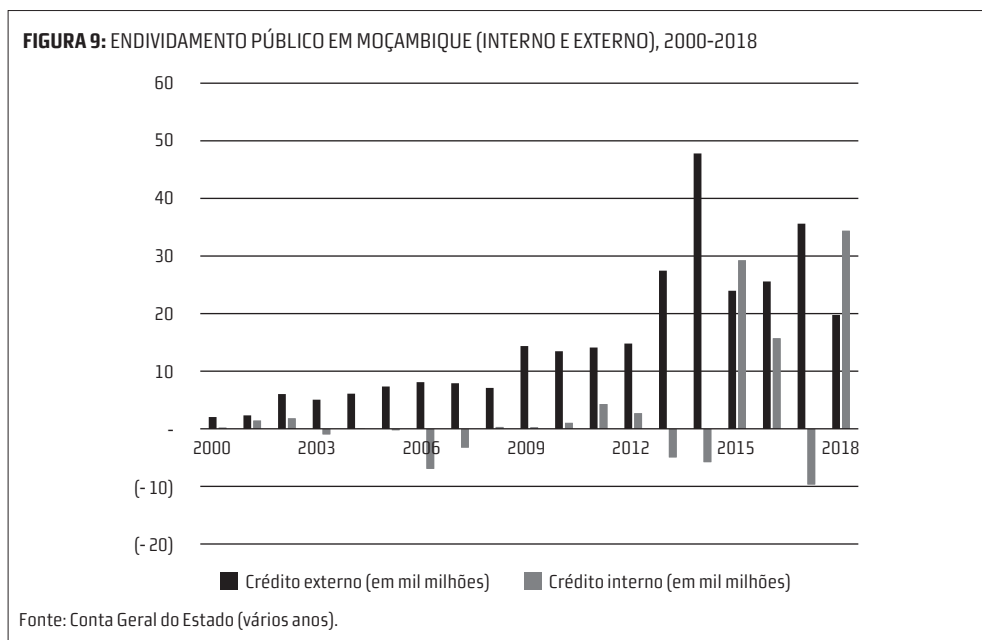
N.º de trabalhadores por empresa: individual (1), micro (2 a 4), pequena (5-49), média (50-100)  
 Fonte: FSDMoc (2015: 07).

# PRINCIPAIS OBSTÁCULOS AO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS ATRAVÉS DA BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE

Quais são os principais obstáculos ao financiamento das empresas através da Bolsa de Valores de Moçambique? Esta pergunta pode ter diversas respostas conforme os pontos de vista e abordagem teórica ou empírica de quem as dá. Os dados partilhados neste artigo testemunham duas coisas. Primeiro, teoricamente, a assimetria de informação e os custos de transacção são os principais factores que limitam o financiamento das empresas moçambicanas através da Bolsa de Valores. Segundo, as características dos intervenientes no sistema financeiro nacional, sugerem que o modelo de intervenção dos intermediários financeiros e do Governo, como regulador do sistema financeiro, exacerba os obstáculos que as empresas nacionais enfrentam para ter acesso a financiamento, não só através da Bolsa, mas também através do sistema bancário nacional.

No primeiro ponto, em relação à assimetria de informação, ao longo deste texto algumas das questões que podem integrar a lista de obstáculos ao financiamento das empresas nacionais são: i) a informalidade em que a maioria das pequenas empresas moçambicanas opera. O mesmo se pode dizer em relação ao resto da população da qual emergem os proprietários das empresas. O facto de cerca de 70 % da população e das empresas (tabelas 4 e 6) estar fora do sistema financeiro impede que a informação sobre oportunidades de financiamento seja partilhada com os beneficiários; ii) a selecção adversa que resulta de um sistema financeiro cujo modelo de funcionamento está virado para a mobilização de poupança externa e não de poupança doméstica. Assim, o sistema financeiro nacional exclui as empresas nacionais e favorece as empresas de capital estrangeiro, reduzindo o emprego e dificultando a entrada da maioria da população no sistema formal. Um dos mecanismos de exclusão são as altas taxas de juros, que representam um obstáculo para acesso ao crédito bancário à maioria das empresas e cidadãos moçambicanos; iii) como factor agravante das altas taxas de juros, está a intervenção do Estado moçambicano através do endividamento interno e externo. A figura 9 (complementando a figura 5) mostra que os créditos externo e interno ao Governo de Moçambique aumentaram nas últimas duas décadas (2000-2018). O aumento do endividamento público cria pressões para a subida das taxas de juros, por um lado, porque os títulos de dívida do Estado são emitidos a taxas de juros mais altas do que os de dívida privada e, por outro lado, porque o endividamento do Governo absorve recursos financeiros e gera escassez de liquidez para as empresas privadas; iv) por fim, no contexto da assimetria de informação, outro obstáculo ao financiamento das empresas é associado ao risco moral associado à acção dos bancos comerciais e do Governo. Num lado, o endividamento público pode aumentar associado à acção dos servidores públicos visando satisfazer interesses privados através do Estado, como sugere a referência anterior à transformação da dívida privada da EMATUM em dívida pública. Por

outro lado, no contexto da Bolsa de Valores, visto que os seus principais correctores são bancos comerciais, existe o risco de o papel da Bolsa na transacção dos títulos públicos beneficiar mais os bancos do que a população por estes preferirem promover os seus serviços financeiros (e.g.: empréstimos e depósitos) aos da Bolsa.



Em segundo lugar, estão os custos de transacção. Estes custos podem ser explícitos e implícitos. Um exemplo de custos explícitos que representam obstáculos para o acesso das empresas à Bolsa de Valores são os requisitos de admissão à cotação entre os quais se contam: 1) ser uma sociedade anónima; 2) ter um volume de negócios mínimo de 4 milhões de meticaís; e 3) apresentar relatórios e contas para um período mínimo de nove meses (BVM, 2017: 21). No contexto actual, os dados revelam que muitas empresas não conseguem reunir estes requisitos. Para ilustrar, a tabela 7 mostra as empresas moçambicanas distribuídas por forma jurídica. Como se pode constatar, a maioria delas são individuais e representam cerca de 58 % do total de 43 mil empresas nacionais formalmente registadas. Apenas 546 unidades, ou 1 % das empresas, são sociedades anónimas. No contexto da discussão sobre o acesso à Bolsa de Valores, estes dados indicam que a maioria das empresas moçambicanas (99 % das empresas) tem de enfrentar os custos de transacção envolvidos na conversão da sua forma jurídica para a de sociedade anónima. Este exemplo conduz à discussão sobre outros custos que são implícitos no acesso à Bolsa de Valores e ao sistema financeiro nacional. Alguns destes custos dizem respeito ao tempo e ao custo de oportunidade envolvido em mudar de um tipo de empresa para outro. O facto

de as estatísticas oficiais do INE revelarem a existência de apenas 25 mil empresas individuais em 2015, enquanto o Finscope apontou para a existência de cerca de 4,5 milhões de empresas ao incluir as que operam informalmente, revela a dimensão dos custos implícitos que é preciso enfrentar para o envolvimento de mais empresas quer na Bolsa em particular quer no sistema financeiro em geral. Os custos de educação financeira dos moçambicanos proprietários e trabalhadores das empresas, da adequação dos sistemas de registo das actividades económicas ao contexto económico nacional e de reformulação das políticas públicas de modo a reduzir as barreiras para o acesso ao sistema financeiro pelas empresas e pessoas individuais são alguns dos custos implícitos que têm de ser considerados. Sobre estes pontos é importante referir, como ilustração, que Moçambique se encontra entre os 12 países do mundo onde abrir uma empresa é mais difícil, com cerca de 18 procedimentos comparativamente à média de 14 na África Subsariana (IBRD & WB, 2019: 09).

**TABELA 7: EMPRESA POR FORMA JURÍDICA, MOÇAMBIQUE 2015**

EMPRESA POR FORMA JURÍDICAS	TOTAL DE UNIDADES		PESSOAL EM SERVIÇO		VOLUME DE NEGÓCIOS	
	N.º	%	N.º	%	(em mil milhões de meticais)	%
Cooperativa	13	0,0	183	0	0	0
Empresa individual/estatal	37	0,1	11 794	3	45	5
Empresários em nome individual	25 049	58,2	91 598	20	125	15
Sociedade anónima	546	1,3	85 506	18	256	30
Sociedade por quotas	15 305	35,6	248 913	54	397	47
Sociedade unipessoal	2069	4,8	24 552	5	24	3
Outra	7	0,0	393	0	0	0
<b>Total</b>	<b>43 026</b>	<b>100</b>	<b>462 939</b>	<b>100</b>	<b>846</b>	<b>100</b>

Fonte: INE (2017, p. 18).

Por fim, integram a lista dos obstáculos ao financiamento das empresas através da Bolsa as políticas públicas e as características do sistema financeiro nacional. O persistente défice do Orçamento do Estado (figura 5) e o seu financiamento através do endividamento, apesar das recorrentes crises de dívida pública, cria obstáculos ao desenvolvimento do sistema financeiro nacional e à inclusão das empresas e da população no sistema financeiro. Além da emissão de obrigações do Tesouro, discutida na secção anterior e apresentada na figura 10, a estrutura accionista das empresas na Bolsa de Valores de Moçambique (tabela 8) é reveladora do estilo predador da política pública e do seu contributo negativo no acesso das empresas privadas a recursos financeiros. Por exemplo, do total de 10 empresas cotadas na Bolsa, metade é participada pelo Estado moçambicano. Com esta estrutura, é natural que a maioria dos investidores na Bolsa seja desviada das empresas privadas, relativamente mais novas e menores, para as

grandes empresas participadas maioritariamente pelo Estado ou por empresas estrangeiras. A título de ilustração, considere-se uma situação em que um investidor avesso ao risco tenha de escolher entre investir o seu dinheiro comprando acções da empresa Hidroeléctrica da Cahora Bassa (HCB) ou da empresa Matadouro da Manhiça (MATAMA), sabendo que, por um lado, a HCB é uma empresa com 45 anos de existência e é participada pelos Estados moçambicano (85 %) e português (7,5 %) e, por outro lado, que a empresa MATAMA conta com oito anos de existência e é detida apenas por cidadãos nacionais a título individual (17 %) e investidores anónimos a partir da Bolsa (83 %). Racionalmente, um investidor avesso a risco prefere ter retorno garantido do seu investimento do que assumir altos riscos de perder as suas poupanças, mesmo que o retorno esperado seja alto (Varian, 2010: 226-232). Assim, no contexto da Bolsa, a empresa HCB, pelo seu perfil, pode atrair mais investidores do que a empresa MATAMA. Esta ilustração permite compreender como a participação do Estado nas empresas na Bolsa constitui mais um exemplo do modo como as políticas públicas contribuem para desviar recursos e criar obstáculos para o desenvolvimento do sector privado.

A figura 10 permite resumir a ideia apresentada no parágrafo anterior ao mostrar a distribuição por categoria de valores mobiliários da capitalização bolsista (108 mil milhões de meticaís) no primeiro trimestre de 2020. As obrigações do Tesouro representam cerca de 63 % dos títulos transaccionados na Bolsa de Valores de Moçambique. Assumindo que o Estado moçambicano tem participação em metade das empresas cotadas na Bolsa cujas acções representam 33 % da capitalização bolsista, torna-se evidente o intervencionismo do Estado e o seu papel como um dos maiores intervenientes na Bolsa de Valores. Com esta característica, não é de admirar a fraca participação das empresas privadas nacionais na Bolsa de Valores, dado que esta serve mais aos interesses do Governo e privados associados ao Estado.

**TABELA 8: EMPRESAS COTADAS NA BOLSA DE VALORES DE MOÇAMBIQUE E SUA ESTRUTURA ACCIONISTA**

Nº	NOME DA EMPRESA	ANO DE ADMISSÃO À BOLSA	ESTRUTURA ACCIONISTA	RESUMO DA ESTRUTURA ACCIONISTA
1	Cervejas de Moçambique - CDM	2001	Anheuser-Busch África (79,18 %), Trabalhadores CDM (10,78 %), SPI-Gestão e Investimentos (4,78 %), Instituto Nacional de Segurança Social (2,47 %), (Estado moçambicano (1,78 %),	Estado moçambicano (4,25 %), estrangeiros (79,18 %), privados nacionais e outros accionistas através da BVM (16,57 %)
2	Hidroeléctrica de Cahora Bassa (HCB)	2019	Estado moçambicano (85 %), Portugal (7,5 %) outros accionistas (7,5%)	Estado moçambicano (85 %), estrangeiros (7,5%), accionistas através da BVM (7,5 %)
3	CETA Engenharia e construção	2012	Insittec Constrói (77,97 %), Instituto Nacional de Segurança Social (20 %), outros (2,03 %)	Estado moçambicano e outras instituições públicas (20 %), privados nacionais e accionistas através da BVM (80 %)

(cont.)

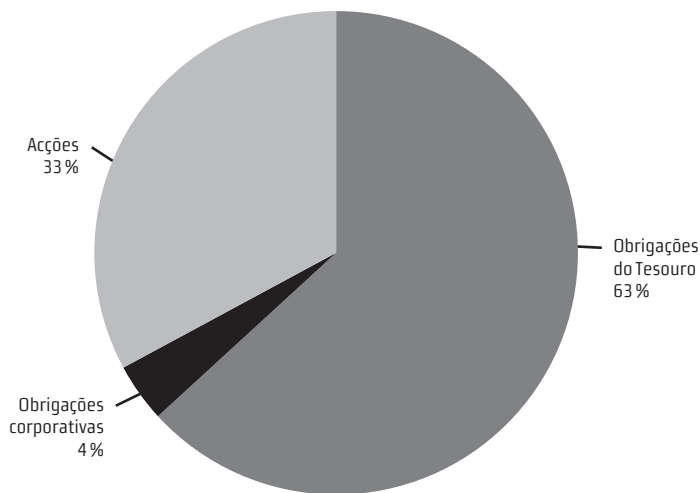


(cont.)

4	Empresa Moçambicana de Seguros (EMOSE)	2013	Estado moçambicano (39 %) e Instituto de Gestão de Participação do Estado (31 %), Cooperativa dos Gestores Técnicos e Trabalhadores da Emose (20 %), outros accionistas (10%)	Estado moçambicano e outras instituições públicas (70 %), privados nacionais e accionistas através da BVM (30 %)
5	Companhia Moçambicana de Hidrocarbonetos (CMH)	2008	Empresa Nacional de Hidrocarbonetos, EP (70 %), Governo de Moçambique (20 %), investidores privados nacionais (10%)	Estado moçambicano e outras instituições públicas (90 %), privados nacionais e accionistas através da BVM (10 %)
6	MATAMA Matadouro Industrial	2017	Membros dos órgãos sociais (17 %) e outros accionistas privados (83 %)	Privados nacionais (17 %), accionistas através da BVM (83 %)
7	ARCO Investimentos	2019	ARKUS Leisure & Golf Resorts (39,38 %), investidores privados nacionais (60,62%)	Privados nacionais (39,38 %), accionistas através da BVM (60,62 %)
8	ZERO Investimentos	2017	Membros dos órgãos sociais (45,66 %) e outros accionistas privados (54,34 %)	Privados nacionais (46,66 %), accionistas através da BVM (54,34 %)
9	ARKO Companhia de Seguros	2019	Membros dos órgãos sociais (52,9 %) e outros accionistas privados (47,1 %)	Privados nacionais (52,9 %), accionistas através da BVM (47,1 %)
10	Touch Publicidade	2018	Membros do conselho de administração (7 %) outros accionistas privados (93 %)	Privados nacionais (7 %), accionistas através da BVM (93 %)

Fonte: BVM (2020b), relatórios de contas e prospectos de admissão à Bolsa (BMais, 2017; BNI, 2017, 2018; CDM, 2019; CETA, 2016; HCB, 2019; MBIM, 2017).

**FIGURA 10: CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA POR CATEGORIA DE VALORES MOBILIÁRIOS EM MOÇAMBIQUE NO 1.º TRIMESTRE DE 2020**



Fonte: BVM (2020a).

## CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

### PROTECÇÃO SOCIAL E AS EMPRESAS MOÇAMBICANAS

Através da discussão dos obstáculos que as empresas nacionais enfrentam no acesso a financiamento quer pela Bolsa de Valores quer por outras instituições do sistema financeiro (*e.g.*: banco comerciais, microfinanças e microcréditos), este artigo permite compreender um dos factores que contribui para a fragilidade dos alicerces financeiros do sistema de protecção social em Moçambique. Como é referido ao longo do texto, a maioria da população e das empresas moçambicanas realiza as suas actividades económicas informalmente sem acesso a canais formais de financiamento e de contribuição para o sistema formal de protecção social. Além disso, o desemprego e as crises económicas afectam negativamente a capacidade financeira dos indivíduos e das empresas para contribuir para a segurança social. Os dados na tabela 3 são ilustrativos das dificuldades que o contexto moçambicano impõe à protecção social, indicando que o número de trabalhadores inscritos que conseguem pagar regularmente as suas prestações ao Instituto Nacional de Segurança Social é inferior a 40 % num período de oito anos (2011-2018). O mesmo acontece com as empresas, pois, até 2018, de um total de 104 mil inscritas, apenas 46 mil pagava regularmente as contribuições para a segurança social dos seus trabalhadores. Estes dados sugerem que, no contexto económico do País, muitas empresas e trabalhadores vêm-se sujeitos a elevados riscos de perder a capacidade financeira de se segurar de riscos associados à vida humana, como a velhice, acidentes de trabalho, invalidez e doenças crónicas.

A perda de rendimento tanto das empresas como dos trabalhadores resulta na redução de recursos financeiros para o sistema de protecção social, pois, por um lado, os indivíduos ficam impossibilitados de se segurar através de contribuições monetárias para o sistema de segurança social e, por outro lado, o Estado fica com uma base de colecta de impostos reduzida e, por isso, com pouca capacidade para financiar os seus programas de assistência social. Um dos exemplos foi apresentado na figura 1, que mostra a distribuição de recursos do Orçamento do Estado pelos salários e pensões dos funcionários públicos e programas de acção social. Em 2016, por exemplo, grande parte dos recursos, 84,7 mil milhões de meticais, foi concentrada nos cerca de 300 mil funcionários do Estado e uma pequena parte, de cerca de 3,4 mil milhões, foi destinada ao apoio aos mais carenciados. Este último grupo abrange quase 13 milhões de moçambicanos que vivem em condições de extrema pobreza, segundo o inquérito ao orçamento familiar 2014/2015. Portanto, no contexto deste artigo, o exemplo da distribuição de recursos para a protecção social demonstra como políticas que promovem o crescimento do sector público (Estado e Governo) em detrimento do sector privado (empresas, famílias e pessoas individuais) acabam por se tornar discriminatórias e prejudiciais para o desenvolvimento económico do País.

## BOLSA E FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS

Tendo em conta a principal pergunta, sobre o papel da Bolsa de Valores na mobilização de financiamento para as empresas em Moçambique, deste artigo, pode-se depreender que o facto de poucas empresas estarem cotadas na Bolsa de Valores reflecte o padrão excludente do sistema financeiro nacional, no qual as empresas de capital estrangeiro (público e/ou privado), as empresas públicas ou participadas pelo Estado e outras instituições sob a sua tutela são as privilegiadas do sistema financeiro em detrimento das pequenas e médias empresas privadas nacionais, que têm dificuldade em aceder tanto à poupança doméstica como à poupança externa.

As barreiras implícitas às empresas nacionais podem explicar a fraca adesão à Bolsa de Valores. Assim, por um lado, o acesso a financiamento por parte das empresas de capital estrangeiro é mais barato através do mercado de capitais dos seus países de proveniência, pelo que as empresas internacionais continuarão relegando o financiamento através da Bolsa de Valores de Moçambique e do sistema financeiro moçambicano, em geral, para segundo plano. Por outro lado, as empresas públicas, enquanto puderem beneficiar do paternalismo estatal continuarão a relegar o recurso à Bolsa para último plano, ao passo que, através do endividamento público, continuarão a absorver recursos quer da poupança interna quer da poupança de outros países mobilizada pelo Governo. A acrescer a estes dois pontos, o penúltimo capítulo mostrou que a intervenção do Estado na Bolsa de Valores, quer pelo endividamento através da emissão de bilhetes e títulos do Tesouro quer pela cotação das empresas por si participadas na Bolsa, também desvia recursos disponíveis no sector financeiro do sector privado para o sector público, dificultando ainda mais o acesso a financiamento para as empresas privadas e a população.

## REFERÊNCIAS

- Abad, A. (2014). *Mozal Aluminum Smelter*. Obtido do *website* do Banco Europeu de Investimento: <http://www.eib.org/attachments/complaints/2014-07-31-from-eib-cm-mozal-sg-e-2010-16-follow-up-report.pdf>
- Akerlof, G. A. (1970). «The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism». *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Allen, F., & Santomero, A. M. (1999). *What Do Financial Intermediaries Do?* (N. 99-30). Obtido do *website* da Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania: <https://ideas.repec.org/p/wop/pennin/99-30.html>
- Aslam, N. (1987). «The impact of foreign capital inflow on savings and investment: The case of Pakistan». *The Pakistan Development Review*, 26(4), 787-789. Obtido de JSTOR.
- Awunyo-Vitor, D. (2018). «Theoretical and conceptual framework of access to financial services by farmers in emerging economies: Implication for empirical analysis». *Acta Universitatis Sapientiae, Economics and Business*, 6(1), 43-59.
- BdM (Banco de Moçambique). (2020). «Banca electrónica: estatísticas sobre ATM, POS e Cartões». [http://www.bancomoc.mz/fm\\_pgTab1.aspx?id=27](http://www.bancomoc.mz/fm_pgTab1.aspx?id=27) (consultado a 7 de Maio de 2020).
- BdM (Banco de Moçambique). (2015). *Indicadores de Inclusão Financeira Quarto Semestre 2019* [Relatório de inclusão Financeira em Moçambique]. Obtido do *website* Banco de Moçambique: [http://www.bancomoc.mz/fm\\_pgTab1.aspx?id=354](http://www.bancomoc.mz/fm_pgTab1.aspx?id=354)
- BMais (Banco Mais). (2017). *Prospecto de Admissão à Cotação na Bolsa de Valores de Moçambique. Ações Ordinárias da ARKO Seguros 2019*. Obtido do website da Arko Seguros: [http://105.235.217.12/documentos/Prospecto\\_Zero\\_Investimentos\\_2017.pdf](http://105.235.217.12/documentos/Prospecto_Zero_Investimentos_2017.pdf)
- BNI (Banco Nacional de Investimento). (2018). *Prospecto de admissão à cotação na Bolsa de Valores de Moçambique: Ações ordinárias da Touch Publicidade 2018*. Obtido do *website* Touch Publicidade: [http://www.bvm.co.mz/documentos/Prospecto\\_Touch\\_Publicidade.pdf](http://www.bvm.co.mz/documentos/Prospecto_Touch_Publicidade.pdf)
- BNI (Banco Nacional de Investimento). (2017). *Prospecto de Admissão à Cotação na Bolsa de Valores de Moçambique. Ações Ordinárias da Zero Investimentos 2017*. Obtido do *website* Zero Investimentos: [http://105.235.217.12/documentos/Prospecto\\_Zero\\_Investimentos\\_2017.pdf](http://105.235.217.12/documentos/Prospecto_Zero_Investimentos_2017.pdf)
- Bresser-Pereira, L. C., & Gala, P. (2007). «Porque a poupança externa não promove crescimento». *Revista de Economia Política*, 27(1), 3-19. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572007000100001>

- BVM (Bolsa de Valores de Moçambique). (2020a). «Capitalização bolsista – Bolsa de Valores de Mocambique. <http://www.bolsadevalores.co.mz/index.php/pt/mercado/estatisticas-do-mercado/capitalizacao-bolsista-separator#2020> (consultado a 12 de Maio de 2020).
- BVM (Bolsa de Valores de Moçambique). (2020b, Janeiro 24). «Empresas cotadas – Bolsa de Valores de Mocambique. <http://www.bolsadevalores.co.mz/index.php/pt/mercado/empresas-cotadas?limitstart=0> ((consultado a 24 de Janeiro de 2020).
- BVM (Bolsa de Valores de Moçambique). (2018, Julho 10). «Bolsa de Valores de Moçambique: 19 anos promovendo do mercado de capital. 1». Obtido de [http://www.bolsadevalores.co.mz/documentos/A\\_BVM\\_para\\_CPLP\\_Final.pdf](http://www.bolsadevalores.co.mz/documentos/A_BVM_para_CPLP_Final.pdf)
- BVM (Bolsa de Valores de Moçambique). (2017). «Conheça melhor a Bolsa de Valores de Moçambique». Obtido do *website* da Bolsa de Valores de Moçambique: [http://www.bolsadevalores.co.mz/documentos/Brochura\\_BVM.pdf](http://www.bolsadevalores.co.mz/documentos/Brochura_BVM.pdf)
- Caldeira, A. (2018, Maio 8). «Seis (das 107) empresas públicas e participadas pelo Estado em Moçambique têm passivos correntes superiores a 77 biliões de meticais». Obtido do *website* @Verdade Online: <http://www.verdade.co.mz/tema-de-fundo/35/65693> (consultado a 17 de maio de 2020).
- CDM (Cervejas de Moçambique). (2019). *Relatório de Contas Cervejas de Moçambique – 2018* [Relatório de Contas]. Cervejas de Moçambique.
- CETA (CETA – Engenharia e Construção). (2016). *Demonstrações financeiras CETA Engenharia e Construção – 2016* [Relatório de Auditoria]. CETA Engenharia e Construção.
- Chilingue, E. (2019, Janeiro 18). «CTA diz que «emissão desenfreada» de Bilhetes do Tesouro vai falir empresas». Obtido do *website* de Carta de Moçambique: <https://cartamz.com/index.php/economia-e-negocios/item/730-cta-diz-que-emissao-desenfreada-de-bilhetes-do-tesouro-vai-falir-empresas> (consultado a 10 de Maio de 2020).
- Coase, R. H. (1960). «The Problem of Social Cost». *The Journal of Law & Economics*, 3, 1-44. Obtido de JSTOR.
- Coase, R. H. (1937). «The Nature of the Firm». *Economica*, 4(16), 386-405. <https://doi.org/10.2307/2626876>
- Diamond, D. W. (1984). «Financial intermediation and delegated monitoring». *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414. <https://doi.org/10.2307/2297430>
- Dowbor, L. (2016). «A economia travada pelos intermediários financeiros». *O Brasil que queremos. Laboratório de políticas públicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro*.

- Francisco, A., & Siúta, M. S. (2014). «O nascimento da poupança doméstica moçambicana: evidências e significado. In L. de Brito, *et al.* (Eds.), *Desafios para Moçambique 2014*. Obtido de [www.iese.ac.mz](http://www.iese.ac.mz)
- Francisco, A., & Sugahara, G. (2015). «Porque Moçambique ainda não possui uma pensão universal para idosos?». In L. de Brito, *et al.* (Eds.), *Desafios para Moçambique 2015* (pp. 349–382). Obtido de <http://www.iese.ac.mz/lib/publication/livros/des2015/IESE-Desafios2015.pdf>
- FSDMo (Financial Sector Deepening Mozambique). (2015). *Credit Lines 2015: Analysis of Credit Lines and Guarantee Facilities Promoting Access to Finance in Mozambique*. Obtido do *website* de Financial Sector Deepening Mozambique: <http://fsmoc.com/wp-content/uploads/2017/04/ANALYSIS-OF-CREDIT-LINES-AND-GUARANTEE-FACILITIES.pdf>
- HCB (Hidroelétrica de Cahora Bassa). (2019). *Relatório e Contas HCB 2018* [Relatório de Auditoria]. Hidroelétrica de Cahora Bassa.
- Hubbard, G., & O'Brien, T. (2012). *Money Banking and the Financial System*. Nova Iorque: Prentice Hall.
- IBRD (International Bank for Reconstruction and Development), & WB, (World Bank). (2019). *Doing Business em Moçambique 2019* [Doing Business]. Obtido do *website* do Banco Mundial: [https://portugues.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Miscellaneous/SubNational/Doing-Business-em-Mo-ambique-2019\\_Pt.pdf](https://portugues.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Miscellaneous/SubNational/Doing-Business-em-Mo-ambique-2019_Pt.pdf)
- INE (Instituto Nacional de Estatísticas). (2017). *Empresas em Moçambique: Resultados do segundo Censo Nacional (2014-2015)*. Obtido do *website* do Instituto Nacional de Estatísticas: [http://www.ine.gov.mz/operacoes-estatisticas/censos/censo-das-empresas/empresas-em-mocambique-resultados-do-segundo-censo-nacional-2014-2013-2015/at\\_download/file](http://www.ine.gov.mz/operacoes-estatisticas/censos/censo-das-empresas/empresas-em-mocambique-resultados-do-segundo-censo-nacional-2014-2013-2015/at_download/file)
- INE (Instituto Nacional de Estatísticas). (2015). *Relatório Final do Inquérito ao Orçamento Familiar–IOF-2014/15*. Moçambique: Instituto Nacional de Estatísticas.
- INSS (Instituto Nacional de Segurança Social). (2019). *Relatório e Contas 2018*. Maputo: Instituto Nacional de Segurança Social.
- INSS (Instituto Nacional de Segurança Social). (2018). *Relatório e Contas 2017*. Maputo: Instituto Nacional de Segurança Social.
- IPEME (Instituto para a Promoção das Pequenas e Médias Empresas). (2016). «O perfil das PME em Moçambique». In *Pequenas e Médias Empresas em Moçambique: Situação e Desafios* (pp. 37-48). Obtido de <https://www.giz.de/en/downloads/giz2016-pt-PME-in-mocambique-situacao-e-desafios.pdf>

- ITC (International Trade Centre). (2020). «Trade Map – List of products exported by Mozambique». Obtido a 9 de Maio de 2020, de [https://www.trademap.org/Product\\_SelCountry\\_TS.aspx?nvpm=1%7c508%7c%7c%7cTOTAL%7c%7c%7c2%7c1%7c1%7c2%7c2%7c1%7c1%7c1%7c1](https://www.trademap.org/Product_SelCountry_TS.aspx?nvpm=1%7c508%7c%7c%7cTOTAL%7c%7c%7c2%7c1%7c1%7c2%7c2%7c1%7c1%7c1%7c1)
- KPMG. (2015). *As 100 maiores empresas de Moçambique* (N. XVII). Moçambique: KPMG International Cooperative.
- Krueger, A. O. (1974). «The Political Economy of the Rent-Seeking Society». *The American Economic Review*, 64(3), 291-303. Obtido de JSTOR.
- Kumar, S. (2016). *Indian Financial System and Management of Financial Institutions* (D. Verma, Ed.). Nashik: Open University.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). «Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387. <https://doi.org/10.2307/2326770>
- Massarongo, F. (2016). «Estrutura da dívida pública em Moçambique e a sua relação com as dinâmicas de acumulação». In L. de Brito, C. B. Nuno Carlos, S. Chichava, S. Forquilha, & A. Francisco (Eds.), *Desafios para Moçambique 2016* (pp. 113-139). Obtido de <http://www.iese.ac.mz/wp-content/uploads/2017/04/Desafios2016.pdf>
- MBIM (Banco Internacional de Moçambique, BIM). (2017). *Prospecto de Admissão à Cotação na Bolsa de Valores de Moçambique. Acções Ordinárias da MATAMA, Matadouro da Manhica*. Obtido do *website* do Banco Internacional de Moçambique: [http://105.235.217.12/documentos/Prospecto\\_Zero\\_Investimentos\\_2017.pdf](http://105.235.217.12/documentos/Prospecto_Zero_Investimentos_2017.pdf)
- MDM (Movimento Democrático de Moçambique). (2016). *Comissão Parlamentar de Inquérito para Averiguar a Situação da Dívida Pública* [Relatório final e posicionamento da bancada parlamentar]. Maputo: Movimento Democrático de Moçambique.
- MEF (Ministério da Economia e Finanças). (2017). *Conta Geral do Estado 2016*. Ministério da Economia e Finanças.
- Mitsubishi Corporation. (2015). *Integrated Report 2015*. Obtido do *website* da Mitsubishi Corporation: <https://www.mitsubishicorp.com/jp/en/ir/library/ar/pdf/areport/2015/all.pdf>
- MTESS (Ministério do Trabalho, Emprego e Segurança Social). (2015). *Boletim de Estatísticas de Trabalho 2015*. Maputo: Ministério do Trabalho, Emprego e Segurança Social.
- MTESS (Ministério do Trabalho, Emprego e Segurança Social). (2016). *Boletim Informativo do Mercado do Trabalho 2015/2016 – N.º 1*. Obtido do *website* do Ministério do Trabalho, Emprego e Segurança Social: [http://www.ine.gov.mz/estatisticas/estatisticas-economicas/copy\\_of\\_conjuntura-economica/conjuntura-iv-trim-2018-final\\_21\\_03\\_19-2.pdf/at\\_download/file](http://www.ine.gov.mz/estatisticas/estatisticas-economicas/copy_of_conjuntura-economica/conjuntura-iv-trim-2018-final_21_03_19-2.pdf/at_download/file)

- Mutzenberg, R. (2014). «Protestos sociais em Moçambique. Uma agenda de pesquisa». *Civitas-Revista de Ciências Sociais*, 14(1), 137-153.
- Nuvunga, A., & Mapiisse, I. (2017). «SASOL will continue to milk Mozambique». Obtido do *website* do Centro de Integridade Pública: [https://cipmoz.org/images/Documentos/Industria\\_Extrativa/SASOL\\_will\\_continue\\_to\\_milk\\_Mozambique.pdf](https://cipmoz.org/images/Documentos/Industria_Extrativa/SASOL_will_continue_to_milk_Mozambique.pdf)
- Omar, J. H. D. (2008). «Taxa de juros: comportamento, determinação e implicações para a economia brasileira». *Revista de Economia Contemporânea*, 12(3), 463-490. <https://doi.org/10.1590/S1415-98482008000300003>
- PETROMOC (Petróleos de Moçambique). (2019). *Informação Institucional da Petromoc*. Obtido de <http://www.petromoc.co.mz/assets/files/Informacao%20Institucional%20da%20Petromoc.pdf>
- Rodrigues, J. P., Janeiro, G., Paunde, L., & Filimão, C. (2019a). *Relatório Anual de Desempenho do Mercado Bolsista 2018* [Relatório Anual]. Obtido do *website* da Bolsa de Valores de Moçambique: [http://www.bvm.co.mz/documentos/Relatorio\\_Anual\\_BVM\\_2018.pdf](http://www.bvm.co.mz/documentos/Relatorio_Anual_BVM_2018.pdf)
- Rodrigues, J. P., Janeiro, G., Paunde, L., & Filimão, C. (2019b). *Relatório Anual de Desempenho do Mercado Bolsista do 1o Semestre 2019* [Relatório Anual]. Obtido do *website* da Bolsa de Valores de Moçambique: <http://www.bolsadevalores.co.mz/index.php/pt/publicacoes/relatorios/relatorios-de-desempenho>
- SAPO Notícias. (2014). «Moçambicana Mozal integra nova empresa da multinacional BHP Billiton». <https://noticias.sapo.mz/actualidade/artigos/mocambicana-mozal-integra-nova-empresa-da-multinacional-bhp-billiton> (consultado a 18 de Maio de 2020).
- Simon, H. A. (1972). «Theories of bounded rationality». *Decision and organization*, 1(1), 161-176.
- Siúta, M. S. (2019). «Protecção social e poupança em 10 edições do Desafios: que tipo de protecção social pode Moçambique desenvolver?» Em S. Chichava (Ed.), *Desafios para Moçambique 2019* (10a ed.). Maputo: IESE.
- Stiglitz, J. (1998). «The role of international financial institutions in the current global economy». *Address to the Chicago Council on Foreign Relations, Chicago*, 27.
- TA, (Tribunal Administrativo). (2019). *Relatório e parecer sobre a Conta Geral do Estado de 2018*. Obtido do *website* do Tribunal Administrativo: <https://www.ta.gov.mz/Pages/RelatoriosPareceresCGE.aspx>
- Tymoigne, L. E., & College, C. (2018). *The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking* (2nd ed.). Portland, USA.
- Vale (Vale Moçambique). (2020). «Sobre a Vale Moçambique». <http://www.vale.com/mozambique/PT/aboutvale/Paginas/default.aspx> (consultado a 9 de Maio de 2020).
- Varian, H. R. (2010). *Intermediate Microeconomics: A modern approach* (8.ª edição).



- World Bank. (2020, Abril 1). «World Development Indicators 2020». [https://databank.worldbank.org/data/download/WDI\\_excel.zip](https://databank.worldbank.org/data/download/WDI_excel.zip) (consultado a 8 de Abril de 2020).
- Wyplosz, C. (1998). «Globalised financial markets and financial crises». *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance (FONDAD)*, 70-87.
- Zimba, C. (2015, Maio). «Contexto das PME em Moçambique». Apresentado na Conferência sobre Fontes Alternativas de Financiamento às PME's, Maputo. Obtido de [http://www.bvm.co.mz/images/docs/conferencia\\_pmes\\_financiamento/ipeme\\_conferencia\\_pme\\_\\_drzimba.pdf](http://www.bvm.co.mz/images/docs/conferencia_pmes_financiamento/ipeme_conferencia_pme__drzimba.pdf)