



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

MERCADO DE CAPITAIS ANGOLANO: ANÁLISE COMPARATIVA COM ÁFRICA DO
SUL E NIGÉRIA

Diusnara de L. M. C. P. André Camutali

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia
Monetária e Financeira

Orientador:

Prof. Dr. Emanuel Cláudio Reis Carvalho Leão

Junho, 2017

Agradecimentos

Começo por agradecer a Deus e todos aqueles que direta ou indiretamente contribuíram para realização desta dissertação.

Em especial gostaria de agradecer aos professores do Mestrado em Economia Monetária e Financeira do ISCTE-IUL e ao meu orientador Prof. Dr. Emanuel Cláudio Reis Carvalho Leão, pelos conhecimentos transmitidos.

Agradeço a minha querida mãe, Manuela de Jesus pelo apoio incondicional e pelos sábios ensinamentos. A minha irmã Amelia André e a minha tia Ana Paula por me terem ajudado a cuidar da Eunice Gabriela para que pudesse dar início a este grande projeto.

Ao meu esposo Josias Camutali, pela paciência, incentivo e pelas palavras de conforto para continuar essa jornada.

A vocês eu dedico esta dissertação.

Um agradecimento especial para as minhas tias Rita de Jesus, Marisa de Jesus e a minha prima Albânia Gomes, pelo apoio durante a estadia em Portugal.

Aos meus colegas de trabalho especialmente ao Chefe Lino Kakumba, a Adelina David pela compreensão e imenso apoio, ao Mireny Madaleno pela força e motivação.

Aos meus colegas do mestrado, especialmente ao Artur Menezes sempre disposto a esclarecer as minhas dúvidas e a Judite Bagnath pelo companheirismo e conhecimentos compartilhados.

A minha eterna gratidão!

Resumo

O objetivo do presente estudo é analisar o estágio atual do mercado de capitais angolano e em meio de estudo comparativo com África do Sul e Nigéria captar aspetos mais relevantes que resultaram no desenvolvimento deste poderoso instrumento. Deste modo os resultados obtidos são baseados em consulta bibliográfica, bem como consulta extensa da informação pública (relatórios e contas), dos órgãos reguladores e governamentais dos países em análise. Este trabalho identifica os determinantes macroeconómicos e institucionais de desenvolvimento do mercado de capitais em Angola. Entretanto foi permitido concluir que as elevadas taxas de juro, baixas taxas de poupança e investimento, a fraca qualidade institucional e a falta de cultura bolsista das empresas, podem constituir entrave para o desenvolvimento do mercado de capitais em Angola, portanto é necessário medidas prévias para melhorar o quadro institucional bem como a integridade do mercado e dos potenciais emissores, garantir a manutenção da estabilidade macroeconómica, bem como mecanismos para incentivar a poupança e o investimento através de políticas adequadas.

Palavras-chave: Desenvolvimento do Mercado de Capitais, Bolsa de Valores, Determinantes Macroeconómicos, Qualidade Institucional.

Abstract

The objective of the present study is to analyze the current stage of the Angolan capital market and in a comparative study with South Africa and Nigeria, to capture the most relevant aspects that have resulted in the development of this strong instrument. Thus, the results obtained are based on bibliographic consultation, just like, extensive consultation of the public information (reports and accounts), of the regulatory and governmental policies of the countries under analysis. This paper identifies the macroeconomic and institutional determinants of capital market development in Angola. However, it was possible to conclude that high interest rates, low savings and investment rates, poor institutional and bureaucratic quality, weak stock market culture, and restrictions on access to financing may hamper the development of the capital market in Angola. Therefore, it is necessary to take steps to improve the institutional framework as well as the integrity of the market and potential issuers, to ensure the maintenance of macroeconomic stability, as well as mechanisms to encourage savings and investment through appropriate policies.

Keywords: Capital Market Development, Stock Exchange, Macroeconomic Determinants, Institutional Quality.

Lista de Abreviações

AOA/KZ	Kwanza Angolano
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Brasil
BNA	Banco Nacional de Angola
BODIVA	Bolsa de Dívida e Valores de Angola
BTs	Bilhetes do Tesouro
CMC	Comissão do Mercado de Capitais
FMI	Fundo Monetário Internacional
IPC	Índice de Preço ao Consumidor
JSE	Bolsa de Valores de Johannesburg
OTS	Obrigações do Tesouro
PIB	Produto Interno Bruto
PP	Pontos Percentuais
SIGMA	Sistema Integrado de Gestão de Mercados de Ativos
SPTR	Sistema de Pagamentos em Tempo Real
USD	Dólar Americano

Índice de Figuras

Figura 1.2. Volume de Transações no MRTT/MROV	14
Figura 2.2. Evolução das Emissões de Títulos no Mercado Primário	14
Figura 3.5. Crescimento do PIB real (% anual)	30
Figura 4.5. Evolução do PIB per capita	31
Figura 5.5. Evolução da Taxa de Inflação.....	32
Figura 6.5. Poupança Nacional Bruta em % do PIB	33
Figura 7.5. Investimento Total (% PIB)	34
Figura 8.5 Crédito Interno Concedido pelo Sistema Bancário ao Sector Privado (% PIB)	35

Índice de Tabelas

Tabela 1.2. Resumo da Estrutura e Funcionamento das Bolsas e Rating Soberano.....	19
Tabela 2.5 Indicador da proteção de investidores minoritários.....	37

Índice

Agradecimentos.....	2
Resumo.....	3
Abstract.....	4
Lista de Abreviações.....	5
Índice de Figuras.....	6
Índice de Tabelas.....	6
1. Introdução.....	8
Capítulo II. Enquadramento do Mercado de Capitais Angolano.....	11
2.1. O Mercado de Capitais Angolano.....	11
2.1.1. A Comissão do Mercado de Capitais.....	11
2.1.2. A Bolsa de Dívida e Valores de Angola SGMR, SA.....	12
2.2. O Mercado de Capitais África do Sul.....	15
2.3. O Mercado de Capitais Nigéria.....	17
Capítulo III. Revisão de Literatura.....	20
3.1. O Mercado de Capitais – Visão Geral.....	20
Capítulo IV. Metodologia e Dados.....	26
Capítulo V. Análise e Discussão dos Resultados.....	30
Capítulo VI. Conclusão, Sugestões Para o Desenvolvimento do Mercado e Para Futuras Investigações.....	39
Bibliografia.....	42
Anexos.....	44

1. Introdução

O crescimento económico de um país e a sua manutenção são impensáveis se não existirem fundos disponíveis, quer para o financiamento da formação de capital quer para a sua reposição. O mercado de capitais é o mercado onde se transacionam títulos de médio e longo prazo, considerado na literatura como um sistema organizado, que contribui para o crescimento socioeconómico, isto é possível através de algumas das suas funções vitais como; a canalização de recursos, promoção de reformas para modernizar os sectores financeiros, intermediação financeira, capacidade de ligar défice para sector de excedentes da economia, constitui uma verdadeira ferramenta na mobilização e afetação de poupança entre os usuários competitivos, que são fundamentais para o crescimento e eficiência da economia Alile, (1994 citado em Ogboi, C. e Oladipo S. 2012). Experiências internacionais mostram que a medida em que as organizações recorrem aos mercados de capitais para financiar seus projetos produtivos, maior será a possibilidade de contribuírem para o crescimento económico do país. Padrões de financiamento das empresas em certos países Africanos sugerem que o mercado de capitais e em particular o mercado de ações são uma importante fonte de financiamento. O desenvolvimento dos Estados Unidos por exemplo, foi impulsionado por uma contínua eficiência na intermediação de poupanças, esse desenvolvimento não teria ocorrido sem um sofisticado mercado financeiro e de capitais com vigor e flexibilidade para financiar a economia. Sectores que necessitam de recursos para financiar as suas atividades, podem e devem ser impulsionados por um mercado de capitais, amplo, líquido, transparente e eficiente. Nóbrega, *et. al.* (2000).

O sistema financeiro angolano caminha a passos largos para o seu desenvolvimento, prova disso é a implementação de um mercado de capitais que servirá certamente para a diminuição da predominância do sector bancário no financiamento da atividade económica. Contudo mercado de capitais em Angola encontra-se em uma fase embrionária, neste âmbito foram aprovados e introduzidos vários dispositivos legais fundamentais, que regem o sistema financeiro angolano em geral, a atividade da Comissão do Mercado de Capitais (CMC) e do mercado de valores mobiliários e instrumentos derivados em particular, no entanto, apesar dos esforços dos governos na promoção e desenvolvimento do mercado ainda há muito por fazer, no que refere ao arranque do mercado das ações, a falta de cultura e de postura bolsista por parte das empresas está a condicionar o início

deste mercado, os obstáculos neste mercado parecem ser de raiz económico-financeira e de índole política. Monteiro, (2010).

No contexto atual, em que a economia angolana encontra-se severamente afetada pela queda dos preços do petróleo no mercado internacional como consequência da crescente dependência das receitas provenientes do sector petrolífero, veio acentuar ainda mais a necessidade de canais alternativos para financiar o desenvolvimento económico de forma sustentável, por esta razão o estudo pode mostrar-se relevante e oportuno na medida que o mercado de capitais desenvolvido contribuirá para evolução e modernização do sistema financeiro angolano, bem como fonte alternativa de financiamento dos agentes dinamizadores da economia e impulsionador do crescimento, criando oportunidades de negócios e investimento e entrada de capital estrangeiro e consequentemente mais emprego.

O presente trabalho tem como objetivo analisar a situação atual do mercado de capitais angolano, e comparar com experiência de países como África do Sul e Nigéria, captar aspetos essenciais sobre a evolução destes mercados e os caminhos trilhados rumo ao desenvolvimento que hoje vivenciam. Em termos específicos pretendemos: 1) identificar os fatores que determinam o desenvolvimento do mercado de capitais Angolano; 2) descrever a importância do mercado de capitais para a economia nacional e 3) propor sugestões com vista a contribuir para dinamização do mercado de capitais.

Tendo em consideração a importância do mercado de capitais na economia de Angola, torna-se de extrema relevância um estudo que se debruce sobre esta temática e que pretende dar resposta à seguinte questão: quais os fatores determinantes para o desenvolvimento do mercado de capitais em Angola? Para dar resposta a nossa pergunta de investigação recorreremos a análise descritiva do conteúdo existente sobre o tema. Os dados recolhidos e análise da informação apresentada neste trabalho, baseiam-se na informação que consta na literatura teórica-empírica, em documentos oficiais, artigos científicos conceituados sobre a área de investigação e teses de dissertações.

Os resultados da pesquisa ilustram que a fragilidade institucional e governamental, a corrupção falta de cultura bolsista das empresas, as elevadas taxas de inflação, parecem ser os principais obstáculos que concorrem para o desenvolvimento do mercado de capitais angolano.

A dissertação encontra-se estruturada do seguinte modo: no capítulo 1, são feitas considerações referentes a introdução, objetivos do estudo e o resumo da metodologia usada para dar resposta a pergunta de investigação. No seguinte capítulo faz-se análise e descrição dos mercados de capitais em Angola experiências do Nigeriano e Sul-africano. No capítulo 3, efetua-se a revisão da literatura, procurando obter uma visão panorâmica sobre o mercado de capitais e sua importância para a economia. No capítulo 4, apresenta-se a metodologia e dados utilizados. A análise e discussão dos resultados é apresentada no capítulo 5. No capítulo 6 apresentar-se-á conclusão, sugestões para promover o desenvolvimento do mercado e para futuras pesquisas.

Capítulo II. Enquadramento do Mercado de Capitais Angolano

Este capítulo tem como objetivo analisar o estágio atual do mercado de capitais angolano e apresentar experiências de mercado de capitais da Nigéria e África do Sul bem como apresentamos alguns fatores de desenvolvimento desses mercados e políticas utilizadas.

2.1. O Mercado de Capitais Angolano

O projeto para a criação do mercado de capitais em Angola, data de 1998, o desenvolvimento do mercado resultou na elaboração e discussão de um vasto pacote legislativo regulamentar, dos quais destacamos a Lei n.º 12/05, de 23 de setembro dos Valores Mobiliários e da Lei das Instituições Financeiras Lei n.º 13/05, de 30 de setembro. Trata-se de instrumentos que representam o passo inicial importante na regulação e estrutura do mercado de valores mobiliários e instrumentos derivados. Em 2015, procedeu-se uma reforma no Sistema Financeiro Nacional, que permitiu a entrada em vigor do código de valores mobiliários (aprovado pela Lei n.º 22/15, de 30 de agosto), e da Lei de Bases das Instituições Financeiras (Lei n.º 12/15, de 17 de junho). Em conformidade com os objetivos e princípios para a regulação de valores mobiliários, estabelecidos pela organização internacional das comissões de valores (IOSCO).

2.1.1. A Comissão do Mercado de Capitais

A comissão do Mercado de Capitais (CMC), criada em 18 de março 2005 sob o Decreto n.º 9/05. A sua atividade é enquadrada na Lei 12/05, de 23 de setembro de 2005 (LVM- Lei dos valores Mobiliários) e pela Lei n.º 13/05 de 30 de setembro de 2005 (LIF- Lei das Instituições Financeiras). É uma pessoa coletiva de direito público, dotada de personalidade jurídica e autonomia administrativa, financeira e de património próprio, sujeita á superintendência do presidente da república e à tutela do Ministério das Finanças.

A comissão do Mercado de Capitais (CMC) tem como missão a regulação, supervisão, a fiscalização e incentivo a promoção do mercado de valores mobiliários e das atividades que envolvem todos os agentes que nele intervenham, direta ou indiretamente, nos termos do decreto presidencial nº 54/13, de 06 de junho (Estatuto Orgânico da CMC).

A comissão do Mercado de Capitais (CMC) tem desempenhado um intenso trabalho com vista a promover o mercado de capitais, para tal foram levadas a cabo reformas no sistema jurídico-financeiro do país, o que culminou na entrada em vigor das importantes leis estruturantes entre outros instrumentos legais cruciais para melhoria da regulação e supervisão do mercado. Cabe aqui referenciar as atividades com vista ao incremento dos níveis de literacia financeira da população angolana, dos quais destacamos a implementação do programa operacional de preparação das empresas nacionais para o mercado acionista (POPEMA), bem como protocolo de colaboração institucional com o ministério do ensino superior que visa implementar a formação e informação sobre o mercado de capitais no subsistema do ensino superior.

Atualmente encontra-se registadas na CMC, quarenta e cinco instituições, das quais destacamos; (1), sociedade gestora de mercados regulamentados, (5) sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo (SGOIC), (7) organismos de investimento coletivo (OIC), (3) sociedades corretoras de valores mobiliários (SCVM), (5) Peritos Avaliadores de Imóveis de Organismos de Investimento Coletivo (PAIOIC), (1) Entidade Certificadora de Peritos Avaliadores de Imóveis, (14) Agentes de intermediação, (5) auditores externos.

2.1.2. A Bolsa de Dívida e Valores de Angola SGMR, SA

O processo de institucionalização da sociedade gestora de mercados regulamentados iniciou-se pela nomeação da sua comissão instaladora, pelo Despacho Presidencial 43/13, de 3 de maio, com objetivo de estruturar o modelo de negócios e contratar a plataforma tecnológica de suporte á atividade, os resultados culminaram na autorização de constituição da sociedade de capitais exclusivamente públicos, designada por Bolsa de Dívida e Valores de Angola, SGMR, SA Criada pelo decreto presidencial 97/14 de 07 de maio de 2014 é entidade gestora do mercado regulamentado, cujas responsabilidades de assegurar transparência, eficiência e segurança das

transações no mercado de valores mobiliários, tem como objetivo estimular a participação de pequenos investidores e a concorrência entre todos os operadores do mercado, desempenhando assim um importante papel sistémico no mercado financeiro angolano.

A sessão inaugural do Mercado de Dívida Pública na Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA), ocorrida no dia 19 de dezembro de 2014, constitui o facto mais marcante para os mercados de valores mobiliários em Angola, no âmbito das suas atividades foram admitidos até ao momento quinze membros de liquidação e negociação, representados maioritariamente por bancos perfazendo um total de treze e duas corretoras como membros de negociação, neste sentido, todo e qualquer investidor que pretenda transacionar títulos de dívida do estado angolano, deverá fazê-lo através dos intermediários financeiros licenciados pela CMC e registados na BODIVA.

Destacamos aspetos mais relevantes da BODIVA de modo a proporcionar a todos os operadores condições técnicas e operacionais e consequente promoção e desenvolvimento do mercado; Ligação aos subsistemas SIGMA e SPTR¹, essencial para a concretização do processo de liquidação física e de subcustódia dos títulos do tesouro negociados em mercado regulamentado, assim como do processo de liquidação financeira; O lançamento da Central de Valores Mobiliários de Angola (CEVAMA), unidade orgânica da BODIVA responsável pela custódia, liquidação e compensação dos títulos transacionados nos mercados regulamentados; Instalação e parametrização da plataforma SIMER negociação – Sistema Integrado de Mercados Regulamentados e a conexão/ligação de dez membros a plataforma.

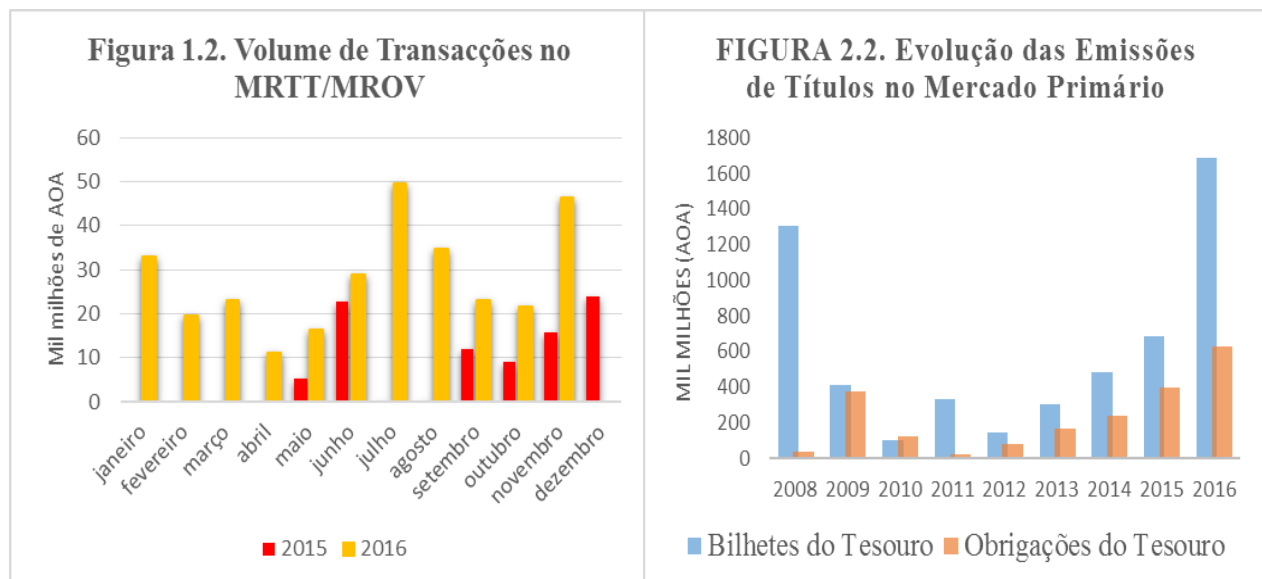
Estrutura e Funcionamento

Os tipos de mercado geridos pela BODIVA, são o 1- mercado de bolsa e 2- o mercado de balcão organizado.

- 1- Mercados de Bolsa;** é o mercado regulamentado onde os requisitos mínimos de admissão à negociação de valores mobiliários são regulados por Lei, são admitidos unicamente valores mobiliários escriturais que estejam integrados no sistema centralizado. Sendo que um dos seus segmentos o Mercado de Bolsa de Títulos de Tesouro (MBTT), foi inaugurado à 15 de novembro de 2016.

¹ Sistema de Pagamento em Tempo Real

2- Mercado de balcão organizado; inaugurado em dezembro de 2014 é o mercado regulamentado onde a admissão à negociação de valores mobiliários é regulada por Lei. O Mercado de Registos de Operações sobre Valores Mobiliários (MROV) é assim um segmento do Mercado de Balcão Organizado, que se destina exclusivamente ao registo de operações previamente realizadas, mas não liquidadas, de quaisquer tipos de valores mobiliários que não estejam admitidos à negociação noutros segmentos de mercados BODIVA, anteriormente conhecido por Mercado de Registo de Títulos do Tesouro (MRTT), registando a sua primeira operação em maio de 2015. Com efeito, entre maio e dezembro de 2015, o volume de negócios atingiu um montante total de 104 mil milhões de Kwanzas², já em 2016 o mercado seguiu uma trajetória ascendente, foram registados negócios na ordem dos AOA 126,47 mil milhões, associado ao aumento do número de membros participantes na BODIVA e o aumento do endividamento por parte do estado Angolano. Segundo os dados da BODIVA referente a liquidez, verificou-se um aumento no rácio de títulos emitidos sobre o stock da dívida de 0,3%, em maio para 4,4%, em dezembro, o que revela um potencial de crescimento do mercado.



Fonte: elaboração própria com base nos relatórios de negociação da BODIVA e BNA.

² Ver relatórios de negociação, BODIVA

Atualmente, os principais instrumentos negociados na BODIVA são os títulos do tesouro (Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro), cujo objetivo principal é o financiamento do estado angolano. Quanto aos Bilhetes do Tesouro são os títulos de dívida pública de curto prazo colocados no mercado primário, em regime de leilão, pelo BNA, e com os seguintes prazos: 91, 182 e 364 dias, relativamente as taxas de juro em maio de 2015 situaram-se em 4,50%, 5,38%, 5,54% respetivamente, com uma considerável variação no período homólogo de 2016 em que se situaram em 14,89%, 17,72%, e 18,96% respetivamente. No que diz respeito as Obrigações do Tesouro, representam títulos de renda fixa de médio e longo prazo, emitidos pelo estado. As taxas de juro médias para maturidade de 2, 3, 4, e 5 anos, em 2015 situaram-se em 7%, 7,25%, 7,50, 7,75%, respetivamente, com uma variação negativa de 0,2 p.p na maturidade de 5 anos em 2016.

Neste contexto, o tesouro emitiu em 2016 um total de AOA 1,689 mil milhões bilhetes do tesouro e em relação as obrigações, foram emitidas AOA 625,179 mil milhões. Apesar de representar um valor inferior de emissão em relação as BTs, conforme mostra figura 2.2, importa salientar que segundo os relatórios de negociação da BODIVA, as obrigações representam o maior número de transações em bolsa.

Em síntese, o crescimento sustentável depende da existência de um conjunto completo de instituições financeiras e novos negócios bem-sucedidos necessitam de fontes eficientes de financiamento, para apoiar o crescimento do sector público-privado. Considera-se crucial a presença de mais investidores institucionais e intermediários financeiros, que são potenciais titulares destes instrumentos.

2.2. O Mercado de Capitais África do Sul

O mercado de capitais, surgiu da necessidade de mobilizar recursos para o financiamento da indústria mineira, classificada em 1º lugar em termos de regulamentação das bolsas de valores, pelo Fórum Económico Mundial (WEF), no seu relatório de competitividade global 2014-2015, projetando uma imagem sólida do mercado e um ambiente seguro e credível para se investir.

Bolsa de Valores de Johannesburg (JSE), fundada em 1887, sob a primeira legislação dos mercados financeiros em 1947, supervisionada pelo Conselho de Serviços Financeiros (FSB), criado ao

abrigo de 1990, com objetivo de supervisionar as atividades do sector financeiro. Atualmente classificada como a 19ª maior bolsa de valores do mundo por capitalização de mercado e a maior bolsa do continente Africano. Constituído por dois mercados eficientes primário e secundário. Através de uma gama diversificada de instrumentos, apoiados por serviços de baixo custo. Existem mais de 500 empresas listadas em bolsa, com dois índices de referência o FTSE/JSE All Share Índice, representa 99% da capitalização de mercado e FTSE/JSE Top 40 Índice. A JSE, empenha-se na atualização e modernização tecnológica de negociação, compensação e liquidação, permitindo uma maior liquidez dos títulos.

Fatores de desenvolvimento

Necessidade de financiar o investimento no sector mineiro; liberalização do mercado; tecnologia, disseminação de informação; igualdade de tratamento entre empresas nacionais e estrangeiras domiciliárias; diversificação de produtos; existência de intermediários especializados; elevada participação de investimento estrangeiro, eficácia dos conselhos de administração a prestação de contas e normas de auditoria, forte proteção dos interesses dos acionistas minoritários, constituem pontos fortes deste mercado.

Políticas Adotadas

Impulsionar o investimento através de sectores com maior intensidade do trabalho (com especial atenção à criação de emprego para jovens); foi criada a associação de poupança e investimento da África do Sul (ASISA), cujo objetivo estratégico promover uma cultura de poupança e investimento na África do sul, bem como a missão de criar um quadro regulamentar simples e eficiente que promova a poupança e investimento.

2.3. O Mercado de Capitais Nigéria

A Bolsa de Valores da Nigéria (NSE), em março de 2016 ocupava o 2º lugar como maior bolsa de África em valor de mercado, tendo 37% das maiores empresas Nigerianas listadas. Segundo os dados da NSE, em março de 2016 contava com 207 membros ativos de transação, 184 companhias listadas, 189 mercado de ações, 63 mercado de obrigações. A transparência, o monitoramento ativo das autoridades reguladoras, serviços de custódia e corretagem de alta qualidade e a modernização dos sistemas de negociação, a inovação, inclusão financeira, são alguns fatores que estão na base do sucesso do mercado Nigeriano. Segundo os dados da NSE³, o crescimento do sector privado tem sido impulsionado pelo mercado de capitais e consequentemente a criação de mais empregos, a contribuição deste sector para o emprego é de 98.4%. Os mercados são regulados e supervisionados pela Comissão de Valores Mobiliários (SEC).

Fatores de Desenvolvimento

Maior ênfase em capacitar a população através de programas de educação financeira; Criação do quadro de competências do mercado, com vista a facilitar certificação e educação contínua dos participantes em qualquer das suas funções relacionadas com o mercado; Introdução de novos produtos; mão-de-obra qualificada; redução da carga fiscal que incide sobre os rendimentos de dívida e do capital próprio; em 2013 foi implementada a plataforma de negociação X-GEN⁴; lançamento do sistema de avaliação de governança corporativa Corporate governance rating system (CGRS); criação do fundo de proteção ao investidor, cujo objetivo é de compensar os investidores que sofrem perdas pecuniárias, decorrentes de insolvência, falência ou negligência.

³ Relatório NSE, maio 2016

⁴ Motor mais rápido de negociação na África, sistema de negociação desenvolvido pela NASDAQ OMX

Políticas Adotadas

A criação da comissão de promoção do investimento da Nigéria (NIPC)⁵; Alteração da Lei do imposto sobre o rendimento das empresas, com finalidade de incentivar os investidores e empresários; Incentivos fiscais, a isenção de impostos a diversos sectores, principalmente á empresas em estágio inicial; Acordos de dupla tributação, com vista a proporcionar alívio da dupla tributação em matéria de impostos incidentes sobre lucro tributável na Nigéria e quaisquer impostos de carácter semelhantes imposta pela lei do país em causa; Acordos bilaterais de promoção e proteção dos investimentos com países que fazem negócio com a Nigéria, de modo a garantir a segurança do investimento das partes contratantes em caso de guerra, revolução e outros, também garante aos investidores a transferência de interesses, dividendos, lucros e outros rendimentos, bem como indemnização por desapropriação ou perda; Liberalização da estrutura de propriedade, o que implica que os estrangeiros podem agora possuir 100% das ações em qualquer empresa, em oposição ao regime anterior de 60% a 40% a favor dos Nigerianos.

Rating Soberano

A segurança e os riscos das obrigações e de outros títulos de dívida são elementos importantes a ter em consideração, as perspetivas para Angola são negativas, a avaliação dada pela Moody's, é de B1 abaixo da avaliação anterior Ba2, já para a S&P e Fitch é de B, isto deve-se a crise financeira, económica e cambial decorrente da quebra das receitas da exportação de petróleo. A Nigéria foi revista em baixa embora com perspetiva estável, devido a desaceleração do crescimento da economia com previsões de recessão segundo dados do FMI para 2016, como consequência da crise cambial causada pela queda dos preços do petróleo e a ameaça contínua de terrorismo. A África do Sul, embora recebe a classificação mais elevada em relação os países em análise, de Baa2 e BBB-, as perspetivas são negativas, por consequência da desaceleração do crescimento e pelo aumento dos deficits orçamentais, provocado pela contração do sector de mineração e pela queda dos preços das commodities.

⁵ [Www. nipc.gov.ng](http://www.nipc.gov.ng)

Tabela 1.2. Resumo da Estrutura e Funcionamento das Bolsas e Rating Soberano.

	Angola	África do Sul	Nigéria
Nome da bolsa	BODIVA	JSE	NSE
Ano	2014	1887	1961
Natureza jurídica	Pública	Privada	Privada
Ent. Supervisora /reguladora	Comissão do Mercado de Capitais (CMC)	Conselho de Serviços Financeiros (FSB)	Comissão de Valores Mobiliários (SEC)
Instrumento legal	Código de valores mobiliários (CodVM) Lei n.º 22/15, de 31 de agosto; Lei de Base das Instituições Financeiras (LBIF) Lei n.º 12/15, de 17 de junho.	Lei dos Valores Mobiliários (Lei n.º34 de 2004); Lei dos Mercados Financeiros n.º 19 de 2012 (FMA).	Lei n.º 29 de 2007 de investimentos e valores mobiliários (ISA); regras (SEC) de 2013;
Estrutura	Mercado secundário de dívida pública; mercado de bolsa e o mercado de balcão organizado	Mercado primário e secundário composto por 5 mercados: de ações e obrigações, derivativos financeiros, mercadorias, derivativos da taxa de juro e currency derivatives	Mercado de Obrigações e ações; main board, premium board e o mercado de valores mobiliários alternativo (ASEM)
Emitentes	Governo Angolano	Empresas de diversos ramos (nacional e internacional)	Empresas de diversos ramos (nacional e internacional)
Principais produtos	Instrumentos de dívida pública	Ações, Instrumentos de dívida, derivativos	Ações, instrumentos de dívida e ETFs
Intermediários financeiros	Bancos e corretoras	Corretores	Corretoras e consultores de investimento
Investidores	Individuais e institucionais	Individuais e institucionais	Individuais e institucionais
Sistema de negociação	Eletrónico	Eletrónico	Eletrónico
Compensação e liquidação	D+1	T+3	T+3
RATING SOBERANO 2015			
Moody's	B1	Baa2	B1
S&P	B	BBB-	B
Fitch	B	BBB-	B+

Fonte: FMI, Trading Economics, relatórios BODIVA, NSE e FSE.

Capítulo III. Revisão de Literatura

Neste capítulo pretende-se efetuar uma abordagem geral com base em estudos de diferentes autores sobre o desenvolvimento mercado de capitais e sua importância para a economia.

3.1. O Mercado de Capitais – Visão Geral

Embora não se consiga precisar com exatidão, a literatura sugere que o mercado de capitais surgiu no século XIX, como consequência da revolução financeira. Segundo Nóbrega, *et. al.* (2000) o mercado de capitais desenvolveu nos EUA, atualmente, tornou-se o centro do sistema financeiro Americano, o financiamento de segmentos importantes da economia Americana depende dos mercados de capitais tendo como exemplos a agricultura, que teve um sistema de financiamento criado pelo governo em 1916 para atender à demanda dos agricultores por crédito, especialmente de longo prazo, não satisfeita pelo sistema bancário.

Entretanto segundo BM&FBovespa, (2010) o mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos, é constituído pelas bolsas de valores, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. E tem como principal função canalizar poupança para o investimento, APDMC, (1992). Uma visão semelhante é partilhada por Pinheiro (2012), o mercado de capitais é um conjunto de instituições que negociam valores mobiliários, com o objetivo de canalizar os recursos financeiros dos agentes com excesso para os agentes com necessidades de financiamento que, por regra, se posicionam como vendedores de títulos. Desempenha as seguintes funções; mobilização de poupança e alocação de capital; aumento das alternativas de financiamento das empresas; redução do custo global de financiamento; a diversificação e distribuição dos riscos entre aplicadores; a melhoria da governação corporativa.

Yartey e Adjasi, (2007) identificam o mercado de capitais, como uma instituição que contribui para o crescimento socioeconómico e desenvolvimento das economias emergentes e desenvolvidas que é possível através do seu importante papel vital, de canalizar recursos para investimentos rentáveis, promover reformas para modernizar os sectores financeiros e intermediação financeira, a capacidade de ligar o deficitário ao excedentário da economia é uma verdadeira ferramenta na mobilização, crescimento e eficiência da economia. Nóbrega, *et. al.*, (2000) argumentam que além

dos efeitos macroeconômicos na alocação de recursos, o mercado de capitais particularmente, possui uma peculiaridade de proporcionar um aumento da eficiência microeconômica nas empresas. Portanto o mercado de capitais é poderoso instrumento de desenvolvimento econômico e social. Sendo mercados de capitais a forma mais eficiente de captar poupança e direcioná-la para as atividades mais produtivas. Setores que vivem em insuficiência de recursos estáveis e de custos adequados, podem e devem ser impulsionados por um mercado de capitais amplo, vigoroso, acessível e competitivo.

Noruwa e Niyi A, (2015) referem que o mercado de capitais é obviamente crucial para o desenvolvimento econômico da nação, ajudam no financiamento da diferença de poupança-investimento, bem como financiar outras atividades que podem resultar em crescimento econômico. Os autores enumeram a ligação do mercado de capitais ao crescimento e desenvolvimento económico da seguinte forma: (1) Mercado de capitais aumenta a proporção de poupança de longo prazo; (2) fornece o capital próprio e capital de desenvolvimento de infraestrutura; (3) promove parcerias público-privadas para incentivar a participação de empresas privadas em investimentos produtivos; (4) e também atrai investidores em títulos estrangeiros.

O desenvolvimento do mercado de capitais está na raiz da expansão de economias saudáveis. Para Mocellin e Garlipp, (2007) um mercado de capitais forte pode contribuir para o crescimento econômico, visto que nele as empresas podem encontrar uma alternativa viável para financiar sua expansão, porém a transparência é importante para a credibilidade do investidor, esses acreditam que seus investimentos estarão bem protegidos por companhias com boa governança que respeitem os direitos dos acionistas. Para qualquer mercado em crescimento, as práticas de boa governança são fundamentais, os autores concluem que, para o desenvolvimento do mercado de capitais é importante o incentivo à governação corporativa e a preocupação com o investimento produtivo.

Neste contexto, o sucesso de um mercado financeiro depende, em boa parte da liquidez que proporcionar aos ativos nele transacionados, é destacada a confiança dos investidores e dos emitentes que parece ser uma condição necessária de desenvolvimento dos mercados. No entanto a eficiência de um mercado engloba aspetos como eficiência operacional e a eficiência de informação, APDMC, (1992).

Desta forma, Nóbrega, *et. al.*, (2000) concluem que a liquidez, transparência e facilidade de acesso são atributos básicos neste mercado, portanto o desenvolvimento do mercado de capitais depende

de mudanças culturais, reformas complexas, fortalecimento da transparência do mercado, com o aperfeiçoamento da estrutura regulatória, desenvolvimento de campanha institucional visando tanto difundir os benefícios econômicos e sociais do mercado de capitais como uma evolução na mentalidade empresarial em prol de uma compreensão dessas vantagens. entretanto APDMC, (1992), sugere que para o desenvolvimento do mercado é necessário medidas para eliminar as restrições de liquidez do mercado; eliminação do excesso de burocracia e a formas de tributação que entram níveis normais de atividade econômica; baixo custo de transação que permitirão maior volume e conseqüentemente, maior estabilidade de preços originado custos de capital mais baixo; a introdução de novos produtos que contribuem certamente para alguma reanimação do mercado; benefícios fiscais podem e devem ser usados desde que estes estejam claros e objetivos; criar condições permitam a competitividade dos mecanismos de transferência de poupança para investimento.

Bonin e Wachtel, (2003) pontam alguns fatores que inibem o desenvolvimento do mercado de capitais, a falta de transparência na reestruturação das empresas; contabilidade e divulgação inadequadas que tornam impossível monitorar o uso de fundos e ausência de um quadro jurídico que defina claramente dos direitos dos credores. Portanto o mercados de capitais são mercados em que se transaciona antes de tudo informação, a celeridade com que a informação está disponível, a divulgação que lhe é dada e a sua qualidade condicionam decisivamente o desenvolvimento do mercado, APDMC, (1992). Pois um mercado de capitais ativo e eficiente pode transmitir informações precisas sobre o valor e podem servir para canalizar poupança doméstica e internacional para investimentos produtivos além disso, através do acompanhamento apropriado nas decisões gerenciais, pode ajudar a garantir o comportamento eficiente (maximização do lucro) das empresas.

O mercado de capitais, especificamente o mercado de ações, desempenha um papel importante para o crescimento econômico, portanto é necessário iniciar políticas para fomentar o crescimento e o desenvolvimento a medida que os países liberalizam os seus sistemas financeiros, para promover o desenvolvimento do mercado os países podem incentivar o investimento através de políticas adequadas. Yartey, (2008).

Um exemplo de medidas que contribuíram para o desenvolvimento do mercado de capitais é dado por Mota, (1986) num período em que Portugal atravessava uma grande instabilidade política,

económica e social, os mercados de títulos encontravam-se completamente paralisados, as bolsas estavam encerradas e sobre tudo a desconfiança e receio dos investidores na aquisição dos títulos era total. No entanto para incentivar o crescimento do mercado de títulos os sucessivos governos atuaram da seguinte forma; em relação ao mercado primário, mantiveram um certo fluxo regular de alimentação de novas emissões, o que revelou-se bastante benéfico, porque era o estado que surgia como garante das emissões, não só permitiu um rápido escoamento das novas emissões, justificado pelo excesso de liquidez dos numerosos investidores institucionais e as limitadas alternativas de aplicação de fundos existentes, como também contribuiu para uma maior confiança no mercado. No que concerne ao mercado secundário destacamos a introdução dos principais mecanismos de funcionamento do mercado (legislação reguladora). Destacamos a entrada no mercado de novas entidades, a diversificação dos títulos existentes que constituíram o primeiro passo para uma maior amplitude das alternativas de investimento disponíveis, incentivou a criação de uma procura regular dos títulos, por estas oferecerem rendimentos bem mais elevados do que os proporcionados pelos depósitos á prazo, a isenção generalizada de impostos, concedidas a estas emissões contribuiram para aumentar o rendimento real dos títulos e criar certa imagem de paraíso fiscal. O arranque do mercado primário das ações, e concessão de incentivos fiscais á aquisição de ações, observou-se um enorme crescimento nos mercados.

Contudo um mercado de capitais eficiente no seu funcionamento lhe permite contribuir para o crescimento económico. O desenvolvimento deste mercado pode contribuir positivamente para a redução da pobreza e distribuição da renda, e portanto, para a estabilidade macroeconómica. Torre e Schmukler, (2007).

Desta forma para analisar os fatores de desenvolvimento de um determinado mercado de capitais, A literatura sugere que o ambiente macroeconómico sólido, sector bancário bem desenvolvido, instituições transparentes e responsáveis, proteção dos acionistas, são condições prévias necessárias para o funcionamento eficiente dos mercados. Yartey e Adjasi, (2007).

Deste mesmo modo, Yartey, (2008) no seu estudo empírico, concluiu que, a liquidez do mercado de ações, fatores macroeconómicos que incluem nível de renda, poupança e investimento, estabilidade macroeconómica, fluxos de capital e o crédito bancário, fatores institucionais que incluem risco político, qualidade burocrática, lei e ordem, corrupção e responsabilidade democrática, são determinantes importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais, são

significativas e tem efeito positivo sobre o mercado. No caso particular da África do Sul, para além dos fatores atrás mencionados, o desenvolvimento precoce dos fundos de pensões e das seguradoras, tem um papel importante no desenvolvimento de uma base sólida de investidores institucionais, o que provavelmente explica o elevado desenvolvimento do mercado de capitais neste país. Demirguc-Kunt e Levine (1996), examinaram a relação do desenvolvimento do mercado de capitais e o desenvolvimento dos intermediários financeiros, chegaram a conclusão que a maioria dos indicadores do mercado de ações está altamente correlacionado com o desenvolvimento dos intermediários financeiros.

Por outro lado, El-Nader e Alraimony, (2013) estudaram as causas do desenvolvimento do mercado de capitais na Jordânia, usando as variáveis M2/PIB, valor total negociado em relação ao PIB, formação bruta de capital /PIB, Índice de preços ao consumidor (IPC) e o crédito ao sector privado/PIB, resultados demonstram que essas variáveis têm influencia positivas e consideráveis sobre o desenvolvimento do mercado.

Entretanto, O. Janet e Radzewicz-Bak (2009), Analisaram os determinantes do desenvolvimento do mercado obrigacionista, em 23 países da África Subsaariana, os determinantes incluem estrutura da economia, perfil de investimento, lei, ordem, dimensão do sector bancário, nível de desenvolvimento económico e vários fatores macroeconómicos. Os resultados mostram que a restrição de poupança é um impedimento fundamental para o desenvolvimento do mercado de obrigações domésticas desses países. Da mesma forma, Guscina, (2008) chega a conclusão que ambiente macroeconómico instável, instituições e clima político incerto dificultam o desenvolvimento do mercado de dívida interna.

Fazendo referência aos indicadores de desenvolvimento do mercado de capitais, segundo Demirgüç-Kunt e Levine (1996), o desenvolvimento do mercado pode ser mensurado com base nos seguintes índices: (1) Tamanho do mercado do mercado acionista: Medido pela taxa de capitalização de mercado (valor de mercado das ações dividido pelo PIB); e o número de empresas listadas na bolsa; (2) Liquidez: é mensurada por uma série de indicadores, como razão do valor total das ações transacionadas/PIB; (3) rácio de rotatividade (turnover), que representa o valor total das ações transacionadas dividido pela capitalização de mercado; Concentração: participação das 10 maiores companhias na capitalização de mercado; (4) Volatilidade: Desvio padrão do retorno de mercado das ações nos últimos 12 meses.

Segundo o World Bank (2007), as pré-condições e premissas para o bom funcionamento e desenvolvimento do mercado, particularmente o mercado secundário de títulos públicos são; a existência de alternativas que aumentam o numero de participantes, mesmo em momentos de maior volatilidade, possibilitando a saída de posições desfavoráveis em condições competitivas; Uma base ampla e diversificada de investidores e agentes financeiros; A presença de investidores não residentes, os quais, em geral, apresentam a capacidade de negociar títulos mais longos; A existência de um mercado de balcão representativo; O uso de sistemas eletrônicos; e por fim a existência de regras claras de conduta, as quais previnem a fraude e a manipulação do mercado. Permitem avaliar os ativos financeiros de forma transparente e eficiente, melhorar a gestão do risco, elevar o nível de liquidez e promover o mercado primário.

Um último parágrafo deve ser dispensado, ao estudo do Júlio, (2016) sobre o grau de literacia financeira da população Angolana, para análise foi feito um inquérito com objetivo de apurar os conhecimentos da população sobre o mercado de capitais, capacidade de planeamento e hábitos de poupança, definiu-se uma amostra de 600 indivíduos, residentes em Luanda. O estudo mostra que, 65% dos investidores particulares receia participar no mercado de capitais, por diversos fatores; a falta de confiança na transparência das empresas e bancos, pela escassez e restrição de informação das instituições e fraca gestão corporativa; a pouca cultura financeira, falta de conhecimentos dos produtos transacionados em bolsa, suas vantagens e riscos; os rendimentos auferidos só cobrem as necessidades básicas, conseqüentemente insuficiente poupança; indivíduos com maior grau de escolaridade estão mais dispostos a investir na bolsa.

Capítulo IV. Metodologia e Dados

O objetivo do presente capítulo consiste em mostrar o método e dados utilizados na dissertação, que visa analisar os determinantes de desenvolvimento do mercado de capitais em Angola, que constitui a principal questão da nossa pesquisa, contudo serão apresentadas justificações das variáveis escolhidas e dos países em análise.

O método de procedimento utilizado para dar resposta a pergunta de investigação é o estudo de caso, o qual permite estudar um fenómeno no seu contexto de vida real, examinar os dados recolhidos que podem incluir informação qualitativa e quantitativa, de modo a obter um conhecimento mais profundo sobre o tema. Os dados foram obtidos nas bases de dados do World Economic Outlook (2017) do FMI, do Banco Mundial, da Associação Africana de Bolsas de Valores (ASEA), Guia internacional de risco País (ICRG)⁶, Indicadores de Competitividade Global (GCI) do Fórum Económico Mundial (WEF).

Neste contexto, usamos como principais referências de investigação as obras dos autores Garcia e Liu (1999), La porta *et. al.* Yartey e Adjasi (2007), Yartey (2008) e para avaliar as áreas de interesse a serem atendidas, levamos em conta os critérios usados em vários guias internacionais. Fizemos referência ao relatório de competitividade global em África 2014/2015, aos relatórios de facilidade de fazer negócios do Banco Mundial, bem como consulta extensa da informação pública (relatórios e contas), dos órgãos reguladores e governamentais dos países em análise. Relativamente a amostra utilizada é composta por dados anuais num horizonte temporal de 2000-2016.

O relatório de competitividade global em África 2014-2015⁷, resulta da colaboração entre o Fórum Económico Mundial, o Banco Mundial, OCDE e Banco Africano de Desenvolvimento. Oferece aos usuários um conjunto de dados sobre uma ampla gama de indicadores de competitividade para um número record de 148 economias, os dados utilizados são obtidos a partir principais fontes

⁶ Indicadores referente a última atualização junho 2016

⁷ <https://www.weforum.org/>

internacional bem como pesquisa de opiniões de 13.000 líderes empresariais sobre temas relacionados com a competitividade nacional. O relatório apresenta os rankings do índice de competitividade global (GCI), é baseado em 12 pilares de competitividade, proporcionando um quadro abrangente da competitividade em países de todo mundo em diferentes estágios de desenvolvimento económico, destacando os pontos fortes e fracos competitivos para cada um dos 148 países.

Guia Internacional de Risco País (ICRG) fornece um conjunto de indicadores de potenciais riscos para as operações de negócios, inclui 22 variáveis em três subcategorias de risco; político, financeiro e económico para o universo de 140 países abrangidos pelo sistema, na qual é atribuído um valor numérico para cada componente, a escala é projetada para atribuir maior valor ao menor risco e valor baixo ao risco mais alto. Podendo assim através destes determinar esses indicadores podem afetar os negócios e investimentos agora e no futuro.

A questão dos determinantes para o desenvolvimento do mercado de capitais em África é ampla, no entanto existe um consenso em relação a temática, para os seguintes autores, La porta *et. al.*, (1999), Yartey e Adjasi (2007), Yartey (2008), a estabilidade macroeconómica, o crescimento económico robusto, o sector bancário bem desenvolvido, qualidade das instituições, proteção dos acionistas minoritários, são determinantes cruciais para o funcionamento eficiente e o desenvolvimento do mercado de capitais.

1. Estabilidade Macroeconómica

Um ambiente macroeconómico estável é crucial para o desenvolvimento do mercado de capitais, a volatilidade macroeconómica, agrava o problema das assimetrias de informação e se torna uma fonte de vulnerabilidade para o sistema financeiro, a confiança nas perspetivas económicas de um país são essenciais para investidores privados manterem as suas poupanças na economia nacional, ao invés de procurar formas de leva-las fora do país. Neste contexto, taxas de inflação, PIB per capita, poupança e investimentos podem ser determinantes importantes do desenvolvimento do mercado de capitais, Garcia e Liu (1999).

2. Desenvolvimento Sector Bancário

O desenvolvimento do sector intermediário financeiro pode promover o desenvolvimento do mercado de capitais na África, nas fases iniciais da sua institucionalização o mercado de capitais é o complemento do sector bancário, mercados interbancários líquidos, em grande parte suportados por um sistema bancário eficiente, são importantes para o desenvolvimento da bolsa. Para Demirguc- Kunt e Levine (1996), a maioria dos indicadores dos mercados de capitais está altamente correlacionada com o desenvolvimento do sector bancário. Nesta ordem um aumento de um ponto percentual do sector bancário aumenta o desenvolvimento do mercado de capitais na África por 0.59 p.p. Para medir o desenvolvimento do sector bancário utilizaremos o crédito interno concedido pelo sistema bancário ao sector privado em relação ao PIB, sendo o indicador mais abrangente da atividade dos bancos comerciais, além disso mede a atividade do sistema bancário numa das principais funções: a canalização da poupança para investimento (Yartey, 2008).

3. Qualidade Institucional

A qualidade institucional é crucial para o desenvolvimento do mercado, instituições eficientes e responsáveis, tendem a afetar a capacidade de atração do capital próprio e promover o desenvolvimento do mercado, neste contexto a lei e a ordem, responsabilidade democrática, qualidade burocrática, corrupção, são importantes determinantes do desenvolvimento, visto que reduzem o risco político e aumentam a viabilidade do financiamento externo, (Yartey e Adjasi 2007). Para avaliar este indicador utilizaremos o índice de competitividade global e Guia internacional de risco País (ICRG), especificamente o risco político.

4. Proteção dos acionistas

Outro fator determinante do desenvolvimento do mercado é o nível de proteção dos acionistas, para Shleifer e Vishny, (1997 citado em Yartey e Adjasi 2007) o desenvolvimento do mercado é mais provável em países com forte proteção dos acionistas, porque os investidores não temem tanto a desapropriação, além disso a propriedade em tais mercados pode ser relativamente dispersa, o que

fornece liquidez ao mercado. La Porta *et. al.* (1999) fornecem evidências para a importância da proteção dos direitos das minorias, indicadores de qualidade de proteção dos acionistas, tal como está escrito em leis, eles demonstram que a qualidade da proteção dos acionistas está correlacionada com a capitalização e liquidez dos mercados de ações. Países com baixa qualidade de normas legais e aplicação da lei tem mercados de capital menor e estreito, em contrapartida empresas em países com altas classificações para eficácia dos seus sistemas jurídicos são capazes de crescer mais rapidamente, (Yartey e Adjasi, 2007).

Quanto a escolha dos países em análise, incide no facto de pertencerem a mesma região (África Subsaariana, concorrem para as maiores economias da região, de acordo ao ICG enfrentam alguns problemas semelhantes no ambiente de negócios. Porém em relação ao mercado de capitais a África do Sul e a Nigéria apresentam indicadores bastante evoluídos se comparados com Angola. Contudo procuramos entender os pontos fortes que concorrem para o desenvolvimento dos capitais na Nigéria e África do Sul.

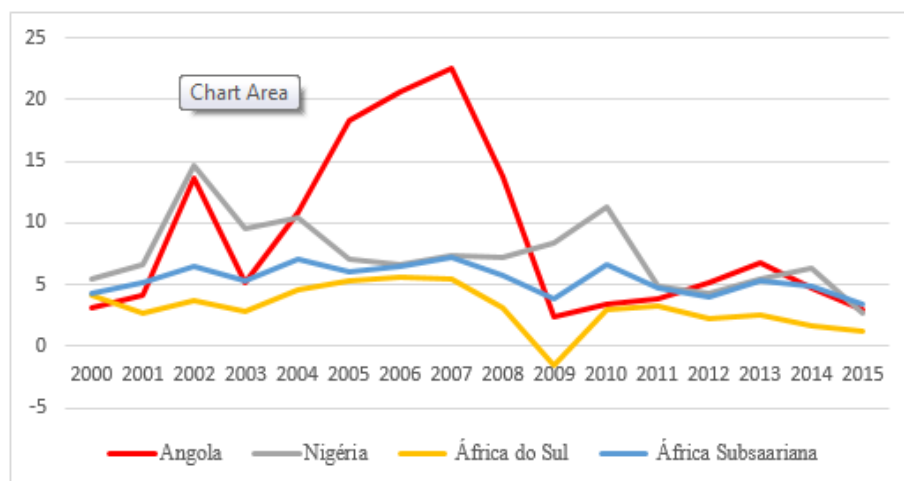
Capítulo V. Análise e Discussão dos Resultados

O principal objetivo deste capítulo consiste em apresentar os resultados que permitem analisar os determinantes de desenvolvimento do mercado de capitais.

1. Estabilidade Macroeconómica

Segundo dados do FMI e do Banco Mundial, entre os anos de 2000 e 2015 a economia angolana registou um crescimento do PIB real em termos médios de cerca de 8,8%, ultrapassando a Nigéria que apresentaram em média um crescimento de 7,3% e a África do Sul que registou um crescimento em média de cerca de 3%. Neste contexto Angola surge com o melhor desempenho comparativamente a Nigéria, África do Sul e mesmo a nível da região da África Subsaariana, isto devido crescimento registado em 2005 a 2008 em que a economia nacional beneficiou de elevados rendimentos provenientes principalmente da exportação do petróleo. Atualmente a economia angolana continua a enfrentar os desequilíbrios macroeconómicos e orçamentais em consequência da queda do preço do petróleo, segundo os dados do ministério das finanças este representa mais de 90% das exportações totais, e mais de 70% receitas fiscais, são notórios os sinais de abrandamento, dados apontam para uma desaceleração do ritmo de crescimento na ordem de 2 p.p face a 2013, passando de 6,8% para 4,8% em 2014 e retarda ainda mais 3% em 2015.

Figura 3.5. Crescimento do PIB real (% Anual)

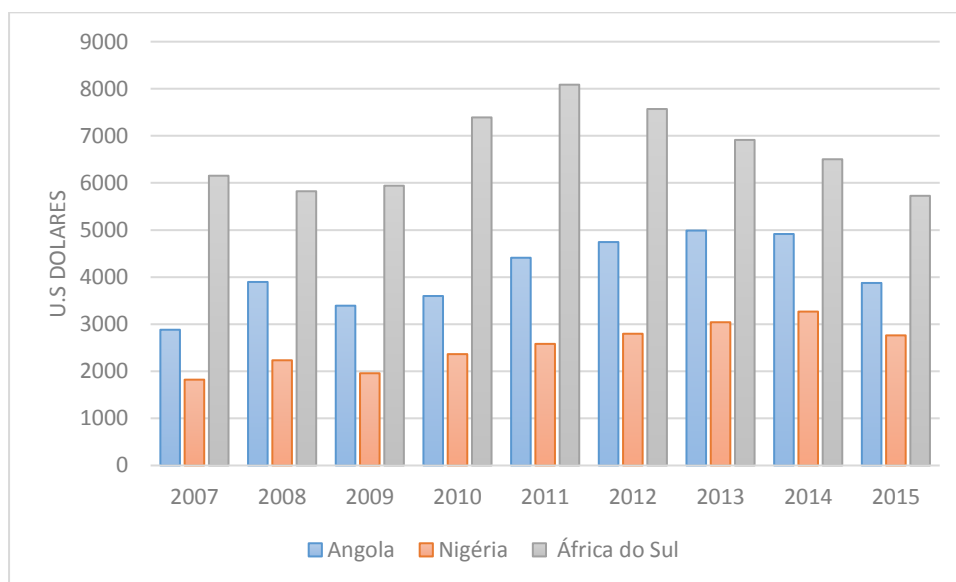


Fonte: FMI

PIB per capita

Estudos empíricos sugerem que a renda real medida pelo PIB per capita, está altamente correlacionada com o tamanho do mercado de ações. Yartey (2008), acrescenta que de acordo com a demanda de hipóteses, a expansão de uma economia criará uma nova demanda por serviços financeiros, tal aumento exercerá pressão para estabelecer maiores e mais sofisticados serviços financeiros para satisfazer a nova demanda. Contudo África do Sul destaca-se entre as economias por apresentar valores significativamente mais elevados, o que difere dos valores de Angola e Nigéria.

Figura 4.5. Evolução do PIB per capita



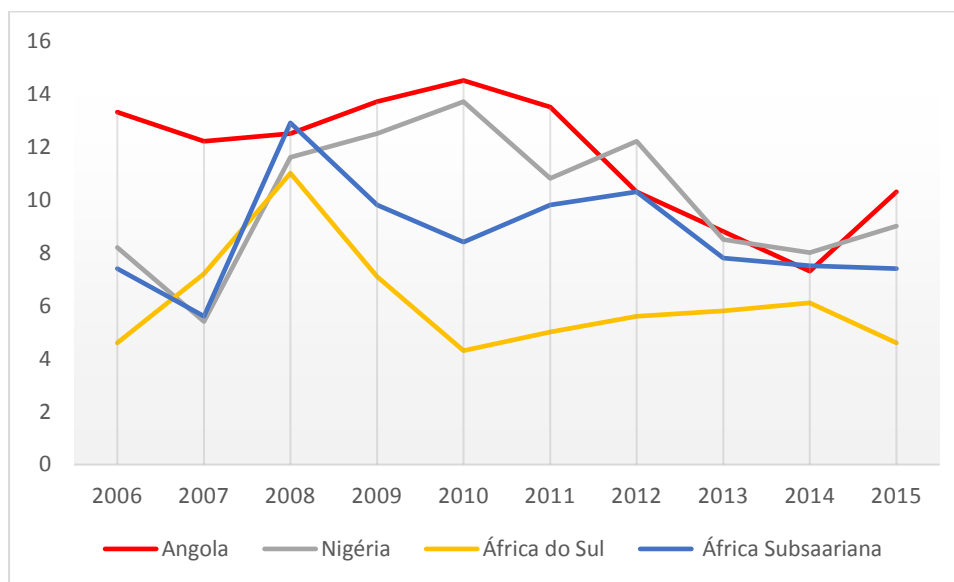
Fonte: elaboração própria base de dados WEO (abril de 2017), FMI.

Taxa de inflação

Relativamente a taxa de inflação, medida pelo índice de preço ao consumidor, Investidores nacionais e internacionais estarão dispostos a investir em mercados onde existem expectativas de inflação baixa, essas entretanto estão mais propensas a contribuir para o desenvolvimento do mercado e o crescimento económico. A taxa de inflação em Angola registou uma tendência

decrecente passando de 13% em 2011 para 7% em 2014 e um aumento considerável de 10% em 2015, devido ao agravamento da crise financeira e cambial decorrente da quebra do preço do petróleo. Na Nigéria a taxa de inflação média para os últimos 10 anos cifrou-se nos 9,9%. A taxa de inflação da África do Sul situou-se próximo do limiar máximo pretendido entre 3% e 6% em 2010-2015.

Figura 5.5. Evolução da Taxa de Inflação



Fonte: elaboração própria base de dados WEO (abril de 2017), FMI.

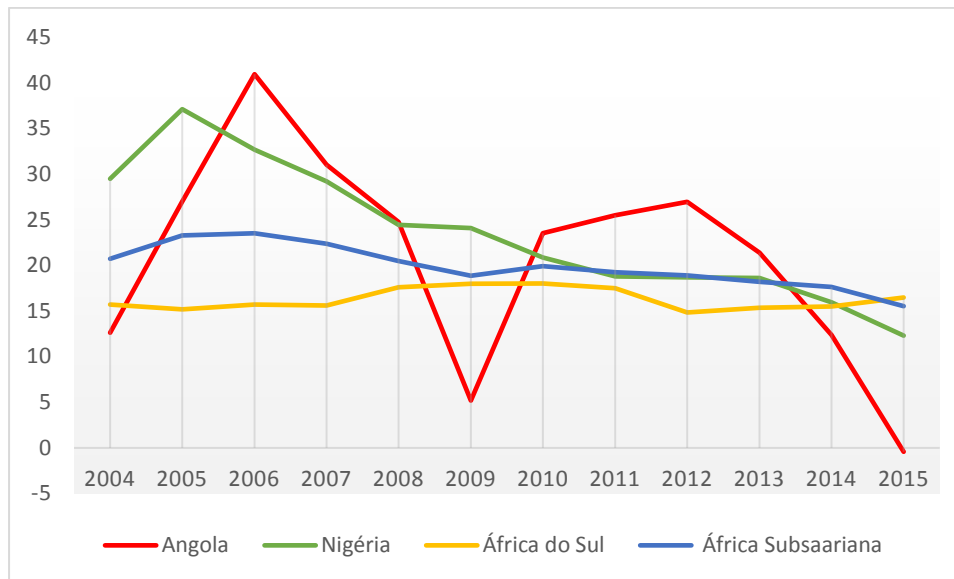
Poupança Nacional Bruta

A poupança Nacional bruta (% PIB), representa a diferença entre o rendimento disponível e o consumo⁸, a intermediação eficiente da poupança para o investimento é essencial, quanto maior é a poupança maior é a quantidade de fluxos de capital no mercado, Yartey (2008). Do lado da poupança Angola apresenta tendência decrescente, de uma participação de 40,94% do PIB em 2006 para um contributo negativo da poupança uma grande queda em 2015 de -0,4% do PIB o mais baixo da última década, a Nigéria segue a mesma trajetória a poupança desceu de 18,79% em 2011

⁸ Conceito utilizado pelo Banco Mundial

para 12% em 2015. Ao contrário a África do Sul seguiu uma trajetória crescente registou 17,5% em 2011, reduziu em 2.p.p em 2012 -2014 e voltou recuperar em 2015 para 16%, do PIB.

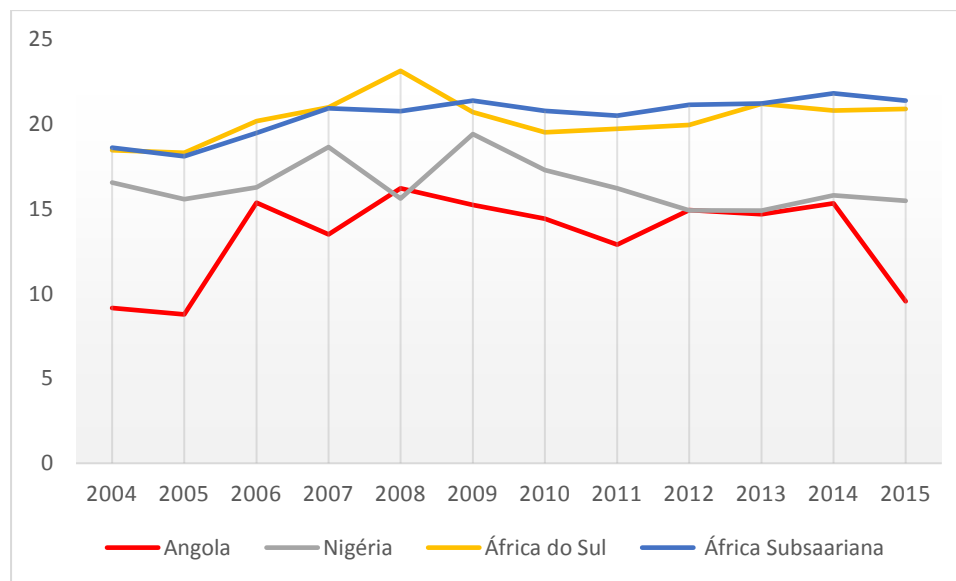
Figura 6.5. Poupança Nacional Bruta em % do PIB



Fonte: elaboração própria base de dados WEO (abril de 2017), FMI.

Investimento Interno Bruto

Contudo, investimento eficiente importa tanto quanto o nível de poupança, Estudos empíricos sugerem que um aumento percentual do investimento interno bruto, aumenta 0,44 p.p no desenvolvimento do mercado de capitais. O investimento total em % do PIB em Angola manteve uma tendência crescente em 2011-2013, em 14,9%, registou um aumento de 0.6 p.p, em 2014, devido ao aumento do número de projetos de investimentos privados aprovados, decresceu para 9.3% em 2015, justificado pela crise financeira e cambial. Por sua vez, África do Sul destaca-se pelos elevados níveis de crescimento do investimento registou um de 20% no período de 2011-2015, já a Nigéria verificou-se um decréscimo de 16% em 2011 para 14,9% em 2013 e voltou a crescer em 2015 em 15% do PIB.

Figura 7.5. Investimento Total em % PIB

Fonte: elaboração própria base de dados WEO (outubro de 2016), FMI.

Em suma, observamos que em períodos de maior crescimento do PIB, Angola registou elevadas taxas de poupança⁹, as elevadas taxas de inflação constituem um risco muito alto para a economia, o que possivelmente representa um ponto fraco na economia angolana. A Nigéria por exemplo tem usado o superavit das suas contas correntes para conseguir níveis de investimento público de mais de 19% do PIB¹⁰. África do Sul, embora registava défice na conta corrente, e o investimento constituía uma parte considerável em relação a poupança, este défice é sustentável a medida que os empréstimos são usados para financiar investimentos que promovam a produtividade.

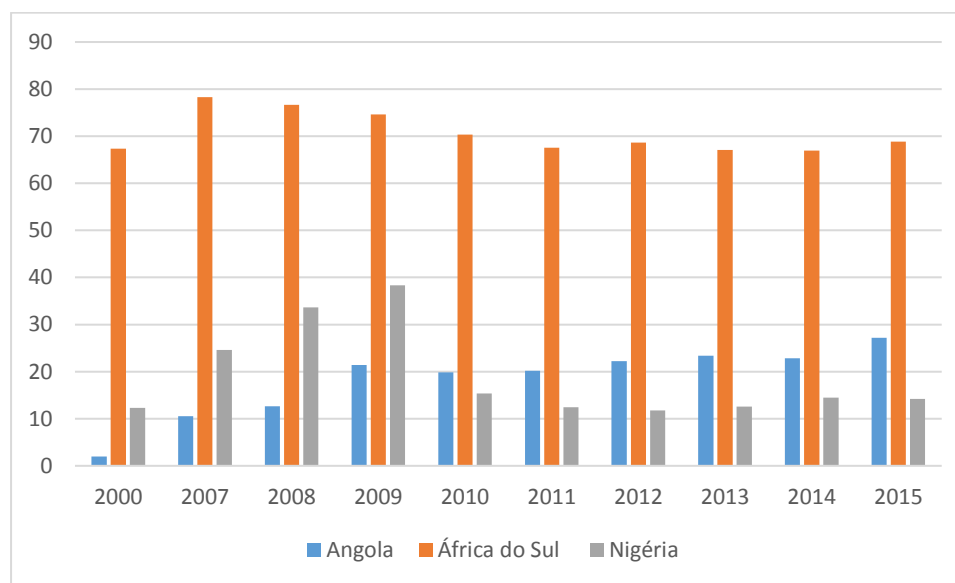
⁹ Nóbrega *et al*, citam o estudo do Banco Mundial sobre a América Latina em que se observou “um ponto percentual de aumento na taxa de crescimento está associado a aproximadamente 0,25 p. p de aumento na taxa de poupança doméstica”.

¹⁰ Ver relatório do Banco Mundial “Angola economic update”.

2. Desenvolvimento Sector Bancário

No quadro a baixo podemos observar o desenvolvimento do sector bancário, análise feita com recurso ao indicador do crédito interno concedido pelo sistema bancário ao setor privado em percentagem do PIB, mostra que Angola apresenta uma tendência ligeiramente crescente, registou em média 20% do PIB entre 2010-2015, evidenciado o frágil desenvolvimento do sector se comparado por exemplo com a África do Sul em que o peso do crédito ao sector privado representa em termos médios mais de 68% do PIB no mesmo período.

Figura 8.5. Crédito Interno Concedido pelo Sistema Bancário ao Sector Privado (%PIB)



Fonte: Banco mundial

3. Qualidade Institucional

A integridade Institucional é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais para enquadrar a confiança dos investidores e aumentar a sua participação. De acordo com o índice de competitividade global, relativamente a qualidade institucional, Angola surge na 143ª posição, sendo o país com a pior classificação, em comparação com a Nigéria e África do Sul, este último

o 2º melhor classificado da África Subsaariana. Quanto a proteção dos direitos de propriedade, incluindo ativos financeiros, Angola ocupa o 141º lugar, o que reflete a fraqueza dos regulamentos, segue a ineficiência no enquadramento jurídico na resolução de litígios (140º), a falta de transparência da elaboração de políticas governamentais (137º), significa que é difícil as empresas obterem informações sobre mudanças nas políticas e regulamentos que afetam as suas atividades, ocorrência frequente de desvios de fundos públicos para empresas individuais ou grupos devido a corrupção (142º), a falta de comportamento ético das empresas na interação com funcionários públicos políticos e outras empresas é classificada pobre entre as piores do mundo (144º), quanto a força das normas de auditoria e relatórios ocupa a posição 141ª, considerada extremamente fraca. Segundo o Guia internacional de risco País a fragilidade institucional e governamental, a instabilidade do governo, a corrupção, fraca responsabilidade democrática e qualidade burocrática colocam Angola no patamar de risco político muito alto o que parece ser um entrave para o desenvolvimento do mercado.

4. Proteção dos acionistas

A tabela 2.5. apresenta os dados referentes a proteção de investidores minoritários, que mede a força da proteção aos acionistas minoritários, os direitos dos acionistas, as garantias de governança e os requisitos de transparência corporativa. A previsão mais básica da abordagem jurídica é que a proteção dos acionistas incentiva o desenvolvimento do mercado financeiro (La porta *et. al.*1999). Verifica-se que África do Sul apresenta as melhores classificações quanto índice da força de proteção do investidor (7) índice de regulação de conflito de interesse (8) e índice do grau de governança corporativa (6), seguindo-se a Nigéria com as classificações para cada indicador 6,5, 7 e 6 respetivamente, enquanto que Angola apresenta as menores classificações para o índice da força de proteção do investidor (5,5) índice de regulação de conflito de interesse (5,3) índice do grau de governança corporativa (5,7), o que reflete a fragilidade do grau de proteção dos acionistas e prejudica o desenvolvimento do mercado. La porta *et. al.* (1999) mostram que os países com uma melhor proteção dos acionistas que inclui não apenas os direitos inscritos nas leis e regulamentações, mas também a eficácia da sua aplicação tem mercados de ações mais valiosos, em grande medida potenciais acionistas financiam empresas porque seus direitos são protegidos por lei.

Tabela 2.5. Indicador da proteção de investidores minoritários¹¹

	Angola	África do Sul	Nigéria
Índice da força de proteção do investidor (0-10 melhor)	5,5	7	6,5
Índice de regulação de conflito de interesse (0-10 melhor)	5,3	8	7
Índice do grau de governança corporativa (0-10 melhor)	5,7	6	6

Fonte: Doing business, Banco Mundial (2017).

Em síntese, o desenvolvimento de um bom sistema legal, tendem a reduzir o risco político que por sua vez têm um impacto significativo no desenvolvimento do mercado, estudos empíricos sugerem que o risco político é positivo e estatisticamente significativo para explicar o desenvolvimento do mercado. As iniciativas para melhorar a integridade das instituições são portanto fundamentais de modo a aumentar o tamanho e a profundidade dos mercados de capitais, pois é necessário um regime regulamentar eficaz, suficientemente robusto para proteger os investidores sem desincentivar a participação dos emitentes, adotar estratégias destinadas a melhorar os padrões éticos de atuação no mercado com objetivo de impulsionar a governança corporativa, melhorar a divulgação e difusão de informação necessária para o investimento, a fim de promover a transparência e evitar a manipulação do mercado por meio de abuso de informação privilegiada ou conflito de interesse. Pois a confiança e segurança em transações no mercado de capitais são necessários de modo a atrair os investidores nacionais e internacionais para o mercado e

¹¹ Metodologia foi inicialmente desenvolvida por Djankov, La Porta *et al* (2008). doingbusiness.org

Índice da força de proteção do investidor minoritário é a média do grau de conflito de interesse índice de regulação e da extensão do índice de governança acionista.

Índice da regulação de conflito de interesse é a média do índice de transparência, o índice da responsabilidade do diretor, e o índice de facilidade de processos dos acionistas.

Índice do grau de governança corporativa é a soma do índice de direitos dos acionistas, índice do grau de governança corporativa e o índice de transparência corporativa.

consequentemente aumentar a atividade de investimento, ainda neste contexto, outro fator crítico é o estado de direito, entretanto mecanismos eficientes e fiáveis de resolução de litígios são fundamentais para garantir a confiança dos investidores. A concessão de incentivos fiscais bem como os não tributáveis é importante para acelerar a participação dos investidores e melhorar as condições para que as empresas de menor crescimento obtenham financiamento.

Capítulo VI. Conclusão, Sugestões Para o Desenvolvimento do Mercado e Para Futuras Investigações

Este estudo apresenta o atual estágio do mercado de capitais em Angola, identifica os fatores determinantes para o seu desenvolvimento, apresenta algumas sugestões de modo a promover o mercado, faz-se também uma análise comparativa com África do Sul e Nigéria de modo a captar aspetos mais relevantes que resultaram no desenvolvimento dos seus mercados.

O mercado de capitais em Angola está a dar os primeiros passos para o seu desenvolvimento, contudo deve-se reconhecer os esforços do governo em prol da dinamização e promoção do mercado, reformas no sistema jurídico- financeiro do país, bem como as diversas atividades levadas a cabo com vista a aumentar os níveis nacional de literacia financeira, o avanço em consolidar a estabilidade macroeconómica que merece destaque no índice de competitividade global situando-se entre os melhores da África.

Um mercado de capitais mais profundo tem o potencial de causar um impacto positivo, de tal forma que este permite criar uma fonte alternativa de financiamento e investimento para o estado, para as empresas obterem recursos para levar em frente seus projetos e as famílias rentabilizarem as suas poupanças, aproximar os agentes que tenham excesso de recursos aos que necessitam de recursos para financiar as suas atividades produtivas, como consequência desta função a existência do mercado permite evitar a não realização de investimentos projetados causada por insuficiência de poupança ou por dificuldade de obtenção de crédito bancário apropriado, cria condições que incentivam a formação de poupança e direciona-la para as melhores alternativas, constitui um incentivo à inovação, proporciona o aumento da eficiência e transparência das empresas, obrigando-as a fornecer informações detalhadas sobre o seu desempenho, sem os quais os investidores não arriscam as suas poupanças.

Relativamente à nossa questão principal, o que determina o desenvolvimento do mercado de capitais? Os resultados do estudo sugerem que, fraca qualidade institucional que coloca Angola nas piores classificações em 144 economias, a fragilidade da proteção no interesse dos acionistas minoritários pelo sistema legal, a corrupção, falta de cultura bolsista e o comportamento antiético das empresas, elevadas taxas de inflação, baixas taxas de poupança e investimento, parece

constituir um dos principais obstáculos para o mercado de capitais angolano o que transmite desconfiança ao investidor e inibe a sua participação no mercado.

Por conseguinte esses fatores devidamente identificados anteriormente se não minimizados na sua fase inicial podem condicionar o desenvolvimento eficaz do mercado de capitais angolano, embora reconhecemos a dificuldade de ultrapassar tais problemas, visto que estes dependem de reformas complexas e mudanças socioculturais.

Dada a importância do mercado de capitais para a economia nacional, com base na literatura e nos resultados da pesquisa, apresentamos algumas sugestões que podem ajudar a aumentar a liquidez a transparência e a facilidade de acesso como atributos básico para o desenvolvimento do mercado;

- Melhorar a qualidade institucional (resolução do risco político) umas das principais premissas para o desenvolvimento do mercado, através de reformas no sistema jurídico-financeiro;
- É necessário incentivar a participação dos investidores institucionais, são altamente especializados em identificar as melhores e piores empresas, esses estão posicionados para pressionar as corporações e sua administração para melhorar a governança corporativa, e consequentemente favorecem uma maior transparência e integridade do mercado e o aumento da confiança dos investidores;
- Continuar a desenvolver mecanismos eficientes que incentivam a poupança e investimento;
- Atrair mais empresas participantes no mercado através de incentivos fiscais, esses tem sido um fator importante no aprofundamento dos mercados de capitais; através da redução da burocracia na admissão e custos de transação em bolsa; o que significa potencialmente mais títulos listados, uma gama mais ampla de opções de investimento que por sua vez encoraja maior liquidez e maior profundidade do mercado;
- Fortalecer a educação financeira de modo a aumentar o conhecimento público sobre o funcionamento e benefício do mercado, investir em programas regulares de educação continua para os operadores do mercado, a nível empresarial é importante para clarificar os receios das empresas no que concerne a listagem em bolsa e os seus benéficos.

Em suma, o mercado de capitais integra um conjunto de benefícios que vão contribuir para a dinamização de sectores importantes da economia nacional e para atingir a meta da diversificação e dinamização da atividade económica, que constitui o maior desafio enfrentado atualmente pelo governo e sociedade angolana, mas isso só será possível com a existência de um mercado de capitais amplo, robusto, acessível e competitivo.

Finalmente, é importante dizer que o estudo embora com algumas limitações na sua realização, do ponto de vista económico, do prazo e em função das dificuldades de obtenção de dados, poderá permitir um conhecimento sobre os obstáculos que o mercado de capitais enfrenta, bem como a importância deste para a economia nacional.

Sugere-se que sejam realizados estudos futuros mais aprofundados referente a qualidade institucional visto que este constitui um fator fundamental para o desenvolvimento do mercado. Um aspecto importante é o de produzir um inquérito que forneça a opinião de personalidades que lidam com o mercado de capitais, além disso dirigido as empresas no sentido de verificar os receios sobre abrir o capital em bolsa e outros requisitos e ao público em geral de modo a entender a percepção destes sobre o mercado de capitais.

Bibliografia

- Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, (1992), *Relatório Sobre Mercado de Capitais*, Lisboa, Semanário Económico.
- BM&FBovespa, (2010), “Introdução ao Mercado de Capitais”, disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>
- Bonin, John e Paul Wachtel, (2003), “Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the first Decade”, *Financial markets, institutions and instruments*, vol. 12, pp. 1–66.
- Demirguc-Kunt, Asli, and Ross Levine, (1996), “Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview,” *The World Bank Economic Review*, Vol. 10 (2), pp. 223–239.
- El-Nader, Hasan Mohammed e Ahmad Diab Alraimony, (2013), “The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Jordan”, *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 5, Nº. 6. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v5n6p91>.
- Garcia, F. Valeriano, and Lin Liu, (1999), “Macroeconomic Determinants of Stock Market Development,” *Journal of Applied Economics*, Vol. 2 (1), pp. 29–59
- Guscina, Anastasia (2008) “Impact of Macroeconomic, Political, and Institutional Factors on the Structure of Government Debt in Emerging Market Countries” *International Monetary Fund*.
- Júlio, António (2016), *Mercado De Capitais Em Angola: Impactos Da Criação Da Bolsa De Valores Para As Empresas e Famílias*, Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade, Lisboa, Universidade Lusófona De Humanidades E Tecnologias.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 1997 “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 113 – 150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny (1999), “Investor Protection: Origins, Consequences, Reform” *NBER Working Paper No. 7428*.
- Mailson da Nóbrega, Gustavo Loyola, Ernesto Moreira Guedes Filho, Denise de Pasqual, (2000), “O Mercado de Capitais: Sua Importância Para o Desenvolvimento e os Entraves Com Que Se Defronta no Brasil”. Estudos para o desenvolvimento do Mercado de Capitais.
- Mocellin, Maristela e José Garlipp (2007), “Análise Comparada De Mercados De Capitais (BRIC) ”,
- Monteiro, Mafalda Oliveira (2010), “Mercado de Capitais Angolano- Para Quando?” *Jornal Sol*.
- Mota, António Gomes (1986), “Mercado de Capitais (1974/1986): Análise Histórica e Perspetivas de evolução” *Revista de Gestão / ed. Gabinete de Estudos de Gestão - ISCTE*, 2º, p. 25-27.

- Noruwa, Abu e Niyi A. (2015) “Nigerian Capital Market: A Catalyst for Sustainable Economic Development” *Journal of Finance and Accounting*, Vol.6, Nº 3.
- O. Janet Adelegan e Bozena Radzewicz-Bak, (2009), “What Determines Bond Market Development in sub-Saharan Africa?” *International Monetary Fund*.
- Ogboi, C. e Oladipo S. O. (2012), “Stock Market and Economic Growth: The Nigerian Experience” *Journal of Finance and Accounting* Vol 3, No 4, disponível em: www.iiste.org
- Pinheiro, Juliano Lima (2012). *Mercado de Capitais*, 6ª Edição, Editora Atlas.
- Torre, Augusto de la e Schmukler, Sérgio L. (2007). “Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience.” *Stanford University Press and the World Bank*.
- World Bank (2007), “Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation.” Washington.
- Yartey, Charles Amo (2008) “The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?” *International Monetary Fund*.
- Yartey, Charles Amo e Adjasi C. (2007), “Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: Critical Issues and Challenges” *International Monetary Fund*.

Anexos

Anexo A. Índice de competitividade global 2014-2015¹²-Indicadores seleccionados

	Angola		África do Sul		Nigéria	
	Posição (em 144 Países)	Pontuação 1-7 (melhor)	Posição (em 144 Países)	Pontuação 1-7 (melhor)	Posição (em 144 Países)	Pontuação 1-7 (melhor)
Instituições	143	2.6	36	4.5	129	3.0
Direito de propriedade	141	2.5	20	5.6	116	3.4
Eficiência do quadro jurídico na resolução de litígios	140	2.3	15	5.2	98	3.3
Transparência na formulação de políticas governamentais	137	2.9	35	4.5	126	3.2
Força das normas de auditoria e de elaboração de relatórios	141	2.6	1	6.7	88	4.3
Comportamento ético das empresas	144	2.6	35	4.7	132	3.3
Ambiente macroeconómico	71	4.7	89	4.5	76	4.6
Desenvolvimento do mercado financeiro	140	2.5	7	5.4	67	4.1
Disponibilidade de serviços financeiros	143	2.3	6	6.1	87	4.1
Acessibilidade dos serviços financeiros	128	3.2	21	5.3	122	3.5
Índice de direitos legais, 0-10 (melhor)	113	3	43	7	11	9

Fonte: Fórum Económico Mundial.

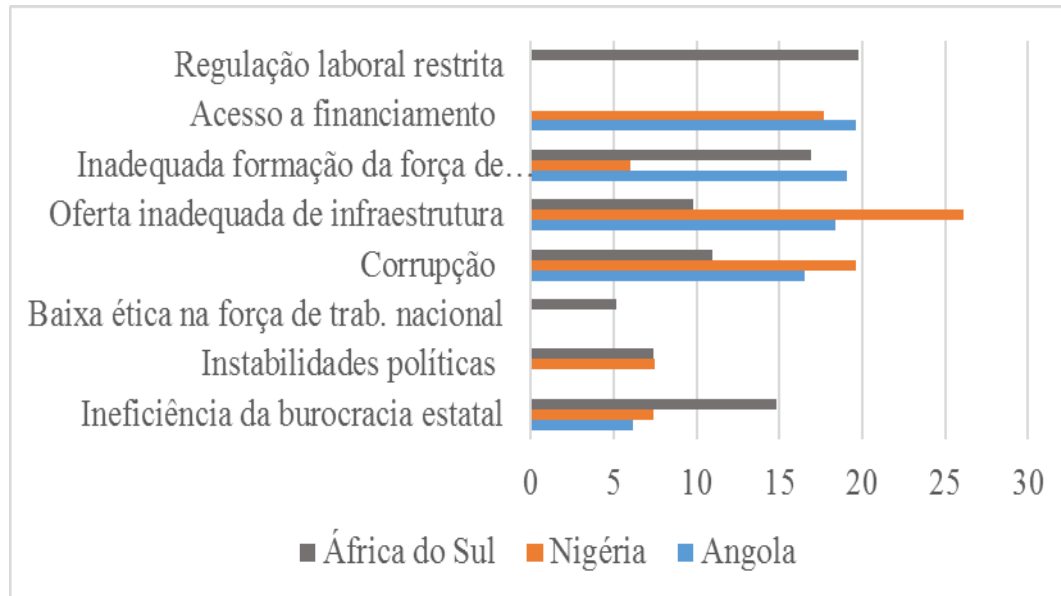
¹² Indicadores, 2013

1º pilar instituições Mínimo 2.15; Máximo 6.09; Media 3.24

3º Pilar ambiente macroeconómico; Mínimo 2.42; Máximo 6.83; Media 5.53

8º Pilar desenvolvimento do mercado financeiro; Mínimo 1.95; Máximo 5.91; Media 2.61

Anexo B. Fatores mais problemáticos para o Ambiente de Negócios¹³-Indicadores Seleccionados



Fonte: Fórum Económico Mundial.

¹³ Faz parte do ICG, resume os fatores vistos pelos executivos, como mais problemáticos para o ambiente de negócios em sua economia, a compilação dos dados é feita por entrevista, em que 1 representa mais problemáticos á 5.

Anexo C. Classificação do Risco Político Por Componente - julho 2016

Risco Político Por Componente - julho 2016																
<p><i>Esta tabela lista o total de pontos para cada uma das seguintes componentes de risco político fora dos pontos máximos indicados. As últimas colunas do quadro mostram a classificação de risco político global (a soma dos pontos atribuídos a cada componente) ea alteração em relação ao mês anterior.</i></p>																
A	Estabilidade do governo						12	G	Militar política					6		
B	Condições Socioeconômicas						12	H	Tensões religiosas					6		
C	Perfil do Investimento						12	I	Lei e ordem					6		
D	Conflito interno						12	J	Tensões étnicas					6		
E	Conflito externo						12	K	Responsabilidade Democrática					6		
F	Corrupção						6	L	Qualidade da Burocracia					4		
X	COUNTY	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	Risk Rating 07/16	Change from 06/16	Rating in 06/16
2	Angola	6,5	3,0	6,5	8,5	10,5	1,0	2,0	4,0	2,5	3,0	2,5	1,5	51,5	0,0	51,5
76	África do	6,5	3,5	7,5	9,0	10,5	2,5	5,0	5,0	2,0	3,5	5,0	2,0	62,0	-0,5	62,5
59	Nigéria	7,0	1,5	6,0	6,0	9,0	1,5	2,0	1,5	2,0	2,0	4,5	1,0	44,0	0,0	44,0
9	Botswana	7,0	5,5	10,5	10,5	11,0	4,0	5,0	5,0	3,5	4,5	3,5	2,0	72,0	0,0	72,0
13	Camarões	7,0	2,5	8,0	7,5	9,0	2,0	3,0	4,5	2,0	4,0	2,0	1,5	53,0	0,0	53,0
32	Ghana	6,0	4,0	8,0	9,0	11,0	3,0	3,0	6,0	2,5	3,5	5,0	2,5	63,5	0,0	63,5
118	Moçambi	8,0	3,5	6,0	8,5	10,0	2,0	4,0	6,0	3,0	4,0	4,0	1,0	60,0	0,0	60,0
130	Namíbia	8,5	6,0	7,5	10,5	11,5	3,0	6,0	6,0	5,0	4,5	4,0	2,0	74,5	0,0	74,5
92	United Ki	8,0	9,0	11,5	9,5	9,5	5,0	6,0	6,0	5,0	4,0	6,0	4,0	83,5	2,0	81,5
93	United Sta	8,0	9,5	12,0	10,5	10,0	4,5	4,0	5,5	5,0	5,0	6,0	4,0	84,0	0,0	84,0

Fonte: International Country Risk Guide