



UNIVERSIDADE DE ÉVORA
Departamento de Gestão de Empresas

Mestrado em Gestão de Empresas
Finanças Empresariais

**As Práticas de Análise de Projectos e os
Determinantes do Investimento
em Cabo Verde**

Dissertação de Mestrado
sob a orientação do Prof. Doutor Jacinto Vidigal da Silva
Departamento de Gestão de Empresas
Universidade de Évora

(Esta Dissertação não inclui as críticas e sugestões feitas pelo Júri)

Ivandra Andréa Lopes Semedo

Évora, 2004



UNIVERSIDADE DE ÉVORA
Departamento de Gestão de Empresas

Mestrado em Gestão de Empresas
Finanças Empresariais

As Práticas de Análise de Projectos e os
Determinantes do Investimento
em Cabo Verde

Dissertação de Mestrado
sob a orientação do Prof. Doutor Jacinto Vidigal da Silva
Departamento de Gestão de Empresas
Universidade de Évora



(Esta Dissertação não inclui as críticas e sugestões feitas pelo Júri)

137013

Ivandra Andréa Lopes Semedo

Évora, 2004

AGRADECIMENTOS

A elaboração de qualquer trabalho, por mais individual que seja, necessita sempre da colaboração de outras pessoas. Para realizar um trabalho deste tipo todas as ajudas são importantes. É com muita satisfação que agradeço a todos que contribuíram para que eu terminasse esta dissertação.

Começo por agradecer ao meu orientador, Prof. Doutor Jacinto Vidigal da Silva, que soube orientar-me da melhor forma, aumentando o meu interesse por Finanças Empresariais, e especificamente pelo tema em estudo.

À Prof. Doutora Cesaltina Pires, quero agradecer pelo seu apoio e ensinamento que me transmitiu sempre que solicitei ajuda, no esclarecimento das dúvidas técnicas e científicas a nível do tratamento estatístico e análise de dados em geral.

Ao Prof. Joaquim Ramalho, quero agradecer a sua disponibilidade demonstrada na parte final da minha dissertação, na leitura dos capítulos finais.

À todas as empresas que responderam ao questionário, pois sem elas não seria possível este estudo, um muito obrigado.

Aos meus colegas turma, Liliana Évora, Ana Moreira e José Galvão, tenho a agradecer a prontidão e a ajuda que demonstraram durante estes dois anos e os momentos de reflexão e discussão relativo às nossas teses.

Um agradecimento especial ao José Manuel, pelo valioso auxílio na definição da amostra, testes ao questionário e na leitura e correcção do texto. Aos meus amigos, que souberam me ouvir nos momentos de angústia e alegria, também um especial agradecimento. Não refiro a nomes porque poderia esquecer-me de alguém.

Finalmente, quero agradecer à minha família. Aos meus irmãos e aos meus pais, não poderia deixar de exprimir o meu agradecimento pelo apoio prestado.

ÍNDICE GERAL

	Página
Índice de Quadro.....	V
Índice de Figuras.....	VI
Índice de Abreviaturas.....	VI
Resumo.....	VIII
Abstract.....	X
1. INTRODUÇÃO.....	2
1.1. Breve Descrição da Área de Pesquisa.....	2
1.2. Breve Caracterização da Economia e do Investimento em Cabo Verde.....	4
1.3. Objectivos Gerais.....	7
1.4. Plano de Apresentação.....	8
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	10
2.1. Conceitos Gerais do Investimento.....	10
2.1.1. O Processo de Decisãp de Investimento.....	10
2.2. Os Métodos de Avaliação de Projectos de Investimentos.....	12
2.2.1. Métodos Não Sofisticados.....	12
2.2.2. Métodos Sofisticados.....	16
2.2.3. Métodos Não Financeiros.....	23
2.2.4. A Combinação de Métodos.....	25
2.3. Factores Determinates do Investimento.....	26
2.3.1. Critérios de Avaliação de Decisão de Investimento e o Risco.....	27
2.3.2. Critérios de Avaliação de Projectos de Investimento e a Inflação.....	32
2.4. O Financiamento e a Estimação do Fluxo de Caixa.....	33
2.5. Características da Tecnologia e das Empresas.....	35
2.5.1. Informatização do Sistema.....	35
2.5.2. Tipo de Investimento.....	36
2.5.3. Sector de Actividade e a Dimensão da Empresa.....	37
2.5.4. A Escolha do Método e o Desempenho da Empresa.....	37
2.6. A Contradição entre a Teoria e Prática.....	39

3. METODOLOGIA.....	43
3.1. Introdução.....	43
3.2. Caracterização da Amostra.....	44
3.3. Descrição do Questionário e do Método de Recolha de Dados.....	47
3.4. Métodos de Análise de Dados.....	52
4. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	57
4.1. Caracterização do Investimento.....	58
4.1.1. Nível de Investimento e a Rendibilidade.....	58
4.1.2. Análise dos Determinantes do Investimento.....	61
4.1.2.1 Empresa.....	63
4.1.2.2 Mercado.....	63
4.1.2.3 Custos.....	64
4.1.2.4 Financiamento.....	64
4.1.2.5 Determinantes Macroeconómicos.....	64
4.1.2.6 Riscos.....	65
4.1.2.7 Incentivos.....	65
4.2. Caracterização do Financiamento.....	65
4.3. Avaliação de Projectos de Investimentos.....	67
4.3.1. Os Critérios de Avaliação.....	72
4.3.2. Características da Tecnologia da Empresa e Avaliação do Investimento.....	74
4.4. Análise Multivariada.....	77
4.4.1. Avaliação Formal de Projectos de Investimentos.....	77
4.4.2. Escolha do Método de Avaliação de Projectos de Investimentos.....	79
5. CONCLUSÃO.....	81
5.1. Conclusões Gerais.....	81
5.2. Limites do Trabalho e Sugestões para Futuros Trabalhos.....	84
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	87
ANEXOS	
Anexo 1. Modelo do Questionário.....	ii
Anexo 2. Cartas Enviadas às Empresas.....	viii
Anexo 3. Ficha e Mapa de Cabo Verde.....	x

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1.1	_ Comparação entre o Sector de de Actividade, nº de Empresas e Vol. Negócios....	5
Quadro 2.1	_ Critérios de Avaliação.....	18
Quadro 2.2	_ Técnicas de Avaliação (Comparação entre Empresas de EUA e outras empresas)..	19
Quadro 2.3	_ Técnicas de avaliação (Reino unido).....	20
Quadro 2.4	_ Estudo evolutivo do Uso dos Métodos Sofisticados no Reino Unido.....	22
Quadro 2.5	_ Estudo evolutivo do Uso dos Métodos Sofisticados nos EUA.....	23
Quadro 2.6	_ Grau de Importância dos Aspectos Qualitativos.....	24
Quadro 2.7	_ Percentagem do Uso dos Critérios Não Financeiros.....	24
Quadro 2.8	_ Técnicas Sofisticadas.....	28
Quadro 2.9	_ Comparação dos métodos de análise de Risco entre Eua e outros países.....	31
Quadro 2.10	_ Estudos relativo às Técnica Tratamento de Risco.....	32
Quadro 2.11	_ Estudo Longitudinal da análise do risco (Reino Unido).....	32
Quadro 2.12	_ Técnicas de Avaliação de Inflação.....	33
Quadro 2.13	_ Alguns Métodos de estimação do Fluxo de Caixa.....	34
Quadro 2.14	_ Informátização da Análise Financeira.....	35
Quadro 2.15	_ Desempenho da Empresa e os Métodos de Avaliação de Investimentos.....	38
Quadro 2.16	_ Os Critérios mais usados (EUA).....	40
Quadro 2.17	_ Critérios de Avaliação. Estudo Longitudinal.....	40
Quadro 2.18	_ Critérios de Avaliação Escócia.....	41
Quadro 2.19	_ Técnicas de Avaliação (Comparação de estudos).....	41
Quadro 3.1	_ Repartição Geográfica do Vol. Negócio e Invetimento em Cabo Verde.....	44
Quadro 3.2	_ Repartição Geográfica da Amostra.....	46
Quadro 3.3	_ Situação Jurídica das Empresas.....	46
Quadro 3.4	_ Localização das Empresas.....	46
Quadro 3.5	_ Situação Jurídica das Empresas.....	47
Quadro 3.6	_ Função do Respondente na Empresa.....	49
Quadro 3.7	_ Habilitações Literárias do Respondentes.....	50
Quadro 3.8	_ Ano de Experiência do Respondente na Empresa.....	50
Quadro 3.9	_ Participação na Avaliação.....	50
Quadro 3.10	_ Respostas obtidas após os contactos realizados.....	51
Quadro 3.11	_ Variáveis Dependentes.....	55
Quadro 3.12	_ Variáveis Independentes.....	55
Quadro 4.1	_ Dimesão da Empresa.....	57
Quadro 4.2	_ Sector de Actividade.....	58
Quadro 4.3	_ Nível de Investimento.....	58
Quadro 4.4	_ Nível de Investimento/Dimensão da Empresa.....	59

Quadro 4.5	_ Rendibilidade/Investimento.....	60
Quadro 4.6	_ Rendibilidade/Investimento e a Dimensão da Empresa.....	60
Quadro 4.7	_ Determinantes Favoráveis ao Investimento.....	61
Quadro 4.8	_ Determinantes Desfavoráveis ao Investimento.....	62
Quadro 4.9	_ Fontes de Financiamento.....	66
Quadro 4.10	_ Prazo de Financiamento.....	66
Quadro 4.11	_ Prazo de Financiamento e a Dimensão de Empresa.....	67
Quadro 4.12	_ Fase Mais Difícil do Processo de Investimento.....	68
Quadro 4.13	_ Fase Mais Difícil do Processo de Investimento e a Dimensão da Empresa.....	68
Quadro 4.14	_ Avaliação Formal do Investimentos.....	69
Quadro 4.15	_ Avaliação do Investimentos e a Dimensão da Empresa.....	69
Quadro 4.16	_ Tipo de Investimento.....	70
Quadro 4.17	_ Critérios de Avaliação.....	71
Quadro 4.18	_ Critérios de Avaliação e a Dimensão da Empresa.....	71
Quadro 4.19	_ Critério Principal e a Dimensão da Empresa.....	72
Quadro 4.20	_ Comparação entre CNS e CNF/Não Faz Avaliação.....	72
Quadro 4.21	_ Critérios para toda a Amostra.....	73
Quadro 4.22	_ Critérios Secundários.....	73
Quadro 4.23	_ Critérios Secundários Discriminados.....	74
Quadro 4.24	_ Importância das Tecnologias de Informação.....	74
Quadro 4.25	_ Influência da Escolha do Critério e Desempenho da Empresa.....	75
Quadro 4.26	_ A Inflação na Avaliação.....	75
Quadro 4.27	_ Avaliação Interna dos Projectos de Investimentos.....	76
Quadro 4.28	_ Restrições do Capital a Investir e a Dimensão da Empresa.....	76
Quadro 4.29	_ Resultado da Regressão Logit - Avaliação de Investimentos.....	78
Quadro 4.30	_ Resultados Estatísticos.....	79

ÍNDICE DAS FIGURAS

Figura 1.1	_ Evolução da Taxa de Desemprego.....	4
Figura 1.2	_ Repartição Geográfica de Investimento.....	6
Figura 1.3	_ Repartição Geográfica do Volume de Negócios.....	6
Figura 3.1	_ Função Logit.....	54

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

- VAL – Valor Actual Líquido
- TIR- Taxa Interna de Rendibilidade

- RCB- Rácio Custo Benefício
- PR- Período de Recuperação
- TRC – Taxa de Rendibilidade Contabilística
- IR- Índice de Rendibilidade
- CNF – Critério Não Financeiro
- PIB- Produto Interno Bruto
- Hab.- Habitantes
- INE-CV- Instituto Nacional de Estatística de Cabo Verde.
- Valor do Investimento
- R- Somatório dos Maios Libertos
- N - Número de Anos do Projecto de Investimento em Estudo.
- R. L. – Resultados Líquidos
- D.I. – Totalidade das despesas de investimento necessárias para a implementação do Projecto.
- I_0 - Investimento Inicial
- C_t - Fluxo de Caixa do Período t
- r – Taxa de Actualização
- T – Vida Económica do Projecto
- VA – Valor Actual dos Fluxos de Caixa
- VC – Valor Actual dos Fluxos de Custo
- VB – Valor Actual dos Fluxos de Benefícios

RESUMO

Os estudos dos métodos de avaliação de projectos de investimento tiveram o seu início durante os anos 60 nos Estados Unidos. A evolução nesta área tem sido crescente, cada vez mais são utilizados pelas empresas métodos mais sofisticados, que actualizam os fluxos de caixa. Contudo, persiste ainda a preocupação de resolver a discrepância entre a teoria e a prática, pois os critérios apresentados teoricamente como sendo os mais adequados, como a TIR e o VAL, nem sempre são os mais usados pelas empresas.

Da interpretação e análise de diversos trabalhos de investigações elaborados nesta área, em países como EUA, Reino Unido, Canada, entre outros, surge o interesse de efectuar uma pesquisa com abordagem diferente, recaindo sobre as maiores empresas de um pequeno país como Cabo Verde. Para a realidade de Cabo Verde não são conhecidos trabalhos de investigação nesta área. O objectivo deste projecto de investigação é conhecer o processo de investimento e os vários critérios utilizados na tomada de decisão, assim como o estudo das variáveis e factores que influenciam a decisão de investimento em Cabo Verde.

Para elaboração deste estudo foram enviados questionários a uma amostra de 126 empresas de Cabo Verde, tendo-se obtido um total de 51 respostas válidas, equivalendo a uma taxa de resposta de 40,47%.

A metodologia inclui a análise dos questionários através da determinação de estatísticas descritivas e da estimação do modelo de regressão *logistic*.

As empresas na sua generalidade, consideram o investimento realizado de acordo com as necessidades das mesmas e concordam em afirmar que os determinantes mais favoráveis ao investimento são as condições do mercado e de financiamento, exceptuando as perspectivas em relação às exportações que ficaram classificadas como sendo o factor mais desfavorável ao investimento.

Os critérios ditos sofisticados são os mais utilizados em Cabo Verde. O Rácio Custo Benefício (RCB) é o principal critério de análise, enquanto que a Taxa Interna de

Rendibilidade (TIR) é o mais usado como critério auxiliar. O Período de Recuperação (PR) também tem uma grande expressividade como critério secundário. Os critérios não financeiros são importantes no processo de avaliação.

A análise multivariada sugere que a decisão de avaliar ou não antes da sua implementação é explicada por diversas variáveis, como por exemplo o volume do negócio, a dimensão da empresa, o nível de investimento, entre outras.

Palavras-chave:

- Projectos de Investimento
- Actualização dos Fluxos de Caixa
- Valor Actual Líquido
- Taxa Interna de Rendibilidade
- Período de Recuperação
- Rácio Custo Benefício
- Determinantes do Investimentos

ABSTRACT

The studies of the evaluation methods of investment projects started during the 60th in the United States of America. The evolution in this area has been increasing; enterprises are using more and more sophisticated methods that update their cash flow. However there is still the need to solve the difference between the theory and practice, for the criterions presented theoretically as the most appropriate, such as IRR and NPV, are not always the most used by enterprises.

From the interpretation an analysis of the various investigation works elaborated in this area, in countries such as United States of America, United Kingdom and Canada, among others, comes the need of a research with a new approach about the biggest enterprises of a small country as Cape Verde. When it comes to Cape Verde realty there are no knowledge of investigations in this area. This investigation project intends to understand the investments process and the various criterions used in the decisions taken, and also to know the variables and factors of influence.

To make this research possible questionnaires were sent to a sample of 126 enterprises in Cape Verde, from this sample 51 valid responses were obtained performing 40,47% of the response rate.

The methodology includes the analysis of the questionnaires trough descriptive statistics and the estimation of the logistic regression model.

The results related to the descriptive analyses suggest that in general enterprises, consider the investment realized with their needs, and agreed in stating that more favourable determinants of investment is the market and financial states, excepting the perspectives about the exports relation that was classified like a more unfavourable determinants of investment.

The so-called sophisticated criterions are the most used in Cape Verde. The Cost/Benefit Ratio (CBR) is the primary criterion of analyses, while Internal Rate of Return (IRR) it's the most used as a support.

The PayBack also has a major significance as a support criterion. The non-financial criterion is very important on the evaluation process.

The multivariate analyses suggest that the decision of evaluation or non evaluation before the implementation is explained with several variables, as for example, the volume of the business, the enterprise dimension, the level of investment, and others.

Keywords:

- Investment Projects
- Cash flow Update
- Net Present Value
- Internal rate of return
- Payback
- Cost/Benefit Ratio
- Determinants of Investment

CAPITULO I – INTRODUÇÃO

1. INTRODUÇÃO

1.1. BREVE DESCRIÇÃO DA ÁREA DE PESQUISA

O investimento e a tomada de decisão são temas de importância vital para o crescimento futuro e para a rentabilidade permanente das empresas e constituem a base do desenvolvimento económico. A análise das diferentes possibilidades de investimento é denominada avaliação de decisões de investimento. A terminologia usual para denominar uma dada possibilidade de investimento é projecto (Harrison, 1976). Esta dissertação aborda os métodos usados na avaliação de projectos de investimento, a sua evolução no decorrer dos anos e em diversos países e os constrangimentos ao investimento existentes na economia de Cabo Verde.

Os primeiros estudos realizados nesta área tiveram origem nos EUA e no Reino Unido, na década de 60, embora o desenvolvimento teórico do tema se tenha iniciado na década de 50.

No decorrer dos anos, vários estudos foram elaborados com o objectivo de identificar a melhor metodologia a seguir na avaliação de projectos de investimentos. Nesta sequência, pode falar-se dos trabalhos de investigação realizados por Klammer (1972), Fremgen (1973), Gitman e Forrester (1977), Shall, Sundem e Giujnsbeck (1978), Kim e Farragher (1981), Moore e Reichert (1983), Klammer, Boch e Wilner (1991) Sangester (1993), Pike (1982, 1984, 1992, 1996), entre muitos outros. Outros autores focalizaram as suas preocupações na análise do risco, no cálculo do custo de capital e até mesmo nas características da empresa que influenciam a decisão de investimento, como por exemplo Chen (1995).

São vários os factores considerados como determinantes do investimento. Desde a própria organização interna da empresa até aos factores externos, como a situação do mercado e do mundo em geral que afectam aqueles que investem ou que pretendem investir. Variáveis como a inflação, a taxa de juros, a taxa de câmbio, entre outras são determinantes da decisão de investimento (World Bank, 1995). Autores como Duncan

et al, 1999; Weder, 1998; Ndikumana,2000 entre outros estudaram os determinantes do investimento.

Em Cabo Verde, até à data ainda não foi elaborado, ou pelo menos não é conhecido nenhum estudo que aborde e identifique os métodos mais usados pelas empresas que actuam neste mercado e que caracterize o investimento em termos de potencialidades e de limitações. Esta situação impede a realização de uma abordagem comparativa no tempo. As insuficiências de estudo nesta área são consequência da própria economia e do ensino praticado no país, o qual oferece reduzido incentivo à realização de trabalhos de investigação.

Assim, a expectativa é que esta dissertação possa interessar tanto aos poderes públicos, como empresários e académicos, na medida em que permitirá a ligação entre o ambiente económico existente e os determinantes do investimento em Cabo Verde.

Em termos económicos, Cabo Verde pode caracterizar-se por ser uma pequena economia aberta, com escassez de recursos naturais, fraca base produtiva, deficiente acumulação de capitais físicos e complexos problemas de desenvolvimento.

Nos últimos anos tem apresentado equilíbrio macroeconómico, apesar do saldo estruturalmente deficitário da balança comercial.

As condições sócio-económicas do país, apontam para a necessidade de criação de condições que estimulem o investimento privado, o qual deverá ser assumido como a base do desenvolvimento económico e social do país. Nesta perspectiva assume particular importância o conhecimento dos principais estímulos e entraves ao investimento em Cabo Verde, aspecto que constituirá o problema central em investigação nesta dissertação de mestrado. A resposta a esta questão permitirá uma actuação pró-activa através da definição de medidas de política económica que minimizem as dificuldades e potencializem os aspectos favoráveis.

1.2. BREVE CARACTERIZAÇÃO DA ECONOMIA E DO INVESTIMENTO EM CABO VERDE

O estudo incide sobre o mercado caboverdiano, pelo que se torna necessária uma pequena apresentação da localização geográfica, clima, população, antes da análise da economia e da sua evolução.

Em 2000, a população de Cabo Verde, era de aproximadamente 434 625 habitantes. (INE-CV, 2000). Cerca de metade está concentrada na ilha de Santiago (236 627 hab.) e a restante distribuída pelas outras ilhas. A cidade da Praia (Capital) é o maior centro populacional do país.

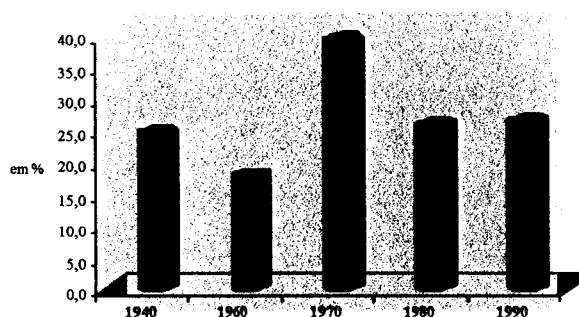
Desde 1975, ano da independência nacional, Cabo Verde defronta-se com graves dificuldades ao nível da promoção do seu desenvolvimento.

Com a liberalização económica encetada na década de noventa, Cabo Verde enfrenta o desafio de adequar a sua estratégia de desenvolvimento às tendências de evolução da economia mundial, atender às necessidades do país, elevar o bem-estar da população e poder honrar os seus compromissos internacionais.

Segundo estimativas do Banco de Cabo Verde o PIB real conheceu uma taxa de crescimento de 7,9% em 2000, tendo o produto per capita atingido os 1274 dólares. A taxa de inflação situou-se nos 2,4%, contudo a taxa de desemprego continua a apresentar-se alta, embora tenha decrescido excepcionalmente em 2000 (21%).

Os desajustamentos que caracterizam o mercado de trabalho traduzem a insuficiente procura por mão-de-obra em relação à dinâmica da oferta daquele factor de produção.

Figura 1.1. Evolução da Taxa de Desemprego



Fonte: BCV

Os principais resultados do Recenseamento Empresarial de 1997, mostram uma dicotomia clara entre as pequenas e as grandes empresas. Embora as grandes empresas representem apenas 6% do total das empresas activas em 1997, o seu volume de negócios atinge uma quota de mercado de 81% (79% e 88% para as Vendas de Mercadorias e Produtos e Prestação de Serviços, respectivamente) (INE-CV, 1997). Pode, portanto, concluir-se que as pequenas empresas estão menos vocacionadas para as actividades de prestação de serviços do que as grandes empresas.

Globalmente, os sectores mais representativos são o Comércio Retalista, Alojamento e Restauração e a Indústria Alimentar com 43%, 21% e 10%, respectivamente do número total de empresas. No seu conjunto representavam 64% das empresas activas em 1997 (INE-CV, 1997).

De uma forma comparativa, pode concluir-se do estudo apresentado pelo INE-CV, que a maior parte das empresas activas são do sector terciário, representando assim a parte mais representativa do volume de investimento.

Quadro 1.1-Comparação entre o Sector de Actividade, N. De Empresas e o Volume de Negócios
Milhões de Contos

Sector de Actividade	N. de Empresas	Vol. de Investimento
Primário	67	22 593
Secundário	1265	2 078 101
Terceário	5071	3 935 992
Total	6043	6 036 686

Fonte : INE-CV, 1997

Há uma concentração das empresas, que é o principal factor caracterizador da actividade económica empresarial em Cabo Verde. Todas as grandes rubricas económicas demonstram que bastam 4 ramos de actividade para se atingir 50% do valor total da rubrica, sendo que no volume de negócios bastam dois ramos para ser atingido aquele valor. Esta concentração é tanto a nível do sector de actividade, como a nível da localização geográfica.

Economicamente, as principais ilhas, Santiago e São Vicente representam 87% do volume de negócios, ou seja, cerca de 32,2 e 21,7 milhões de contos, respectivamente. A ilha do Sal (7%) com cerca de 4,5 milhões de contos, factura mais que o conjunto das

restantes ilhas, sendo que São Nicolau, Boa Vista, Maio, Fogo e Brava, conjuntamente, representam apenas 4% do volume de negócios realizado em 1997 (aproximadamente 4%).

Figura 1.2.

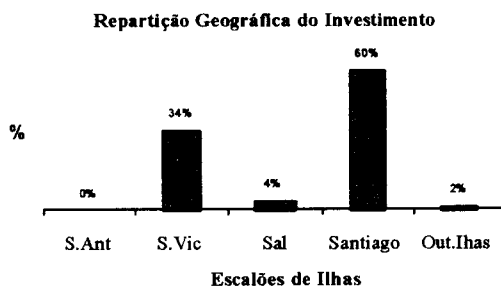
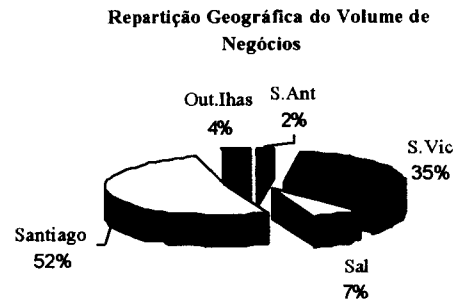


Figura 1.3



Fonte: INE-CV, 1997

Existe assim, uma evidente dependência estrutural da economia de algumas actividades, representando essas as maiores vantagens competitivas para o país, designadamente, os transportes e actividades auxiliares, as comunicações e o alojamento e a restauração.

As assimetrias são ainda mais marcantes quando se considera a repartição do investimento por localidade. Dos cerca de 6 milhões de contos investidos pelas empresas em 1997, 94% foram realizados em Santiago e São Vicente, com 60% e 34%, o equivalente a 3,6 e 2,05 milhões de contos. Novamente a ilha do Sal é a única com algum peso entre as restantes ilhas, tendo as empresas sedeadas na ilha investido à volta de 250 mil contos, ou seja, 4% do total nacional e o dobro das restantes ilhas.

Na perspectiva do desenvolvimento de Cabo Verde, constituem preocupação do Governo os planos de incentivos ao investimento interno. Nesta linha o Programa do Governo de 2001-2005 aponta como um dos objectivos da governação a criação de condições que estimulem o investimento privado, nomeadamente na área de habitação.

1.3. OBJECTIVOS DA DISSERTAÇÃO

Esta dissertação procura identificar o potencial de expansão e os principais elementos impulsionadores do investimento em Cabo Verde. Este estudo parte do pressuposto que as oportunidades de investimento existem, mas que o ambiente económico e académico não é o mais favorável, o que implica a necessidade de realização de mudanças estruturais para a promoção de um crescimento sustentado, como por exemplo, o aumento da eficiência do processo de avaliação de projectos e a oferta de fontes de financiamento, a adequação da estrutura tributária aos requisitos da competitividade e a garantia de melhoria das infra-estruturas económicas.

Para estudar os factores determinantes do investimento em Cabo Verde foram definidos os seguintes objectivos para esta dissertação:

- Caracterização do processo de decisão de investimento, com a identificação dos incentivos e dos entraves que dificultam a decisão de investimento, classificando os factores mais favoráveis e desfavoráveis ao investimento em Cabo Verde.
- Identificação dos métodos usados pelas empresas na avaliação dos projectos de investimento e no processo de decisão, preocupando-se especialmente com a forma de integração de algumas variáveis como o risco, o fluxo de caixa e a inflação.
- Estudo da relação entre algumas características das empresas e dos decisores com os métodos de avaliação e a performance dos investimentos.

1.4. PLANO DE APRESENTAÇÃO

Para atingir os objectivos propostos a dissertação encontra-se dividida em cinco capítulos:

- no primeiro capítulo intitulado “Introdução” são feitas algumas considerações gerais ao tema escolhido e são apresentados os objectivos e o plano de trabalho;
- no segundo capítulo, “Revisão da Literatura”, são apresentadas de forma exhaustiva, os aspectos mais importantes da avaliação dos projectos de investimentos interligando os objectivos preconizados à própria evolução do tema no mundo em geral;
- “A Metodologia” é o título do terceiro capítulo, no qual é definido o método de pesquisa usado para a recolha e tratamento das informações, sendo apresentada uma justificação teórica dos métodos estatísticos utilizados;
- o quarto capítulo é reservado ao tratamento dos dados e é intitulado “Análise dos Resultados”. Este capítulo pretende, através de quadros e comentários, apresentar os resultados do estudo elaborado;
- e no quinto capítulo são descritas as conclusões gerais e apresentadas as limitações do estudo e pistas para futuros trabalhos de investigação.

CAPITULO II – REVISÃO DA LITERATURA

2. REVISÃO DA LITERATURA

A aplicação dos métodos de avaliação de projectos de investimento é uma fase importante do processo de decisão de investimento. Este capítulo tem como objectivo, apresentar e analisar a evolução que os estudos sobre os modelos de avaliação de projectos de investimento e os determinantes da decisão de investimento têm sofrido ao longo de décadas, expondo os principais trabalhos de investigação elaborados nesta área, nos grandes mercados financeiros, como por exemplo, Estados Unidos da América, Reino Unido, Japão, etc. Toda a estrutura deste capítulo visa concretizar os próprios objectivos da dissertação.

2.1- CONCEITOS GERAIS DO INVESTIMENTO

2.1.1 – O PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTO

“O investimento consiste numa afectação de elevados montantes de dinheiro com o intuito da recuperação do investimento inicial e de obtenção de lucros considerados adequados, calculados através dos fluxos de caixa gerados ao longo da vida económica do investimento” (Hax e Wiig, 1976). Segundo estes autores existem quatro características a ter em conta na tomada de decisão de investimento: o tempo, a incerteza, o risco e a escolha entre objectivos múltiplos.

O investimento pode ser classificado quanto ao risco, nas seguintes categorias: investimento de substituição, de expansão, de inovação e estratégico. Os autores, Klammer e Walker (1984) estudaram a satisfação do sistema de avaliação de projectos de investimento para todos os tipos de investimento. Neste trabalho concluíram que, em 1980, o sistema de avaliação de projectos satisfazia melhor a avaliação dos investimentos de substituição, com 93% de projectos; e, com menores resultados no investimento externo, com 61% de projectos (Klammer e Walker, 1984).

Para atingir um bom resultado na avaliação do investimento, King (1975: 78) aconselha dois passos fundamentais no processo de decisão de investimento. Primeiro, a recolha

da informação, possibilitando a identificação das oportunidades de investimento; e, em segundo lugar, a selecção e a avaliação dos projectos. Dando sequência ao estudo elaborado por este autor, Pike (1983) identificou três grandes fases do processo de tomada de decisão: procura, avaliação e controlo.

Segundo Barros (1995) o processo de investimento pode ser resumido em duas fases:

- Concepção, onde é feita a identificação das oportunidades de investimento, preparação ou pré-selecção de projectos e a avaliação dos mesmos, seguindo determinados critérios;
- Implementação, que segue a tomada de decisão e se define pela realização do investimento e o controle dos resultados.

Todos estes autores demonstraram que na tomada de decisão é importante a fase da avaliação dos projectos. Pilverdier-Latrete (1986) na sua classificação do processo de tomada de decisão de investimento, apresenta como central o estudo dos projectos pré-seleccionados, a avaliação das diferentes variáveis e a escolha do critério de avaliação do projecto de investimento.

De uma forma simples Myers (1976: 372)¹ define a avaliação de projectos de investimento como sendo “a arte de descobrir activos que valham mais do que os seus custos. Nada é fácil no conceito ou difícil na aplicação prática”.

O processo de avaliação de projectos de investimentos é um instrumento através do qual a estratégia pode ser tornada operacional (Chandler, 1962). Outras visões surgiram, como por exemplo, a que define a avaliação de projectos de investimento como sendo uma função multidisciplinar envolvendo a engenharia, finanças e gestão (Gumani, 1984).

A ênfase dada às técnicas de avaliação de projectos de investimentos incide principalmente na comparação dos métodos que actualizam ou não os fluxos de caixa (Chen, 1995).

¹ No original é: *Capital Budgeting is an art of finding assets that are worth more than they cost. Nothing is easier in concept or harder in practical application.*

Assim, os métodos financeiros podem ser agrupados em duas classes: as técnicas de selecção sofisticadas e as técnicas naturais ou ingénuas (não sofisticadas). As técnicas sofisticadas são as que consideram o ajustamento do risco na actualização dos fluxos de caixa esperados dos projectos e o valor temporal do dinheiro. São exemplos destas técnicas o Valor Actual Líquido, a Taxa Interna de Rendibilidade e o Índice de Rendibilidade.

Em contraste, as técnicas naturais ou ingénuas não usam os fluxos de caixa, e nem consideram o valor actual ou o risco sob qualquer forma. Apresentam-se como exemplo a Taxa de Rendibilidade Contabilística e o Período de Recuperação (Haka, Gordon e Pinches, 1985).

2.2- OS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE PROJECTOS DE INVESTIMENTO

2.2.1- MÉTODOS NÃO SOFISTICADOS

Os métodos não sofisticados mais estudados são a Taxa de Rendibilidade Contabilística (TRC) e o Período de Recuperação do Capital (PR). Os primeiros estudos efectuados nesta área apontaram o Período de Recuperação (PR), como sendo o método mais usado pelas empresas. A escolha deste método está relacionada com a protecção do próprio interesse dos accionistas (Klammer, 1973; Gitman e Forrester, 1977).

O Período de Recuperação de um projecto de investimento é o número de anos necessários para que os valores dos fluxos de caixa recuperados sejam iguais ao montante do investimento inicial. O valor deste indicador pode ser determinado com base na seguinte expressão:

$$PR = \frac{I}{\frac{R}{N}}, \quad (2.1)$$

² Esta fórmula foi deduzida da explicação prática do método retirada do Brealey e Myers (1998), Princípios de Finanças Empresariais.

onde:

I – Valor do investimento.

R – Somatório dos meios libertos

N – número de anos do projecto de investimento em estudo.

Brealey e Myers (1998) definiram o PR como sendo o método mais simples de transmitir uma ideia do resultado do projecto, “a simplicidade do período de recuperação faz dele um mecanismo fácil para a descrição de projectos de investimento”. Contudo, nesta definição é perceptível a crítica ao método quando usado como método principal de avaliação de projectos.

A tomada decisão de investimento baseada no método Período de Recuperação (PR) pode conduzir a uma decisão de realização de projectos de investimento que não contribui para maximizar o valor actual da empresa (Samat e Levy, 1969). Os mesmos autores concluíram que as decisões baseadas no PR só poderão ser idênticas às decisões fundamentadas nos métodos sofisticados dentro dum largo intervalo de condições.

Apesar da condenação na literatura académica, o PR continuou a ser uma das técnicas de avaliação de projectos de investimento mais aplicadas (Klammer, 1972; Fremgen, 1973; Bavishi, 1981). Muitos outros autores concluíram o grande uso do método por parte das empresas apesar de ser reconhecido teoricamente a sua falta de credibilidade (Moore e Reichert, 1983; Chaney, 1989 Pike, 1996³; Sangester, 1993; Arnold e Hatzopoulos, 2000).

Este conflito entre a teoria financeira e a prática da avaliação de investimentos tem levado a muitos estudos sobre a evolução do PR como técnica de avaliação de projectos de investimento.

Estes estudos podem ser divididos em dois grupos: os que examinam o PR como método principal de avaliação, por exemplo, Gordon (1955), Mephan (1975), Hoskins e

³ Este estudo é uma análise evolutiva de 1975 a 1992, elaborada pelo autor, e no decorrer desses anos o PR manteve-se sempre como sendo o método mais usado, e aumentando a percentagem de uso ao longo dos anos.

Mumey (1979) e o segundo grupo, onde o PR é analisado como método secundário, apresentam-se neste caso, os exemplos de Weingartner (1969) e Statman (1982).

Os diferentes trabalhos de investigações indicam que o PR raramente é usado como sendo o método principal, surgindo na maior parte dos casos como secundário, ou seja como uma informação suplementar, sendo o VAL e a TIR os principais referenciais da decisão de investimento (Gitman e Forrester, 1977).

Com o objectivo de justificar a contradição existente entre a teoria e a prática, em relação ao uso do método PR na avaliação dos investimentos, vários foram os estudos elaborados.

Sundem (1974) justifica a taxa de utilização do critério PR, com o elevado custo na aplicação de técnicas mais sofisticadas. O método permite uma primeira e rápida avaliação e com menores custos do que os métodos sofisticados exigem (Sundem, 1974). Por sua vez, em 1984, o autor Gurnani, apontou como causa da popularidade do método a sua facilidade de cálculo.

A justificação teórica mais vulgar da popularidade do PR está ligada à teoria de agência (Pike, 1983b, 1985). Um dos factores identificados para explicar a persistência do PR é o conflito de interesses entre os proprietários e os gestores (Statman e Sepe, 1984; Pike, 1985; Narayanan, 1985). O conflito entre o proprietário e os gestores foi também discutido por Jensen e Meckling (1976).

Jensen e Meckling (1976) demonstraram que a existência do custo que está associado com a resolução do conflito poderá convergir para decisões pelo proprietário e gestor, a qual difere das decisões tomadas na ausência deste custo. A chave para a resolução destes conflitos é a proposta de incentivos através de planos de compensações.

A compensação pode exacerbar o conflito entre os proprietários e os gestores. Pike (1985) discutiu este problema e sugeriu também a explicação da teoria da agência. Os autores Chen e Clark (1994) no seu estudo sobre a problemática da escolha do método de avaliação da decisão de investimento suportam a evidência da explicação da teoria de agência para justificar o uso do PR. Uma outra explicação para a utilização do PR foi defendida por Blatt (1979). Este autor justificou a utilização do PR com o reconhecimento do risco dos fluxos de caixa.

O crescimento na utilização da TIR e do VAL não afectou o facto do PR ser o método mais popular. A aproximação principal/agente com ênfase nos incentivos, pode ajudar a entender os motivos que estão atrás da persistência no uso do PR (Statman, 1982).

Uma forma de ultrapassar as insuficiências do PR é o uso do PR actualizado (Graham e Harvey, 2001). O facto do PR ignorar o valor temporal do dinheiro e a actualização do fluxo de caixa é combatida com a actualização do método, como forma de minimizar este problema.

A Taxa de Rendibilidade Contabilística (TRC) é outro método não sofisticado muito utilizado na avaliação de projectos de investimentos, embora com menor uso que o PR. O valor deste indicador pode ser calculado com base na seguinte expressão:

$$TRC = \frac{\frac{\sum_{t=0}^n RL}{n}}{\frac{\sum_{t=0}^n DI}{n}} * 100, \quad (2.2)$$

Legenda:

R.L – resultados líquidos.

D.I – totalidade das despesas de investimentos necessárias para implementar o projecto de investimento.

n – Número de anos que ocorre cada uma das rubricas em questão.

A sua simplicidade de cálculo é sem dúvida uma vantagem que é acompanhada por fornecer uma primeira ideia da taxa de rentabilidade do projecto. No entanto, perde toda a credibilidade por considerar os Resultados Líquidos e não os Fluxos de Caixa.

Uma atracção da TRC, como método de avaliação de investimento, é sua simplificação e articulação com as medidas da contabilidade. É no entanto, muito criticada pela sua vertente contabilística e por não considerar o valor temporal do dinheiro (Van Horne, 1986).

De uma forma conclusiva Brealey e Myers (1998:91) fazem a seguinte consideração: “o período de recuperação é um mau critério. A rentabilidade contabilística média é, provavelmente pior.”

2.2.2- MÉTODOS SOFISTICADOS

A análise da história sobre as teorias de avaliação de projectos de investimentos, desde Irving Fisher (1907) até à data presente, revela uma grande concentração no desenvolvimento progressivo das técnicas sofisticadas de avaliação (Pike, 1983).

O processo de decisão de investimento continua a ser uma das chaves da área da decisão que confronta a gestão financeira contemporânea. Desde os anos 50, a comunidade académica tem tentado convencer os investidores que existem técnicas para auxiliar na tomada de decisão.

Os estudos sobre os métodos de avaliação de projectos de investimentos indicam, na generalidade, um crescimento no uso das técnicas sofisticadas. Istvan, 1961; Christy, 1966; Klammer, 1972; Petty, Scott e Bird, 1975; Gitman e Forrester, 1977; Schall, Sundem e Giujbeck, 1978; Rosenblatt, 1980; Brigham, 1975 e Mao, 1970 concluíram que o uso das técnicas sofisticadas é cada vez mais frequente e que a utilização do PR tem sofrido uma gradual redução.

Segundo Klammer (1973) os métodos sofisticados de avaliação de investimentos são aqueles que utilizam a actualização dos fluxos de caixa e que têm um método formal de considerar e tratar o risco no processo de avaliação.

Os métodos sofisticados mais estudados são o Valor Actual Líquido (VAL), a Taxa de Rendibilidade Interna (TIR) e o Índice de Rendibilidade (IR). Nos muitos trabalhos de investigação sobre o tema avaliação de projectos de investimentos, é dada maior atenção a esses métodos (Sangster, 1993).

O método do VAL pode ser calculado com base na seguinte expressão:

$${}^4 VAL = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+r)^t} - I_0, \quad (2.3)$$

onde I_0 é o investimento inicial, C_t é o fluxo de caixa do período t , r é a taxa de actualização e o T é a vida económica do projecto.

A Taxa Interna de Rendibilidade (TIR) é a taxa de actualização que torna igual a soma do valor actualizado dos fluxos de caixa ao investimento inicial, por outras palavras é definida como a taxa que anula o Valor Actual Líquido. Assim, a determinação da TIR é realizada com base na seguinte expressão:

$${}^5 I_0 = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+TIR)^t}, \quad (2.4)$$

onde o I_0 é o investimento inicial, C_t é o fluxo de caixa do período t , e o T é a vida económica do projecto.

O Índice de Rendibilidade (IR) e o Rácio Custo/Benefício (RCB) também são considerados métodos sofisticados de avaliação de projectos de investimento utilizados por muitas empresas.

⁴ Fórmula retirada Kee e Bublitz (1988), "The Role of Payback in Investment Process" Accounting and Business Research, vol 18, pg. 154.

⁵ Elaborada a partir da explicação prática do Brealey e Myers (1998)

O Índice de Rendibilidade é a razão entre o valor actual do fluxo de caixa e valor actual do investimento líquido. O Rácio Custo Benefício é o rácio entre o valor actual líquido dos fluxos de custos e o valor actual líquido dos fluxos de benefícios. O valor destes indicadores pode ser calculado através das seguintes expressões:

$$IR = \frac{VA}{I_0}, \quad (2.5)$$

onde VA é o valor actual dos fluxos de caixa posteriores ao investimento e I_0 é o investimento inicial.

$$R_{C/B} = \frac{VC}{VB}, \quad (2.6)$$

em que VC é o valor actual dos fluxos de custo e o VB é o valor actual dos fluxos de benefícios.

Existe uma relação entre estes dois rácios, são inversos, $IR = \frac{1}{R_{C/B}}$.

A análise de trabalhos sobre avaliação de investimentos sugere um aumento da utilização destes métodos como os principais, enquanto os métodos não sofisticados, são utilizados como secundários (Gitman and Forrester, 1977; Fremgen, 1973; Petty, Scott and Bird, 1975; Klammer, 1972; Mukherjee, 1987; Proctor e Canada, 1992).

Num estudo anterior, sobre as técnicas de avaliação de projectos de investimentos, os autores Gitman e Forrester (1977) apresentaram os seguintes resultados:

Quadro 2.1- Critérios de Avaliação

Técnicas	Critério Principal	Critério Secundário
TIR	53,6%	14%
TRC	25%	14%
VAL	9,8%	25,8%
PR	8,9%	44%
IR	2,7%	2,2%

Fonte: Gitman e Forrester (1977)

A análise dos resultados do trabalho de investigação descrito no quadro 2.1, confirma a clara preferência pelos métodos sofisticados como principais e a utilização do PR como método secundário. O estudo elaborado por Klammer (1972) revela que o uso dos métodos sofisticados subiu de 19% em 1959 para 38% em 1964 e para 57% em 1970.

Na Moderna Teoria Financeira o VAL é o método apontado como sendo o mais correcto para a avaliação de projectos de investimento. Os académicos e os profissionais concordam em sugerir o VAL como o melhor critério (Magni, 2002). O uso deste método vem ganhando força ao longo dos anos, tornando-se cada vez mais conhecido e aplicado pelas diversas empresas.

A sofisticação da análise financeira nas grandes empresas dos EUA foi aumentando a partir de 1980, especialmente pela utilização dos métodos de avaliação de projectos de investimentos que se baseiam no VAL e na TIR (Reichert, Moore e Byler, 1988).

Um estudo elaborado por Kim, Crick e Farragher (1984) revela que 74% das empresas norte-americanas e 54% das empresas não norte-americanas usam um dos métodos que actualizam os fluxos de caixa como medida principal na tomada de decisão de investimento.

Quadro 2.2 – Técnicas de avaliação
(Comparação entre empresas de EUA e outras empresas)

	Empresas EUA	Empresas Não EUA	Média
TIR	62%	34%	48%
VAL	9%	10%	9,5%
IR	3%	10%	6,5%
RC	14%	15%	14,5%
PR	12%	31%	21,5%

Fonte: Kim, Crick e Farragher (1984)

Num estudo comparativo entre as empresas norte-americanas e japonesas, Hodder (1986) argumentou que embora muitas empresas japonesas não usem formalmente as técnicas que actualizam os fluxos de caixa, elas preocupam-se com a incorporação do valor temporal do dinheiro nas suas análises.

Pike (1996), na sua análise evolutiva dos métodos, apresentou um aumento na utilização dos métodos sofisticados até a sua estabilização em 1992, com 81% de uso da TIR pelas empresas e 74% das empresas a usarem o VAL. No Reino Unido, com o aumento da inflação e da recessão económica que ocorreu entre o período de 1975 e 1981, houve redução no horizonte temporal dos planos financeiros e uma pequena queda no uso dos métodos sofisticados (Jones, 1986) (quadro 2.3).

Quadro 2.3- Técnicas de Avaliação
(Empresas do R.Unido)

Métodos	1975	1981
DCF	50%	47%
TRC	30%	28%
PR	26%	37%

Fonte: Jones, 1986

A popularidade da TIR como método de avaliação de projectos de investimento tem sido superior à do VAL, com os gestores de projectos a preferirem este método (Sangester, 1993).

Trabalhos de investigação anteriores, focalizaram-se nas grandes empresas e sugeriram a TIR como método principal para a avaliação de projectos de investimento. Gitman e Forrester (1977), no seu trabalho de investigação sobre 103 empresas, concluíram que 9,8% usavam o VAL como método principal e 53,6% usavam a TIR. Stanley e Block (1984), descobriram que 65% dos que responderam a um questionário sobre o tema apontaram a TIR como método principal. Moore e Reichert (1983), investigaram 298 empresas e descobriram que 86% usaram algum tipo de método baseado na actualização do fluxo de caixa. Bierman (1993) descobriu que 73 de 74 empresas usavam um tipo de método baseado na actualização do fluxo de caixa.

Numa investigação recente, os autores Graham e Harvey (2001) confirmaram que 74,9% das empresas usavam sempre ou quase sempre o VAL e 75,7% usavam sempre ou quase sempre a TIR.

O aumento das práticas de avaliação dos projectos de investimento e em particular da utilização de métodos que actualizam os fluxos de caixa como a TIR e o VAL já está bem documentado. Também o número de críticas que têm surgido aos métodos tradicionais é crescente (Proctor e Canada, 1992).

Enquanto a teoria financeira aponta o VAL como sendo o método mais adequado para avaliação de projectos de investimento, os gestores preferem a TIR porque este método é mais eficiente cognitivamente. (Evans e Forbes, 1993).

Os financeiros e os engenheiros resistem em abandonar a TIR como modelo óptimo de avaliação (Evans e Forbes, 1993), ignorando muitas vezes os cuidados a ter com a análise feita com este modelo. Os grandes problemas deste modelo foram denominados por armadilhas da TIR, pelos autores Brealey e Myers (1998:105)⁶.

As duas técnicas VAL e TIR podem levar a conclusões contrárias e à criação de sinais de conflito (Keef e Roush, 2001). Uma possível solução para o conflito entre os dois métodos é a focalização do estudo na taxa interna de retorno marginal ou incremental. Muitas vezes os conflitos surgem porque a TIR não é aditiva, (Keef e Roush, 2001). O uso da TIR Modificada é uma forma de eliminar a possibilidade de múltiplas taxas, o qual se revela como um dos motivos do conflito do método.

Alguns autores apresentam críticas ao VAL como sendo as limitações dos métodos que actualizam os fluxos de caixa, como por exemplo, Reiter, Smith, Wheeler e Rivenson (2000) que afirmam que:

- O VAL ignora o valor associado com as opções de avaliações feitas, propondo uma decisão de investimento até obter as informações adicionais.
- O VAL na sua forma pura não tem em conta a incerteza e a informação assimétrica que existe num processo de tomada de decisão.
- O VAL ignora os factores qualitativos que são extremamente importantes.

⁶ Nesta data é a quinta edição traduzida em português, pela editora McGraw-Hill de Portugal, L.da.

Segundo Magni (2002:215)⁷ “a regra do VAL está morta com a chegada de outras técnicas de avaliação mais sofisticadas”.

Se hoje o conceito de valor temporal do dinheiro é amplamente entendido e utilizado, em 1959, somente 10% das empresas usavam de alguma forma técnicas que actualizavam os fluxos de caixa nas decisões de investimento (Istvan, 1961). A tendência para o crescimento é indiscutível e visível através dos diversos estudos elaborados. De forma conclusiva apresenta-se a evolução do uso dos métodos sofisticados, nos EUA e no Reino Unido, tendo em conta alguns trabalhos de investigação (quadros 2.4 e 2.5).

Quadro 2.4 – Estudo evolutivo do uso dos métodos sofisticados (R.U.)

Ano	% de Uso	Autor (es)
1966	59	Rockley, 1973
1973	85	Carsberg & Hope, 1976
1974/5	80	Westwick & Shohet, 1976
1980	52	Scapens & Sale, 1981
1980	69	Pike, 1983
1981	47	Jones, 1986
1985	45	McIntyre & Coulthurst, 1985
1986	52	Mills & Herbert, 1987
1986	84	Pike, 1988
1989	61	Sangster, 1993

⁷ No original: “I think that many could object the NPV rule is a dead rule, overcome by other different and more sophisticated methods of appraising investments”

Quadro 2.5 – Estudo evolutivo do uso dos métodos sofisticados (EUA)

Ano ⁸	%	Autor (es)
1959	10	Istvan, 1961
1959	19	Klammer, 1972
1960	33	Miller, 1960
1964	14	Christy, 1966
1964	38	Klammer, 1972
1970	57	Klammer, 1972
1971	76	Fremgen, 1973
1975	66	Petry, 1975

2.2.3 - MÉTODOS NÃO FINANCEIROS

Nos últimos anos houve um pequeno desvio ao nível dos métodos que avaliam os projectos de investimento. A investigação começa a focalizar-se em análises que consideram dimensões não financeiras como, a estratégia, a flexibilidade, a qualidade etc, aspectos anteriormente ignorados na literatura sobre a avaliação de projectos de investimento (Hertentein, 1989; Kaplan, 1986, Mensah e Miranti, 1989; Myers, 1984; Shapiro, 1986; Proctor e Canada, 1992).

Uma das críticas aos métodos sofisticados é o facto de ignorarem os aspectos não financeiros, como os factores estratégicos e qualitativos (Proctor e Canada, 1992; Reiter, Smith, Wheeler e Rivenson, 2000).

Alguns dos factores não quantitativos são considerados pelos investidores. Nos seus trabalhos Petty et al (1975) concluíram que 77% das empresas responderam que os factores quantitativos são dominantes nas decisões de investimentos, mas os aspectos qualitativos também influenciam as decisões finais. Outros factores de selecção de projectos de investimentos são a duração da vida do custo, as regras legais, a imagem da empresa, a estratégia, o contrato de obrigação, os conceitos sociais e as relações para aumentar a comunidade (Brigham, 1975; Brigham e Pettway, 1973; Petty e

⁸ O ano é referente à data em que foi elaborado o estudo e não a data de publicação.

Bowlin,1976; Petty et al, 1975). Os investimentos são aprovados com base em critérios não financeiros/ não económicos (Gurnani, 1984).

Tem havido um grande desenvolvimento dos aspectos qualitativos e subjectivos na avaliação de projectos de investimentos e estes não estão relacionados com a dimensão da empresa (Pike, 1983).

Quadro-2.6 Grau de importância dos aspectos qualitativos

	N.º Emp.	%
Muito Importante	28	22
Importante	54	41
Importância Média	41	32
Importância Abaixo da Média	4	3
Relativamente sem importância	3	2
Total	130	100

Fonte: Pike,1983

É cada vez maior o número de grandes empresas que usam também métodos não financeiros. Arnold e Hatzopoulos (2000) apresentaram um estudo elaborado nas empresas do Reino Unido em 1997 no qual demonstraram que 31% das empresas da amostra usavam os critérios não financeiros na avaliação dos projectos de investimentos.

Quadro 2.7- Percentagem de uso dos critérios não financeiros

	Pequenas	Médias	Grandes	Todas
Não Financeiro	32%	17%	39%	31%

Fonte: Arnold e Hatzopoulos , 2000

2.2.4- A COMBINAÇÃO DOS MÉTODOS

A combinação dos diversos métodos tem sido uma forma das empresas verificarem e tomarem credíveis as suas avaliações. É muito reduzido o número de empresas que ainda focaliza a sua análise num único método; a maioria já usa múltiplas técnicas (Klammer, 1973; Fremgen, 1973; Petry, 1975; Gitman e Forrester, 1977; Shall, Sundem e Geisjbeek, 1978 e Kim e Farragher, 1981).

No Reino Unido em 1992, só 4% das empresas utilizavam um único método e 36% usavam quatro métodos de avaliação no apoio à decisão de investimento (Pike, 1996).

Mesmo sendo o PR muito usado, são poucos os casos em que este método é usado isoladamente ou como sendo o principal (Schall, Sundem e Gijsbeek, 1978; Gitman e Forrester, 1977).

Da comparação de outros estudos elaborados para o mesmo fim, conclui-se que as empresas combinam mais métodos do que previsto (Sangster, 1993). Um estudo recente da combinação de métodos, foi elaborado por Arnold e Hatzopoulos (2000) nas empresas do Reino Unido, que pode ser comparado com os resultados apresentados por Pike (1996).

Existem pelo menos duas explicações para que as empresas combinem os métodos de avaliação na tomada de decisão. A primeira explicação, indica que nenhum método por si só é suficiente para uma boa avaliação (Bhaskar, 1978). A segunda razão está relacionada com a maximização dos resultados. Os gestores conscientes da complexidade da tomada de decisão, dos constrangimentos e entraves do investimento, irão seleccionar o método que permita maior probabilidade de sucesso para o projecto em causa.



2.3 – FACTORES DETERMINANTES DO INVESTIMENTO

O investimento é a chave do crescimento económico. Muitos trabalhos de investigação revelam a existência de uma ligação estreita entre o investimento e o rácio de crescimento mesmo em mercados menos evoluídos como África, Ásia e América Latina, (Hernandez-Cata, 2000; Ndikumana, 2000; Elenoa Seruvatu, 2001).

A decisão de investimento é fortemente influenciada por diversos factores. O primeiro determinante do investimento é o lucro. Existem alguns factores como o custo que condicionam os investidores. Em economias abertas a forte competitividade do mercado é um dos principais factores que influenciam o investimento. Assim, os factores macroeconómicos, como a inflação, a taxa de juro e taxa de câmbio são questões centrais na decisão de investimento (World Bank, 1995).

Duncan et all. (1999) apontam três determinantes do investimento, como: as políticas governamentais, as barreiras culturais e sociais e a própria localização do mercado.

Dos estudos elaborados em mercados subdesenvolvidos, aponta-se com forte influência na decisão de investimentos as questões institucionais, como a burocracia interna, as leis, as crise políticas, as frequentes corrupções, o roubo e o crime, entre outras (World Bank, 1995; Weder,1998).

A restrição de capital também é uma forte condicionante das opções de investimento. Neave e Wiiginton (1981) sugerem que o mais comum do racionamento do capital é a limitação imposta internamente.

Do estudo elaborado por Gitman e Forrester (1977), em 100 empresas, 52 responderam que nas suas decisões de investimento se limitam a ponderar a necessidade de capital a ser investido. Mais de metade das grandes empresas, 69,1%, indicaram como a principal causa do racionamento do capital o limite de valores de empréstimo imposto pela gestão interna. Fremgen (1973) afirma que a restrição mais usual é o limite imposto aos empréstimos pela gestão interna.

Outros autores dedicaram algum tempo ao estudo nesta área do racionamento do capital, tal como Levy e Sarnat (1982), Weingartner (1977). Nos seus estudos afirmam que as restrições exteriores de racionamento de capital devem ser tratadas de forma diferente.

Assim, uma decisão de investimento é condicionada por diversos factores. O grau de influência dos mesmos varia conforme o tipo de projecto, a empresa, as condições do mercado, etc.

A compilação dos vários estudos sobre os determinantes do investimento permite a enumeração de pelo menos sete grupos de factores como: a organização interna da empresa, o mercado, os custos inerentes, o financiamento, os determinantes macroeconómicos, o risco e os incentivos (políticas governamentais).

Em geral, estes factores, isoladamente ou na globalidade, são decisivos no processo de investimento e na escolha do método de avaliação a ser utilizado.

2.3.1 – CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO DE DECISÃO DE INVESTIMENTO E O RISCO

Os primeiros documentos sobre a avaliação de projectos de investimentos ignoravam o impacto do risco e da incerteza (Dean, 1951). A incerteza foi incorporada na teoria de avaliação de investimento através da regra do ajustamento do risco, com base no modelo de média da variância e pela metodologia de valorização de activo sujeitos a risco (Sharpe, 1964 e Lintner, 1965; Markowitz, 1959).

Muito antes do aparecimento da moderna teoria financeira que estabelece a relação entre o risco e a rendibilidade esperada, os gestores financeiros já consideravam ajustamentos para o risco nas decisões de investimentos (Brealey e Myers, 1998).

O tratamento do risco é importante, muitas vezes complexo, dando trabalho na análise das estratégias e na avaliação de projectos de investimentos. As maiores flutuações na taxa de câmbio, as taxas das mudanças das tecnologias, e a menor previsibilidade no

comportamento competitivo têm aumentado o interesse pelo estudo de problemas de avaliação de projectos de investimento em condições de incerteza.

A análise de risco tem sido uma preocupação crescente na avaliação de projectos de investimento. Os métodos que asseguram uma forma de incorporar o risco no processo de avaliação de investimentos são os denominados métodos sofisticados (Klammer, 1973).

Pike e Sharp (1989) estudaram as tendências do uso das técnicas sofisticadas, e dividiram-nas em dois grupos:

- Técnicas financeiras, como TIR, VAL e Análise de Sensibilidade
- Técnicas "Management Science", como Análise de Probabilidade, Análise do Beta, Programação Matemática, Simulação no Computador, Teoria da Decisão e Análise Crítica de Caminho.

Quadro 2.8- Técnicas Sofisticadas

	1991	1992
Técnicas Financeiras:		
TIR	79	81
VAL	75	74
Análise de Sensibilidade	77	88
Técnicas "Management Science"		
Análise de Probabilidade	44	48
Análise do Beta	23	20
Simulação	44	n.a
Teoria de Decisão	40	n.a
Programação Matemática	29	n.a
Análise Crítica do Caminho	49	n.a

n.a informações não avaliadas para o ano 1992

Fonte: Pike, 1996

Geralmente, utilizam-se vários métodos práticos para realizar o ajustamento ao risco. Por exemplo muitas empresas calculam a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores, utilizando o custo do capital da empresa para actualizar os fluxos de caixa dos novos projectos (Brealey e Myers, 1998).

Segundo, Ho e Pike (1991 e 1992) as técnicas de análise do risco utilizadas pelas grandes empresas podem ser divididas em duas categorias:

- Ajustamento simples do risco ou método de ajustamento ao risco, baseado em estimativas determinísticas e ajustamentos intuitivos (subjectivos) dos fluxos de caixa ou do modelo de avaliação, por exemplo, aumento da taxa de actualização ou redução do período de recuperação para os projectos de maior risco.

- Análise probabilística do risco (PRA) ou método de abordagem e estimação do risco que se baseia na consideração da incerteza associada às variáveis críticas e respectivas probabilidades (análise de sensibilidade, métodos analíticos, árvores de decisão, simulação Monte Carlo) (Silva e Serrão, 1992).

A técnica do ajustamento simples do risco aparenta ser de fácil aplicação, podendo levar a decisões não acertadas quando os pressupostos não são claramente entendidos (Grayson, 1967; Davey, 1975; Hertz e Thomas, 1983), enquanto que, a análise probabilística do risco requer análises rigorosas e mais informações quantitativas sobre o risco inerente ao projecto de investimento (Ho e Pike, 1991).

Não são muitas as empresas que incorporam regras quantitativas de tratamento do risco. As mais populares das técnicas quantitativas, de análise probabilística do risco, são as análises de sensibilidade e a simulação probabilística baseada no método de Monte Carlo (Kim e Farragher, 1981; Silva e Serrão, 1990).

A técnica de ajustamento do risco subjectivo é mais popular na prática, embora as empresas tenham aumentado a utilização dos métodos quantitativos. O mais popular dos métodos quantitativos é PR reduzido (Kim e Farragher, 1981). A popularidade do método do risco ajustado à taxa de actualização não surpreende, já que é uma aproximação simples do ajustamento do risco.

O uso dos métodos de ajustamento simples e a análise probabilística do risco podem ser comparadas nas grandes empresas dos EUA e Reino Unido através dos estudos elaborados por Klammer e Walter (1984) e Pike (1988) nos respectivos países de origem.

A utilização das técnicas de ajustamento do risco é mais frequente nas empresas do Reino Unido do que nas empresas norte-americanas. Em contrapartida, a análise probabilística do risco é feita com mais frequência nas grandes empresas dos EUA, (Klammer e Walker, 1984; Pike, 1988).

O aumento do número das empresas norte-americanas que aplicam pelo menos um método de análise do risco foi rápido, passando de 19% em 1960 para 59% em 1980 (Klammer e Walker, 1984). Outros estudos revelaram subidas na utilização desses métodos, com percentagens mais altas nas empresas que usam com frequência tais métodos, conforme referiram Fremgen 67%, Petry 71%, Gitman e Forrester 71% e Schall, Sundem e Geisjbeck 90% (Fremgen, 1973; Gitman e Forrester, 1978; Schall, Sundem e Geisjbeck, 1978).

Seguindo a proliferação de trabalhos recentes sobre análise de risco, os trabalhos de investigação sobre a avaliação de projectos de investimentos indicam um gradual aumento e uma definitiva transição da teoria para a prática (Kim e Farragher, 1981; Gitman e Mercurio, 1982; Corr, 1983; Klammer e Walker, 1984; Scott e Petty, 1984; Gurnani, 1984; Pike, 1988b).

Nos EUA, por exemplo, Klammer e Walker (1984) registaram um significativo crescimento na utilização de pelo menos um método formal de tratamento do risco, o qual passou de 39% em 1975 para 59% em 1980. Mais recentemente, registou-se a mesma tendência de crescimento no Reino Unido.

Pike (1988b) verificou que 26% das empresas tratavam formalmente o risco em 1975 e que esta percentagem aumentou para 86% em 1986. De uma forma geral, estes

trabalhos de investigação mostram um crescimento na utilização das técnicas de análise de risco, com preferência pelo método de ajustamento simples.

Kim, Crick e Farragher (1984) nos trabalhos de investigação sobre as técnicas de tratamento do risco fizeram a comparação entre as empresas norte-americanas e não norte-americanas: 91% das empresas norte americanas e 95% das empresas não norte americanas usavam diferentes métodos de avaliação do risco dos projectos de investimento estrangeiro. Somente 25% das empresas americanas e 12% das empresas não americanas usam o método do equivalente certo ou o ajustamento do risco à taxa de actualização.

Quadro 2.9- Comparação dos métodos de análise de risco entre as Empresas do EUA e outros países.

	EUA	Não EUA	Média
Equivalente Certo	11%	4%	7,5%
Ajustam. do risco à taxa Actualização	14%	8%	11%
Ajustamento do PR	16%	21%	18,5%
Ajustamento da TRC	10%	30%	20%
Fundos de Empréstimos	22%	20%	21%
Seguro do risco onde é possível	13%	10%	11,5%
Nenhum método	9%	5%	7%
Outro método	5%	2%	3,5%

Fonte: Kim, Crick e Farragher, 1984

Os estudos elaborados por Klammer (1969), Gitman e Forrester (1977), Kim e Farragher (1981) e Klammer, Koch e Wilner (1991) revelaram uma preferência pela análise de sensibilidade como técnica de análise de risco simples e uma preferência pelo risco ajustado à taxa de actualização como técnica de ajustamento do risco.

Quadro 2.10- Estudos relativo às técnicas de tratamento do risco

	Klammer (1969)	Gitman e Forrester (1977)	Kim e Farragher (1981)	Klammer, Koch e Wilner (1988)
Técnicas de análise de risco				
Simulação Monte Carlo	13%	—	10%	12%
Análise Sensibilidade	—	—	23%	57%
Técnicas de Ajustamento do Risco				
Redução do período do PR	10%	13%	14%	19%
Equivalente Certo	—	27%	3%	—
Ajustado à Tx. De Desconto	21%	44%	19%	40%

As empresas ajustam as taxas de actualização de acordo com o tipo de projecto, o que o poderia indicar que o fazem devido ao nível de risco associado a cada projecto (Poterba e Summers, 1995).

No Reino Unido, Pike (1996) ao estudar a evolução dos métodos de análise de risco revelou prevalência da análise de sensibilidade seguida do ajustamento da taxa de desconto. Estes resultados podem ser confirmados nos elementos descritos no quadro 2.11.

Quadro 2.11- Estudo longitudinal da análise de risco (Reino Unido)

	1975	1980	1986	1992
	%	%	%	%
Redução do PR	25	30	61	60
Taxa de Desconto Ajustada ao Risco	37	41	61	65
Análise probabilística	9	10	40	48
Análise de Sensibilidade	28	42	71	88
Análise do Beta	0	0	16	20

Fonte: Pike 1996

2.3.2.- OS CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO DE PROJECTOS DE INVESTIMENTO E A INFLAÇÃO

O tratamento da inflação na avaliação de projectos de investimento tem recebido considerável atenção na literatura nos anos mais recentes (Bromwich, 1970; Bagwell,

1973; Boersema, 1978; Nelson, 1976). Os dois principais trabalhos de investigação no Reino Unido indicaram que grande número das empresas ignora ainda a inflação no processo de avaliação de projectos de investimentos (Westwick e Shohet, 1976) ou utilizam a taxa de retorno associado aos fluxos de caixa estimados a preço correntes (Carsberg e Hope, 1976).

Num estudo com uma amostra de 150 empresas do Reino Unido, Pike (1983) apresentou os seguintes resultados em relação ao tratamento da inflação no processo de tomada de decisão de investimento (quadro 2.12).

Quadro 2.12- Técnicas de avaliação de Inflação

Técnicas de tratamento de inflação	1975	1980
Ignora a Inflação	30%	11%
Taxa específica para diferente custos e receitas	20%	30%
Fluxo de caixa específico a preços constante e aplicação da taxa de retorno real	29%	35%
Ajustamento para estimar as mudanças nos diversos níveis da inflação	29%	39%
Considerar análise de risco/ análise de sensibilidade	13%	18%

Fonte: Pike, 1983

Este estudo revela o aumento no tratamento da inflação. Em cinco anos, de 1975 para 1980, a taxa de empresas que ignoravam a inflação na sua tomada de decisão diminuiu de 30% para 11% (Pike, 1983).

2.4 – O FINANCIAMENTO E A ESTIMAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA

A decisão de avaliação de investimento requer dois tipos de informação: o cálculo dos fluxos de caixa e a taxa de actualização apropriada. Isto é evidente na literatura académica, a qual revela a realização de um grande esforço no desenvolvimento e aperfeiçoamento das técnicas quantitativas que calculam a melhor taxa de actualização a aplicar, incorporando o risco no processo de decisão (Pohlman, Santiago e Markel, 1988).

Scott e Petry (1984) consideram menores as dificuldades dos gestores na avaliação de projectos de investimentos. Os factores mais importantes a considerar para o cálculo da estimativa do fluxo de caixa, são os factores financeiros, factores de marketing e de produção (Pohlman, Santiago e Markel, 1988).

Quadro 2.13 - Alguns Métodos de Estimação dos Fluxos de Caixa

Métodos	%
Modelos matemáticos Sofisticados	48,3
Simulação por Computador	52,2
Análise de Sensibilidade	69,0
Teoria de Probabilidade	43,1

Fonte: Pohlman, Santiago e Markel, 1988

A dificuldade associada à estimativa dos fluxos de caixa resulta da aplicação dos métodos ou técnicas de avaliação de projectos de investimento (Klammer, Koch e Wilner, 1991; Mensah e Miranti, 1989; Proctor e Canada, 1992).

A moderna teoria financeira sugere as técnicas que actualizam os fluxos de caixa, especialmente o VAL, como superiores na tomada de decisão de investimento, as quais requerem a estimativa dos fluxos de caixa futuros e a taxa de actualização. Actualmente, já existem modelos matemáticos sofisticados e técnicas de simulação de computadores que possibilitam a estimativa dos fluxos de caixa (Reiter, Smith, Wheeler e Rivenson, 2000).

O custo do capital da empresa é a taxa de rendibilidade exigida para os projectos que envolvem um risco igual ao da actividade actual da empresa. Contudo, muitas empresas utilizam o custo de capital para actualizar os fluxos de caixa previsionais de todos os novos projectos (Brealey e Myers, 1998).

Os autores Graham e Harvey (2001) afirmaram ser o cálculo do custo do capital a primeira tarefa na avaliação de projectos de investimentos. Do estudo elaborado por

estes autores, conclui-se que o “*capital asset pricing model*” (CAPM) é o método mais usado, com 73,5% de utilização pelas empresas.

2.5 – CARACTERÍSTICAS DA TECNOLOGIA E DAS EMPRESAS

2.5.1. INFORMATIZAÇÃO DO SISTEMA

A introdução dos computadores pessoais tem tido um significativo e persuasivo impacto nas empresas da amostra do estudo realizado por Reichert, Moore e Byler (1988). Neste estudo todas as empresas incentivam o uso dos computadores na análise financeira, na perspectiva de obterem melhores resultados e em menos tempo. Os computadores promovem a descentralização e tomam mais rápidas as análises. Os mesmos autores apresentaram um estudo efectuado nos EUA onde revelaram o comportamento das empresas perante a informatização da análise financeira.

Os investigadores Reichert, Moore e Byler (1988) apresentaram um estudo evolutivo das tendências e do impacto do uso dos computadores na avaliação dos projectos de investimento (quadro 2.14).

Quadro 2.14- Informatização da análise financeira

	N.º	Concorda	Discorda	Sem Opinião
Uso dos computadores nas análises financeira	309	90,6%	7,4%	2%
Simulações das taxa de juro pelo computadores	310	84,8%	11,0%	4,2%

Fonte: Reichert, Moore e Byler, 1988

As causas que influenciaram o crescimento e uso das técnicas sofisticadas a partir dos anos 80 foram a redução de preço do software e o desenvolvimento da área de finanças. A nova geração de computadores e a capacidade de produção de novos indicadores de investimento e a introdução na análise dos factores como a inflação, a incerteza, etc, também influenciaram o desenvolvimento de novas técnicas de avaliação (Pike, 1996).

Os benefícios de instalar um sistema de computador para avaliação de investimentos já foram notados por alguns autores, como por exemplo, Keen, 1981; Gordon e Pinches, 1984. Estes autores confirmaram que os computadores são mais rápidos na análise e trazem um crescimento na eficácia. Os programas de computador tornam mais fácil esta avaliação (Pike, 1989).

As mudanças organizacionais foram causadas principalmente pela expansão das tecnologias de informação, que contribuíram para acabar com a relação existente entre a dimensão da empresa e a quantidade de métodos de avaliação utilizados. Este estudo foi realizado também sobre as empresas do Reino Unido (Sangster, 1993).

A importância do desenvolvimento das tecnologias de informação na escolha e aplicação dos métodos de avaliação é cada vez mais visível, por exemplo é muito mais fácil e rápido os cálculos exigidos pela TIR no computador do que manualmente (Pike, 1982).

Os mais sofisticados usam os métodos que actualizam os fluxos de caixa que esperam acelerar a avaliação com o apoio do computadores e softwares fáceis de manejar.

2.5.2- TIPO DE INVESTIMENTO

A escolha do critério de avaliação dos projectos de investimentos também depende do tipo de investimento em avaliação. Algumas empresas escolhem os métodos a usar conforme o tipo de investimento. Autores como, Petty, Scott, Bird, (1975) Klammer, Koch, Wilner (1991), apontam este factor como determinante das práticas de avaliação. Destes trabalhos de investigação fica a noção que muitos gestores relacionam os grandes projectos com métodos mais sofisticados, como forma de correrem menores os riscos possíveis de engano na avaliação, enquanto que em simples e pequenos investimentos de substituição não exigem grande sofisticação na avaliação.

Na mesma óptica e com a mesma conclusão, o autor Chen (1995), confirma que as empresas usam as técnicas sofisticadas principalmente para investimentos maiores, de

expansão ou inovação, que requerem grandes recursos tecnológicos e monetários, do que em pequenos investimentos de menor risco.

2.5.3.- SECTOR DE ACTIVIDADE E A DIMENSÃO DA EMPRESA

Vários trabalhos de investigação estudaram até que ponto a dimensão da empresa influencia a adopção de métodos mais sofisticados de avaliação de projectos de investimentos. Moore e Reichert (1983) concluíram que a percentagem de empresas que usam frequentemente a TIR aumenta de 55% nas pequenas empresas para 71% nas médias e 91% das grandes empresas. No entanto, o método PR mostra-se contrário à dimensão da empresa.

Sangster quebrou a lei que relacionava a dimensão da empresa com o uso dos métodos sofisticados, porque no seu estudo concluiu que as pequenas empresas também aplicam tais métodos (Sangster, 1993).

De forma contraditória, Pike (1983) rejeita a relação entre o uso de procedimentos sofisticados e a dimensão da empresa.

2.5.4- A ESCOLHA DO MÉTODO E O DESEMPENHO DA EMPRESA

Muitos estudos preocupam-se com as características das empresas, como o tamanho, a intensidade do capital, a classificação industrial, na escolha da técnica de avaliação. Christy (1966) concluiu não existirem relações significativas entre a técnica de avaliação de projectos de investimento e o desempenho. Klammer (1973) foi incapaz de mostrar uma relação estatisticamente significativa entre a taxa de retorno operacional e as técnicas de avaliação de projectos de investimentos.

Numa investigação recente, Farragher (1986) estudou se o uso de métodos sofisticados conduzia a melhor desempenho. Os trabalhos de investigação que estudam a relação entre os métodos usados e o desempenho da empresa têm aumentado ao longo dos anos

(Christy, 1966; Klammer, 1973; Sundem, 1974; Kim, 1982; Pike, 1984; Haka et al., 1985). Até à data poucas são as evidências empíricas que sugerem que a introdução de métodos mais sofisticados levam a retornos superiores.

Teoricamente, a empresa tem melhorias no desempenho se usar métodos sofisticados. Os resultados dos trabalhos de investigação apresentam algumas limitações. As tendências actuais vão no sentido do aumento no uso das técnicas sofisticadas (Haka, Gordon e Pinches, 1985).

Dos vários estudos elaborados com o fim de identificar a possível relação existente entre o desempenho da empresa e as técnicas de avaliação de projectos de investimentos, destacam-se os apresentados no quadro resumo, o qual revela os principais resultados obtidos nos trabalhos de investigação.

Quadro 2.15- Desempenho da Empresa e os Métodos de avaliação de investimento

Autor	Método de investigação	Resultados
Christy (1966)	Classificação baseada nos ganhos por partilhar as novas tendências com o uso das técnicas sofisticadas	Nenhuma relação entre ganhos por seguir as tendências e as técnicas de avaliação escolhidas pelas empresas
Klammer (1973)	Regressão múltipla	Nenhuma relação significativa entre melhoras na performance e o uso das técnicas sofisticadas, mas a dimensão e o risco afectam positivamente a performance.
Sundem (1974,1975)	Simulação com o modelo preferencial do estado do tempo	Os modelos do VAL com duas ou três classes de risco têm custo/benefício eficiente. Num ambiente de alta incerteza o uso do PR é racional.
Kim (1975)	Regressão múltipla	Relação positiva entre o grau de sofisticação dos métodos de avaliação e a performance da empresa.
Kim (1982)	Regressão múltipla	Relação positiva entre a sofisticação dos métodos e a performance, dimensão e risco da empresa.
Haka et al (1985)	Regressão Múltipla	Durante 48 meses de análise não se verifica nenhum aumento significativo na performance das empresas por usar técnicas sofisticadas.

Klammer (1973) concluiu que uma mera adopção de várias regras analíticas para avaliação de projectos de investimentos não é suficiente para alcançar desempenho operacional superior. Christy (1966) mostrou que os ganhos por partilhar as tendências actuais não são significativos para diferentes empresas que usam técnicas de avaliação diversas. Em contraste, Kim (1975, 1982) confirmou que as empresas que usam técnicas mais sofisticadas têm maiores taxas de retorno operacional e maiores ganhos.

2.6.- A CONTRADIÇÃO ENTRE A TEORIA E A PRÁTICA

A decisão de investimento é um dos principais temas de estudo da teoria financeira e matemática financeira (Magni, 2002). A teoria financeira elabora este tema desde a década de 50. A questão em discussão envolve a escolha do método a ser usado pela empresa no estudo das alternativas de investimento disponíveis.

A escolha dos métodos de avaliação de projectos de investimentos é um grande exemplo da discrepância entre a teoria e a prática financeira. Enquanto que a teoria recomenda os métodos sofisticados como sendo os adequados para a tomada de decisão de investimento, muitas empresas continuam a confiar nos métodos não sofisticados, ou seja, métodos que não actualizam os fluxos de caixa como é o caso do período de recuperação.

Ao longo de décadas vários foram os estudos que revelaram a popularidade deste método entre as empresas, embora esta técnica seja muito criticada na teoria e, ainda exista uma elevada percentagem de empresas que utilizam este método na avaliação de projectos de investimento.

Moore e Reichert (1983) demonstraram que o PR era o método mais frequentemente utilizado pelas grandes empresas dos EUA, com 79,9 %.

Quadro 2.16- Os critérios mais usados (EUA)

Métodos	Frequente	Raramente	Nunca
PR	79,9%	14,4%	5,7%
VAL	68,1%	22,1%	9,8%
TIR	66,4%	17,8%	15,8%

Fonte: Moore e Reichert, 1983

No decorrer de 17 anos de estudo nas empresas do Reino Unido o uso do PR foi crescente e sempre superior ao uso dos métodos sofisticados, nomeadamente o VAL e a TIR (Pike,1996).

Quadro 2.17- Critérios de avaliação. Estudo longitudinal

Ano	1975	1980	1986	1992
Evolução das técnicas	%	%	%	%
PR	73	81	92	94
TRC	51	49	56	50
TIR	44	57	75	81
VAL	32	39	68	74

Fonte: Pike, 1996

Da análise do resultado pode concluir-se que o uso dos métodos sofisticados cresceu, ganhando força perante os outros métodos, mas persiste ainda o mito do PR (Pike, 1996).

Ainda é visível a contradição entre a teoria e prática, na medida em que durante este período a popularidade da TIR foi sempre superior a do VAL, embora a teoria defenda o uso do VAL como técnica de apoio à tomada de decisão de investimento.

O PR conseguiu consolidar a sua posição nas empresas Escocesas, como o método mais popular, embora os métodos sofisticados tenham registado um crescimento na sua utilização (Sangster,1993).

Quadro 2.18- Critérios de avaliação (Escócia)

Métodos	%	Rank
TIR	58	2
VAL	48	3
PR	78	1
TRC	31	4

Fonte: Sangster,1993

Além do PR ser o método mais usado, este é seguido pela TIR, o que mostra que existe uma dupla discordância entre a teoria e a prática.

Alguns estudos revelaram que uma percentagem das grandes empresas no Reino Unido, privilegiavam o uso do PR (Pike,1996; Arnold e Hatzopoulos, 2000).

Quadro 2.19- Técnicas de Avaliação (Comparação de estudos)

Ano	1975	1980	1986	1992	Ano de Estudo 1997	
Um Único Método	%	%	%	%	Um Único Método	%
PR	14	12	6	4	PR	0
TRC	12	7	0	0	TRC	0
TIR	5	4	2	0	TIR	0
VAL	0	1	0	0	VAL	8
Total	31	24	8	4		8

Fonte: Pike,1996; Arnold e Hatzopoulos, 2000

O número de empresas que usam um único método tem vindo a ser reduzido (Pike, 1996), mas é visível que quando a empresa confia numa só técnica prefere, o PR. Mais recentemente, foi realizado um estudo com os mesmos objectivos, que concluiu que o PR é usado isoladamente só nas pequenas empresas e com uma baixa percentagem, mesmo porque em 1997 já era muito reduzido o número de empresas que aplicavam um único método na avaliação de projectos de investimento (Arnold e Hatzopoulos, 2000).

CAPITULO III – METODOLOGIA

3. METODOLOGIA

3.1. INTRODUÇÃO

O estudo das metodologias aplicadas nos diversos trabalhos de investigação ao longo de décadas sugere que os autores começaram por definir uma amostra, cuja dimensão dependeu da época e do mercado em estudo. Assim, podem-se encontrar trabalhos com amostras de 1000 empresas (Kim, Crick e Kim, 1986) e outros com menos de uma dezena, como por exemplo o estudo de Mao (1970) que utilizou apenas oito empresas.

Um outro ponto importante a observar é a taxa de participação das empresas. À partida pode ser definida uma amostra grandiosa, a qual pode ser reduzida por insuficiência de respostas, o que poderá pôr em causa a própria representatividade e a validade dos resultados obtidos.

Os níveis de “não resposta” são, por vezes elevados, especialmente quando as questões são enviadas e devolvidas pelo correio. Não é invulgar que os estudos publicados sejam baseados em resultados derivados de pouco mais do que metade dos apresentados na amostra.

Os instrumentos utilizados na recolha de dados são de dois tipos: entrevistas e questionários. Apesar das suas limitações, o questionário é o método de recolha mais utilizado (Rappaport, 1979). Os questionários continuam a ser muito utilizado na investigação, por várias razões (Miller, 1983). As respostas a questionários podem ser mais facilmente qualificadas e analisadas do que o material produzido pela maioria dos outros métodos de investigação. A principal desvantagem da aplicação directa do questionário consiste na possibilidade de enviesamento, em virtude da dificuldade em contactar com todos os inquiridos da mesma forma. Tendo em conta a distância entre os investigadores e os respondentes, a interpretação das questões não são universais e únicas, por melhor que o questionário esteja elaborado (Pike, 1983b).

É muito fácil detectarem-se erros quando é usado o questionário. Rappaport (1979) critica este método salientando que um simples sim ou não pode conduzir a grandes desvios e resultados errados.

Muitas vezes as respostas aos questionários dependem da dimensão e sofisticação das empresas e do grau académico dos que respondem, nada garantindo a seriedade das respostas, aspectos que tomam os questionários de pouca confiança (Chen, 1995). Muitos autores, apontam que os questionários não reflectem claramente a realidade da empresa, pois estes podem ser respondidos em circunstâncias impróprias, por exemplo a rapidez, a falta de tempo e de conhecimento podem ser as causas principais.

Grande parte das limitações dos questionários podem ser superadas com entrevistas directas (face à face), mas por outro lado, este método pode tornar-se impossível de realizar pela sua morosidade, dificuldades geográficas e custos inseridos.

3. 2. CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

Para a definição da amostra recorre-se à própria situação do mercado em estudo. Assim, considera-se uma amostra representativa quando abrange as ilhas que representam Cabo Verde a nível económico. Seguindo as percentagens da distribuição do volume de negócio por ilhas, pode afirmar-se que as ilhas de Santiago, São Vicente e Sal são as que apresentam uma maior contribuição para o investimento e para o volume de negócios realizado em Cabo Verde (quadro 3.1).

Quadro 3.1 – Repartição Geográfica do Vol. Negócio e Investimento em Cabo Verde

Repartição Geográfica	% Volume Negócio	% Investimento
Santiago	52	60
S. Vicente	35	34
Sal	7	4
Outras Ilhas	6	2
Total	100	100

Fonte: INE-CV,1997

Neste sentido, a amostra irá cobrir extensivamente essas ilhas. A amostragem é uma das principais áreas em que podem ser cometidos erros pelo que lhe é devida uma especial atenção. Esta amostragem tem como objectivo abarcar os mais diversos sectores de actividade, situação jurídica da empresa, idade da empresa de forma a obter um mais elevado número de pontos de comparação.

A amostra irá focar-se nas maiores empresas de Cabo Verde. O Instituto de Estatística de Cabo Verde (INE-CV), conhecendo a realidade do país classifica como sendo grandes empresas aquelas que tiverem a contabilidade organizada. A instituição argumenta que, embora aparentemente contraditório, este é o critério globalmente mais consistente, e que outros critérios baseados no número de trabalhadores e no volume de negócios são mais voláteis e menos consistentes e, conseqüentemente, muito mais polémicos ou problemáticos (INE-CV, 1999).

Dadas estas limitações, de não existência de legislação que defina as grandes e médias empresas de Cabo Verde, consideram-se neste grupo, para efeitos deste estudo, as empresas com mais de 25 trabalhadores, com um volume de negócios superior a 25 000 contos e capital social superior a 5 000 contos.

Este grupo pode, ainda, ser dividido em duas partes: as Grandes e as Médias Empresas. Foram consideradas como grandes empresas as empresas com volume de negócios superior a 500 000 contos e o número de trabalhadores superior a 50 pessoas.

O Instituto Nacional de Estatística facultou para o estudo uma listagem de todas as empresas com contabilidade organizada, caracterizadas por escalões de número de trabalhadores, volume de negócio e capital social.

Com estes pressupostos a população alvo deste estudo, que incide sobre as maiores empresas de Cabo Verde, as quais se distribuem em termos geográficos e de acordo com a situação jurídica descritas nos quadros 3.2 e 3.3.

Quadro 3.2 – Repartição Geográfica da Amostra

Local	N.º de Empresas	Percentagem
Santiago	63	50
São Vicente	46	37
Sal	15	11
Outras Ilhas	2	2
Total	126	100

Fonte: Dados da Amostra

Quadro 3.3 – Situação Jurídica das Empresas

Situação Jurídica	N.º de Empresas	Percentagem
Em Nome Individual	2	2
Sociedades por Quotas	68	54
Sociedades Anónimas	44	35
Sociedades Cooperativas	4	3
Empresas Públicas	8	6
Total	126	100

Fonte: Dados da Amostra

Das empresas que responderam 48% são da ilha de Santiago, 37% da ilha de São Vicente, 13% de Sal e os 2% das restantes ilhas. Em relação à situação jurídica das mesmas empresas prevalece a de Sociedades Anónimas (49%) e Sociedades por Quotas (45%).

Quadro 3.4 – Localização das Empresas

Local	N.º de Empresas	Percentagem
Santiago	24	48
São Vicente	19	37
Sal	7	13
Outras Ilhas	1	2
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

Quadro 3.5 – Situação Jurídica das Empresas

Situação Jurídica	N.º de Empresas	Percentagem
Em Nome Individual	0	0
Sociedades por Quotas	23	45
Sociedades Anónimas	25	49
Sociedades Cooperativas	2	4
Empresas Públicas	1	2
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

3.3. DESCRIÇÃO DO QUESTIONÁRIO E DO MÉTODO DE RECOLHA DE DADOS

A recolha dos dados necessários para a execução do estudo foi realizada através de questionário, o qual se encontra no anexo 1. Na revisão bibliográfica foram identificadas algumas variáveis importantes no estudo do processo de avaliação de projectos e dos determinantes do investimento. A elaboração do questionário foi realizada de forma a garantir a recolha de dados que caracterizam as empresas de Cabo Verde e o processo de investimento em geral, e teve como base o questionário do estudo realizado por Rodrigues (1999) às empresas em Portugal e pela CNI, CEPAL (2001) no Brasil.

Assim, o questionário foi dividido em cinco capítulos, Introdução, Caracterização da Empresa, Caracterização do Investimento, Caracterização do Financiamento e a Caracterização dos Métodos de Avaliação do Investimentos, cada um dos quais inclui várias questões da forma seguinte:

⇒ *Caracterização do Respondente*: As questões incluídas neste grupo são muito importantes para a validação dos resultados da dissertação, porque demonstram o grau de conhecimento do respondente em relação à empresa. As questões apresentadas procuram esclarecer entre outros os seguintes aspectos:

- função na empresa
- habilitações literárias
- anos de experiência na empresa

- participação na decisão de investimento.

⇒ *Caracterização da Empresa*: As questões incluídas neste capítulo procuram aumentar o conhecimento da realidade empresarial das maiores empresas de Cabo Verde. Entre outras incluem-se questões sobre os seguintes aspectos:

- sector de actividade
- integração em grupo empresarial
- forma jurídica.

⇒ *Caracterização do Investimento*: Este capítulo do questionário procura averiguar as características do investimento realizado pelas maiores empresas que actuam na economia de Cabo Verde, especialmente nos seguintes aspectos:

- nível e tipo do investimento
- relação entre a rentabilidade e o investimento
- fases do processo de investimento
- determinantes do investimento.

⇒ *Caracterização do Financiamento*: Nesta parte do questionário procura saber-se quais são as principais fontes de financiamento utilizadas pelas empresas e quais os prazos de reembolso praticados.

⇒ *Caracterização dos Métodos de Avaliação dos Projectos de Investimento*: Com a análise destas variáveis é possível ficar a conhecer a percentagem de utilização dos vários critérios de avaliação de investimento e o comportamento das empresas perante alguns factores que influenciam o processo de avaliação de projectos de investimento.

As questões aqui apresentadas são sobre os seguintes aspectos:

- métodos de avaliação utilizados
- tipos de investimento
- critérios que influenciam a escolha do método.

As questões foram elaboradas de forma a facilitar a leitura e a compreensão e, ao mesmo tempo, garantir a confiança nas respostas. O questionário foi submetido a um pré-teste, em seis empresas antes do envio do formulário definitivo.

As dificuldades encontradas neste teste foram eliminadas, conseguindo-se assim alcançar os objectivos pretendidos: conhecer o processo de decisão de investimento em Cabo Verde, os factores que determinam o investimento, os métodos de avaliação de projectos de investimentos usados nas empresas e a realização da comparação entre as práticas das maiores empresas de Cabo Verde.

Antes do envio foi realizado um contacto telefónico às empresas da amostra, com o objectivo de confirmar os endereços e comunicar que iriam receber o questionário em poucos dias. Todos os questionários foram enviados com um contacto personalizado, direccionados aos gerentes/administradores.

Dos questionários recebidos 54,9% foram respondidos pelos próprios gerentes/administradores, o que dá uma certa segurança acerca da fiabilidade das respostas, visto que os mesmos, por terem a máxima responsabilidade na empresa, conhecem bem a sua realidade.

Quadro 3.6 – Função do Respondente na Empresa

Função	N.º	%
Gerente/Administrador	28	54,9
Director Financeiro	7	13,7
Técnico Financeiro	0	0
Outra Função	15	29,4
Não Responde	1	2
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

Dado que, 68,6% dos respondentes, são Gerentes/Administradores e Directores Financeiros, é natural que uma grande percentagem participe nas tomadas de decisão na empresa, nomeadamente no que diz respeito à participação no processo de avaliação de projectos de investimentos.

Outras variáveis que podem ajudar a eliminar as dúvidas perante as respostas obtidas são as habilitações literárias dos respondentes e os anos de experiência na empresa.

Quadro 3.7- Habilitações Literárias dos Respondentes

Habilitações Literárias	N.º	%
Ensino Secundário ou Inferior Sem formação de Aval. De Proj.	6	12
Ensino Secundário ou Inferior com formação de Aval. De Proj.	2	4
Bacharelato	10	20
Licenciatura	25	50
Pós-Graduação/Mestrado/Doutoramento	7	14
Total	50	100

Fonte: Resultados do Questionário

O ensino superior é quase uma constante, 62,7% são quadros superiores, possuindo 49% o grau de licenciatura e 13,7% uma Pós-graduação/Mestrado/Doutoramento.

Ao nível da experiência na empresa os resultados do questionário revelaram que 64,7% dos respondentes estão há mais de 5 anos na empresa e que 92,1% estão há pelo menos 2 anos (quadro 3.8).

Quadro 3.8– Ano de Experiência do Respondente na Empresa

Anos Experiência	N.º	%
Entre 1 a 2 anos	3	5,9
Entre 2 a 5 anos	14	27,4
Mais de 5 anos	33	64,7
Não Responde	1	2
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

Os resultados do questionário também confirmam que 78,4% dos respondentes participam ou participaram no processo de avaliação de projectos de investimento nas empresas a que pertencem.

Quadro 3.9– Participação na Avaliação

Participação na Avaliação	N.º	%
Sim	40	78,4
Não	7	13,7
Não Responde	4	7,8
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

O envio do questionário foi realizado via correio, com um envelope anexo (com porte pago) para o reenvio depois de preenchido.

O primeiro envio foi no dia 2 de Junho de 2003. Até ao prazo final, de dois meses, estipulado para a recolha de dados, foram realizados mais três contactos às empresas, através de telefonemas e envio de cartas, nomeadamente no dia 16 de Junho, 30 de Junho e finalmente, no dia 14 de Julho (ver cartas no anexo 2).

Quadro 3.10- Respostas obtidas após os contactos realizados

Data dos Contactos	Respostas Válidas	Resposta Inválidas	Total
02/06/2003	15	9	24
16/16/2003	11	3	14
30/06/2003	7	2	9
14/07/2003	18	0	18
Total	51 (40,47%)	14 (11%)	65 (51,59%)

Fonte: Resultados do Questionário

A taxa de respostas de 51,59%, está de acordo com a taxa média obtida em estudos através de questionários por entidades governamentais responsáveis por estudos estatísticos em Cabo Verde, nomeadamente pelo Instituto Nacional de Estatística e o Banco de Cabo Verde.

Até 2001, a taxa média de resposta obtida pelo Banco de Cabo Verde, nos seus diversos estudos em questionários não ultrapassou os 40%, aumentando para 57% em 2002 (BCV, 2003). O Instituto Nacional de Estatística por sua vez atingiu uma taxa de resposta na ordem dos 60% (INE-CV, 1999).

A taxa de resposta de 51,59%, não está muito abaixo dos resultados obtidos por estas instituições, o que dá garantia em relação à representatividade da amostra final e ao não enviesamento dos resultados obtidos.

As respostas consideradas inválidas (11%), que são os questionários enviados em branco, ficaram fora da análise de resultados.

3.4. MÉTODOS DE ANÁLISE DE DADOS

Na elaboração análise de resultados pode-se separar a análise descritiva e a análise multivariada. Para a sua elaboração foram utilizados vários métodos estatísticos.

Na análise descritiva, foram aplicadas metodologias simples de estatísticas descritivas como as frequências, as médias, entre outras.

Na análise multivariada, recorreu-se à regressão *Logistic* ou modelo *Logit*. A estatística multivariada aplica-se a dados recolhidos na amostra sob a forma de duas ou mais variáveis correlacionadas entre si, permitindo analisar o desempenho conjunto das variáveis e determinar a influência ou importância de cada uma, estando as restantes presentes.

A decisão de avaliação dos projectos de investimentos e a escolha dos métodos ou critérios a serem utilizados nesta avaliação irão ser os objectos de estudo, as variáveis dependentes, considerando esta decisão determinada por diversos factores. O objectivo será o de estimar a relação entre uma variável dependente não métrica (binária) e um conjunto de variáveis independentes métricas. O estabelecimento dessa relação implica a aplicação de uma estatística multivariada.

Os modelos de regressão nos quais a variável dependente é binária (*dummy*), ou seja, apenas pode assumir o valor 0 ou 1, podem ser classificados por modelos lineares de probabilidade, modelos *logit* e modelos *probit*.

Por razões históricas e práticas perante variáveis dependentes qualitativas são aplicados os modelos de regressão com variáveis *dummy*, em primeiro lugar o modelo *logit* e em segundo o modelo *probit* (Damodar, 2000).

A escolha de um destes modelos está na diferença entre eles: enquanto que o modelo *probit* assume uma distribuição normal, o modelo *logit* assume uma distribuição cumulativa logística. Assim, o modelo *logit* difere do modelo *probit* unicamente num

aspecto: na função distribuição cumulativa que é usada para o definir (Kleinbaum, 1994).

A regressão *logistic* é um modelo de aproximação matemática que descreve a relação entre um conjunto de variáveis independente X 's e uma variável dicotómica dependente Y . A variável Y é normalmente uma variável dummy, isto é codificada entre 0 e 1 (Kleinbaum, 1994).

A função de distribuição *logistic* pode ser representada da seguinte forma:

$$P_i = F(x'_i, \beta) = \frac{1}{1 + e^{-z}} = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \sum \beta_i X_i)}} \quad (3.1)$$

Os parâmetros deste tipo de modelo não podem ser estimados pelo método dos mínimos quadrados, neste caso, é utilizado o método da máxima verosimilhança.

O modelo de regressão *logistic* é também conhecido por *logit*, que deriva da seguinte transformação:

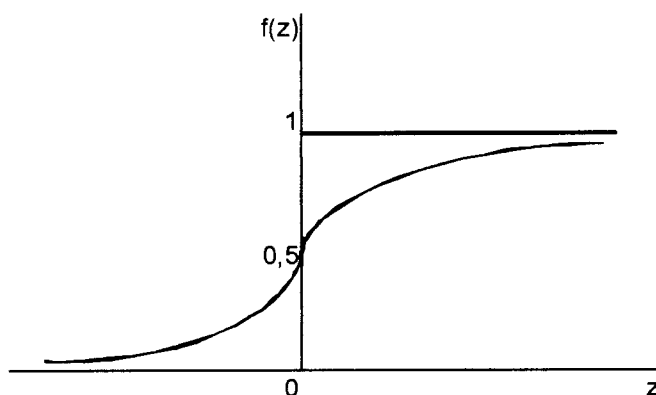
$$\log it((PY = 1)) = \ln \left(\frac{P(Y = 1)}{P(Y = 0)} \right) = -\alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_i \quad (3.2)$$

Os coeficientes α, β representam os parâmetros desconhecidos, que precisam ser estimados, e medem o efeito das variáveis independentes no rácio das probabilidades (Odds).

$$Odds(Y = 1) = \frac{P(Y = 1)}{1 - P(Y = 1)} = \frac{P(Y = 1)}{P(Y = 0)} \quad (3.3)$$

O facto da função *logistic* variar entre 0 e 1 é a principal razão de grande popularidade deste modelo. A outra razão que justifica a sua popularidade é que o gráfico da função, em que $f(z)$ é 0 a 1 para $z = -\infty$ a $z = +\infty$.

Figura 3.1- Função Logit



O outro modelo também usado é o *Probit*, com a seguinte função:

$$\begin{aligned}
 P_i = \Pr(Y = 1) &= \Pr(I_i^* \leq I_i) = F(I_i) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{I_i} e^{-t^2/2} dt \\
 &= \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{\beta_1 + \beta_2 x_i} e^{-t^2/2} dt
 \end{aligned} \tag{3.4}$$

em que t é uma variável normal padronizada, isto é, $t \sim N(0,1)$. Como P_i representa a probabilidade de ocorrer um evento, ela é medida pela área da curva normal padrão de $-\infty$ a I_i . Para deduzir o valor do I_i e dos β fazemos o inverso da função:

$$\begin{aligned}
 I_i &= F^{-1}(I_i) = F^{-1}(P_i) \\
 &= \beta_1 + \beta_2 X_i
 \end{aligned} \tag{3.5}$$

em que F^{-1} é o inverso da função.

As formulações logísticas e probit são comparáveis, sendo que a principal diferença está no facto da curva normal (probit) se aproximar do eixo mais rapidamente do que a curva logística. Portanto, a escolha entre os dois é uma questão de conveniência (matemática) e de disponibilidade de programas de computador, neste aspecto o logit é preferido ao probit (Damodar, 2000).

Como forma de validação do modelo, utiliza-se primeiramente, o Teste LR ou Qui-Quadrado e também é avaliado o valor do R^2 . A estatística R^2 é o coeficiente de determinação, que mede a correlação entre as variáveis, podendo assumir valores de 0 a 1. Quando mais próximo estiver o R^2 de 1, maior é a correlação.

Nos modelos com variável dependente dicotómica o valor do R^2 é questionável. O seu baixo valor não põe em causa a validade do modelo, sendo que nas aplicações práticas o seu valor situa-se entre 0,2 e 0,6 (Damodar, 2000).

Para a estimação do modelo de regressão logit é preciso realizar a classificação das variáveis em dependentes e independentes. No caso desta dissertação e para estudar os factores determinantes na decisão de avaliação e na escolha dos critérios de avaliação dos projectos de investimento em Cabo Verde, as variáveis recolhidas no questionário foram classificadas de acordo com a descrição incluída no quadro 3.12.

Quadro 3.11- Variáveis Dependentes

Abreviatura	Nome da Variável	Classificação da Variável
AVAL_INV	Avaliação formal de Investimento	Dummy
RCB	Uso do RCB	Dummy
TIR	Uso da TIR	Dummy
VAL	Uso do VAL	Dummy
PR	Uso do PR	Dummy
TRC	Uso da TRC	Dummy
CNF	Uso do CNF	Dummy

Quadro 3.12- Variáveis Independentes

Abreviatura	Nome da Variável
CAP_SOC	Capital Social
N_TRAB	Número de Trabalhador
VOL_NEG	Volume Negócios
TIPO_TAM	Dimensão da Empresa
SECTOR	Sector de Actividade
GRUPO_EMP	Grupo Empresarial
FJURIDIC	Situação Jurídica
NIVEL_INV	Nível de Investimento
LIMIT	Política de Restrição de Capital
TIPO_INV	Tipo de Investimento

CAPITULO IV – ANÁLISE DE RESULTADOS

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Este capítulo descreve os resultados obtidos pela resposta ao questionário enviado às maiores empresas que actuam em Cabo Verde. Estes resultados correspondem aos objectivos desta dissertação, os quais permitem dividir o capítulo em quatro partes. A primeira parte caracteriza o investimento e analisa os determinantes da decisão de investimento das empresas. A segunda parte analisa as fontes de financiamento utilizadas pelas empresas na cobertura dos investimentos. A terceira secção retrata a realidade da avaliação de projectos nas maiores empresas de Cabo Verde. O capítulo termina com a discussão da relação entre as características sócio-económicas das empresas e a utilização dos modelos de avaliação de projectos de investimento.

De uma amostra inicial de 126 empresas de diversos sectores de actividade, obteve-se um total de 65 respostas, em que 51 (40,47%) foram consideradas válidas e 14 (11%) inválidas.

Tendo em conta a divisão das empresas em grandes e médias, pode-se afirmar que 68,6% das respostas válidas são de grandes empresas.

Quadro 4.1- Dimensão da Empresa

Tipo_Tamanho	N.º	%
Grandes	35	68,6
Médias	16	31,4
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

Seguindo a estrutura empresarial do mercado de Cabo Verde, a grande percentagem de respostas foi do sector comercial, com 39,2%, seguida da Indústria, com 27,4% e empresas de Construção Civil e Obras Públicas com 15,7% (quadro 4.2).

Quadro 4.2- Sector de Actividade

Sector de Actividade	N.º	%
Indústria	14	27,4
Comércio	20	39,2
Transporte e Comunicação	5	9,8
Construção Civil	8	15,7
Turismo	2	3,9
Instituição Financeira	1	2,0
Outros de Serviço	1	2,0
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

4.1. CARACTERIZAÇÃO DO INVESTIMENTO

4.1.1. – NÍVEL DE INVESTIMENTO E A RENDIBILIDADE

A maioria dos respondentes considera que o investimento actual realizado nas empresas em Cabo Verde está de acordo com as necessidades mínimas de investimento dos negócios (53%).

Quadro 4.3- Nível de Investimento

Nível de Investimento	N.º	%
Muito Abaixo	4	7,8
Abaixo	10	19,6
De Acordo	27	53
Acima	9	17,6
Muito acima	1	2,0
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

No entanto, existe um número expressivo de empresas (19,6%) que considera que o nível do investimento está abaixo das necessidades mínimas do negócio, resultado que está dois pontos percentuais acima das que consideram o investimento realizado superior às necessidades.

Atendendo à dimensão das empresas, verifica-se que os gestores das empresas de menor dimensão consideram que o nível de investimento está muito longe de estar acima das

necessidades, situando-se de acordo ou mesmo abaixo das necessidades reais de investimento das empresas. Neste grupo, existe 37,5% de gestores que consideram que o comportamento de investimento das suas empresas não condiz com as exigências mínimas do negócio. Estes resultados revelam o reconhecimento de uma situação potencialmente insustentável a médio e longo prazo de estagnação do investimento e sugerem a existência de impedimentos relacionados com a situação financeira das empresas ou dificuldades de acesso ao crédito de longo prazo especialmente nas empresas de menor dimensão (quadro 4.4).

Quadro 4.4 – Nível do Investimento/Dimensão da Empresa

Nível de Investimento	Grandes		Médias	
	N.º	%	N.º	%
Muito Abaixo	1	3	3	19
Abaixo	4	11	6	37,5
De Acordo	21	60	6	37,5
Acima	8	23	1	6
Muito acima	1	3	0	0
Total	35	100	16	100

Fonte: Resultados do Questionário

As grandes empresas consideram que o investimento realizado está de acordo ou acima das suas necessidades, contrariando os resultados obtidos nas médias empresas, que têm o mesmo número de respostas para investimentos abaixo e de acordo com o nível mínimo exigido pelos negócios.

Os resultados descritos permitem concluir, que existe necessidade de realização de mais investimento nas empresas de menores dimensões. A falta de investimento nestas empresas, pode ser justificada pela sua própria dimensão, organização, rentabilidade e disponibilidades reais ou potenciais da empresa para o investimento.

Relacionando os investimentos realizados e a rentabilidade da empresa, verifica-se que os respondentes consideram que os investimentos efectuados deverão contribuir para aumentar a rentabilidade da empresa em 60,8% dos casos.

Quadro 4.5 – Rendibilidade/Investimento

Rendibilidade/Investimento	N.º	%
Aumentar Rendibilidade	31	60,8
Manter a Rendibilidade	13	25,5
Evitar Prejuízos	5	9,8
Não Responde	2	3,9
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

O objectivo de uma empresa ao realizar um investimento é aumentar a rendibilidade ou pelo menos mantê-la. Em Cabo Verde a óptica é a mesma, a realização dos investimentos aponta no sentido do aumento da rendibilidade final da empresa, tanto para as grandes como para as médias empresas.

Quadro 4.6 – Rendibilidade/Investimento e a Dimensão da Empresa

Rendibilidade/Investimento	Grandes		Médias	
	N.º	%	N.º	%
Aumentar Rendibilidade	20	61	11	69
Manter a Rendibilidade	11	33	2	12
Evitar Prejuízos	2	6	3	19
Total	33	100	16	100

Fonte: Resultados do Questionário

Do total das empresas que responderam a esta questão, 69% das médias empresas e 61% das grandes empresas fazem o investimento com o objectivo final de incrementar os seus resultados. Manter a rendibilidade é a segunda preocupação das grandes empresas ao investirem, enquanto que para as médias empresas a segunda preocupação é evitar os prejuízos.

4.1.2. – ANÁLISE DOS DETERMINANTES DO INVESTIMENTO

O questionário inclui trinta e quatro prováveis factores determinantes da decisão de investimento, agrupados em sete categorias e solicitava a indicação da intensidade com que cada um deles influencia a decisão, desde muito favorável até muito desfavorável (ver questionário no anexo 1). Com base na frequência relativa das respostas foi construído um indicador que varia entre 0 e 100, considerando-se que os valores acima de 50 pontos indicam que o factor é favorável ao investimento, enquanto que valores abaixo indicam condições desfavoráveis. Esta classificação permite também a ordenação dos factores de acordo com o grau de contribuição para a decisão de investimento.

Foram considerados factores abrangentes como a empresa, o mercado, os custos, o financiamento, os determinantes macro-económicos, os riscos e os incentivos.

Quadro 4.7 – Determinantes Favoráveis ao Investimento

Categoria	Factores	Indicador
Mercado	Evolução das vendas nos últimos anos	66,25
Mercado	Perspectivas com relação às vendas domésticas	63,75
Financiamento	Capacidade de autofinanciamento	60,42
Financiamento	Disponibilidade e Acesso a financiamento de longo prazo	60
Custos	Consumos e equipamentos importados	60
Empresa	Grau de ocupação da capacidade instalada na empresa	59,58
Det. Macroeconómicos	Taxa de câmbio actual	59,58
Empresa	Reorganização interna	58,33
Custos	Mão-de-obra	56,66
Incentivos	Benefícios fiscais nacionais	52,92
Incentivos	Vantagens de localização	52,92
Det. Macroeconómicos	Taxa de inflação actual	50,83
Riscos	Incerteza quanto à sustentabilidade do crescimento económico	50,83

Fonte: Resultados do Questionário

Quadro 4.8 – Determinantes Desfavoráveis ao Investimento

Categoria	Factores	Indicador
Financiamento	Grau de endividamento da empresa	49,58
Custos	Obras e construção civil	49,58
Financiamento	Parceria com outra (s) empresa (s)	49,16
Incentivo	Financiamento a fundo perdido	48,75
Empresa	Formação pessoal	47,92
Det. Macroeconómicos	Ritmo do crescimento da economia	47,08
Custos	Infra-estruturas (energia, transportes, comunicações)	47,08
Custos	Carga fiscal	46,66
Incentivos	Bonificação de taxas de juro	46,66
Riscos	Incerteza sobre a política comercial	46,25
Riscos	Incerteza quanto à evolução das contas públicas	45,83
Riscos	Incerteza sobre a evolução da taxa de câmbio	44,16
Riscos	Risco de crise internacional	43,33
Riscos	Incerteza quanto à evolução da Balança de Pagamento	43,33
Incentivos	Financeiros reembolsáveis	42,92
Det. Macroeconómicos	Taxas de juros internacionais actuais	42,5
Custos	Consumos de equipamentos nacionais	39,58
Custos	Custo do financiamento corrente	38,75
Det. Macroeconómicos	Taxas de juros domésticos actuais	38,33
Incentivos	Benefícios de natureza municipal	37,92
Mercado	Perspectivas com relação às exportações	37,5

Fonte: Resultados do Questionário

De uma forma geral, as empresas inquiridas apontaram a evolução das vendas nos últimos anos e as perspectivas em relação às vendas domésticas como os factores mais favoráveis à decisão de investimento. Com estes resultados pode afirmar-se que as condições do Mercado são os factores mais decisivos no processo do investimento, exceptuando as perspectivas em relação às exportações.

Os factores ligados à problemática do financiamento, como a capacidade de autofinanciamento e a disponibilidade e acesso a financiamento de longo prazo, também foram considerados favoráveis. Estes resultados parecem indicar que as condições do mercado e do financiamento são os factores favoráveis mais importantes para a decisão

de investimento dos empresários em Cabo Verde. Por outro lado, as perspectivas em relação às exportações, os benefícios de natureza municipal e as taxas de juro domésticas actuais são consideradas pelos respondentes como os factores mais desfavoráveis ao investimento em Cabo Verde.

Os resultados descritos no parágrafo anterior podem constituir um elemento importante para a orientação da política económica dado que fornece informação relevante sobre os determinantes do investimento em Cabo Verde. No entanto, para uma melhor compreensão dos resultados alcançados e da importância de cada um dos factores determinantes em discussão realiza-se nesta secção uma breve análise de cada um dos grupos de factores apresentados.

4.1.2.1. – EMPRESA

Os factores relacionados com as próprias condições das empresas foram considerados de carácter favorável, como o grau de ocupação da capacidade instalada na empresa e a reorganização interna. No entanto, a formação do pessoal foi considerada pelos respondentes como sendo desfavorável ao investimento, aspecto que permite concluir que as empresas ainda não consideram o investimento em formação como relevante para o sucesso dos projectos.

4.1.2.2. – MERCADO

A evolução das vendas nos últimos anos e as perspectivas em relação às vendas domésticas são os factores determinantes indicados como influenciando favoravelmente a decisão de investimento. Mais de dois terços das empresas respondentes consideraram estes factores como favoráveis.

No extremo oposto, o factor perspectivas em relação às exportações foi considerado pelos respondentes como o factor mais desfavorável, devido porventura a insucessos de investimentos no passado, motivados pela procura externa.

4.1.2.3. – CUSTOS

Os custos com os consumos e equipamentos importados (60) e com a mão-de-obra (56,66) são considerados factores de atractividade do investimento em Cabo Verde, pelas empresas respondentes. Estes factores foram os únicos dos custos que registaram valores favoráveis à decisão de investimento. O custo com as obras e a construção civil atingiram um valor muito próximo do 50, concluindo-se assim como sendo também favorável ao investimento. Por outro lado, os factores custos como as infra-estruturas, carga fiscal, consumo de equipamentos nacionais e com o financiamento corrente são considerados desfavoráveis ao investimento. Estes resultados mostram que estas empresas vêem os custos como sendo um grande obstáculo ao desenvolvimento do investimento.

4.1.2.4 – FINANCIAMENTO

Os factores como, a capacidade de autofinanciamento e a disponibilidade e acesso a financiamento de longo prazo são considerados pelos respondentes como muito favoráveis à decisão de investimento. Os outros factores ligados ao financiamento como o grau de endividamento das empresas e a pareceria com outras empresas, registaram um indicador com um valor absoluto próximo dos 50 pontos.

Em síntese, a disponibilidade de financiamento de longo prazo e a capacidade de geração de meios financeiros são considerados os factores mais favoráveis para a criação de condições de investimento pelas empresas de Cabo Verde.

4.1.2.5. – DETERMINANTES MACRO-ECONÓMICOS

Dos cinco determinantes macro-económicos considerados no questionário, as respostas obtidas indicam a taxa de câmbio e a taxa de inflação actual, como sendo factores que influenciam favoravelmente a decisão de investimento, enquanto que o ritmo de crescimento económico e as taxas de juros internacionais e domésticas actuais foram nomeadas como sendo desfavoráveis ao investimento. Os investidores mostraram-se preocupados com o actual valor das taxas de juro do país que consideraram desfavorável dado ao seu valor elevado.

4.1.2.6. - RISCOS

De uma forma geral, o risco foi considerado o factor menos favorável à decisão de investimento. A incerteza quanto à sustentabilidade do crescimento económico é o único factor ligado ao risco com mais de 50 pontos. Com isto, as empresas inquiridas demonstram uma certa fragilidade em relação ao risco. Ao analisar esta questão, tem que se ter em conta o facto de ser muito pouco expressivo a análise de risco em Cabo Verde, aspecto que influencia os resultados obtidos.

4.1.2.7. – INCENTIVOS

As respostas dadas pelas as empresas que participaram no estudo, revelam que o factor incentivo está pouco desenvolvido em Cabo Verde, visto que de 6 factores considerados somente, os benefícios fiscais nacionais e as vantagens de localização foram consideradas favoráveis ao investimento.

4.2. CARACTERIZAÇÃO DO FINANCIAMENTO

As empresas para cumprirem os seus planos de investimento recorrem a diferentes fontes de financiamento. Dada a importância da questão no estudo, foi incluído no questionário um capítulo sobre as características do financiamento das empresas, com o objectivo de identificar qual é a estratégia de financiamento mais usada pelas empresas em Cabo Verde e qual é o prazo de financiamento mais usual nessas empresas.

Das cinco fontes de financiamentos indicadas, as que revelaram maior expressão foram os lucros retidos e os empréstimos bancários, ambos com 36% do financiamento da empresa.

Quadro 4.9 – Fontes de Financiamento

Fontes de Financiamento	%
Lucros Retidos	36
Emissão de Acções	2
Empréstimos Bancários	36
Empréstimos ou Subsídios ao Estado	4
Empréstimos dos Sócios	9
Outros	13
Total	100

Fonte: Resultados do Questionário

Nas grandes empresas, 45% do financiamento é feito através dos empréstimos bancários e 39% dos lucros retidos, enquanto que nas empresas de tamanho médio, o lucro retido é a principal fonte de financiamento, com 33%, e os empréstimos bancários com 19%. Esta diferença é causada pela reduzida possibilidade das médias empresas em conseguirem crédito, estando o seu investimento condicionado à sua capacidade de gerar lucros.

A emissão de acções é a fonte de financiamento com menos peso, visto que é muito pouco usual em Cabo Verde, por não existir bolsa de valores, pela falta de hábito dos investidores e pela falta de liquidez das empresas de Cabo Verde no mercado externo.

Em relação à questão sobre o prazo da principal operação de financiamento realizada pelas empresas, registou-se uma diferença muito baixa entre os dois extremos, isto é, tanto o prazo de 1 a 2 anos e o de mais de 5 anos são os mais praticados pelas empresas que responderam ao questionário (quadro 4.10).

Quadro 4.10 – Prazo de Financiamento

Prazo de Financiamento	N.º	%
De 1 a 2 Anos	13	25,5
Mais de 2 até 3 Anos	6	11,8
Mais de 3 até 5 Anos	8	15,7
Mais de 5 Anos	14	27,4
Não Responde	10	19,6
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

Enquanto que as empresas maiores apontam ser mais usual os prazos mais alongados, mais de 5 anos, as médias empresas afirmam ser mais comum o prazo de 1 a 2 anos, reforçando a conclusão anterior de que as médias empresas têm dificuldade em conseguirem crédito.

Quadro 4.11 – Prazo Financiamento e a Dimensão da Empresa

Prazo de Financiamento	Grande		Média	
	N.º	%	N.º	%
De 1 a 2 Anos	7	26	6	43
Mais de 2 até 3 Anos	5	19	1	7
Mais de 3 até 5 Anos	6	22	2	14
Mais de 5 Anos	9	33	5	36
Total	27	100	14	100

Fonte: Resultados do Questionário

4.3. AVALIAÇÃO DE PROJECTOS DE INVESTIMENTO

A avaliação formal de investimento é uma das preocupações dos gestores de projectos. Muito remota é a época que uma simples pesquisa do mercado era suficiente para concluir sobre a viabilidade dos projectos de investimento. Os mercados cresceram e juntamente a concorrência em todos os sectores. Dadas a estas mudanças é cada vez mais necessário um estudo detalhado dos factores endógenos e exógenos antes de realização do investimento.

O mercado caboverdiano está em crescimento constante, e é neste sentido que se considera ser pertinente um estudo sobre até que ponto há uma avaliação dos projectos de investimento antes da sua implementação.

O processo de investimento abarca diversas fases, em que a avaliação é um dos passos, não mais importante ou difícil do que os outros. Na opinião dos respondentes a fase mais difícil num processo de investimento é a fase de implementação do projecto e a menos difícil é a de controlo e revisão.

Quadro 4.12 – Fase Mais Difícil do Processo de Investimento

Fase Mais Difícil do Processo de Investimento	N.º	%
Identificação das Oportunidades	7	15,5
Elaboração dos Proj. de Investimentos e Geração de Estimativas	8	17,7
Avaliação	4	9
Tomada de Decisão	11	24,4
Implementação do Projecto	12	26,7
Controlo e Revisão	3	6,7
Total	45	100

Fonte: Resultados do Questionário

Do estudo elaborado por Rodrigues (1999), destaca-se como a fase mais difícil a de identificação das oportunidades, resultado diferente da percepção caboverdiana. No entanto o resultado sobre qual a fase que menos dificuldade apresenta é a mesma em ambos os estudos, correspondendo à fase de controlo e revisão.

A consideração da dificuldade das fases do processo de investimento varia consoante a dimensão das empresas.

Quadro 4.13 – Fase Mais Difícil do Processo de Investimento e a Dimensão da Empresa

Fase Mais Difícil do Processo de Investimento	Grandes		Médias	
	N.º	%	N.º	%
Identificação das Oportunidades	3	9	4	31
Elaboração dos Proj. de Investimentos e Geração de Estimativas	5	16	3	23
Avaliação	4	13	0	0
Tomada de Decisão	8	25	3	23
Implementação do Projecto	9	28	3	23
Controlo e Revisão	3	9	0	0
Total	32	100	13	100

Fonte: Resultados do Questionário

Para as empresas de dimensão média a identificação das oportunidades de investimento é a fase que mais dificuldade apresenta, seguida da elaboração do projecto, tomada de decisão e a implementação do projecto, todos com o mesmo teor de dificuldade. As empresas também consideram as fases de avaliação e de controlo e revisão as de menor dificuldade. Enquanto que, as grandes empresas consideram as fases centrais como as de maior dificuldade e os extremos como as de menor dificuldades (Quadro 4.13).

Seguindo as conclusões dos trabalhos de investigação realizados nos EUA (Gitman e Forrester, 1977) e em Portugal (Rodrigues, 1999), a avaliação de investimento não é considerada a fase mais difícil pela maioria das empresas, somente 13% considera-a difícil.

Existem dois tipos de avaliação de investimento, uma avaliação formal e uma informal.

Das empresas que responderam ao capítulo sobre os métodos de avaliação de investimentos, 34 responderam que fazem uma avaliação formal dos projectos antes da tomada de decisão de investimento.

Quadro 4.14 – Avaliação Formal do Investimento

Avaliação Formal do Invest.	N.º	%
Sim	34	69
Não	15	31
Total	49	100

Fonte: Resultados do Questionário

Nas grandes empresas a decisão de avaliar formalmente um projecto de investimento é muito mais importante do que nas empresas de menor dimensão.

Quadro 4.15 – Avaliação do Investimento e a Dimensão da Empresa

Avaliação Formal do Invest.	Grandes		Médias	
	N.º	%	N.º	%
Sim	26	76	7	47
Não	8	24	8	53
Total	34	100	15	100

Fonte: Resultados do Questionário

A avaliação de investimento é feita por 76% das grandes empresas e 47% das pequenas empresas. Há uma distância grande entre o número de empresas que fazem ou não a avaliação formal dentro das de maiores dimensões, o que não acontece nas médias empresas, para as quais fazer ou não avaliação tem quase o mesmo peso. Enquanto que para as primeiras é visível a necessidade de avaliar os projectos antes da tomada de decisão, para as outras empresas esta avaliação é facultativa, sendo mais usual não se fazer a avaliação.

A decisão de avaliar ou não um investimento depende muitas vezes do tipo de investimento e do seu grau de importância na empresa. Assim, os investimentos que mais são avaliados são os de expansão e os menos avaliados são os de substituição. A maior parte das empresas fazem a avaliação para todos os tipos de investimentos.

Quadro 4.16– Tipo de Investimento

Tipo de Investimento	N.º	%
Substituição	1	3
Expansão	12	38
Inovação	3	9
Estratégico	1	3
Todos Excepto Substituição	1	3
Todos os Tipos	14	44
Total	32	100

Fonte: Resultados do Questionário

Analisando o quadro anterior, pode reforçar-se as conclusões dos autores que afirmam que o tipo de investimento determina a necessidade de avaliação de investimento. No caso deste mercado em concreto, quando a empresa não avalia todos os tipos de investimentos, há uma maior preocupação em excluir da avaliação formal dos projectos os investimentos de menor importância, ou seja, os investimentos de substituição.

A avaliação de todos os tipos de investimentos, é neste caso, o que mais acontece, verificando-se que 44% das empresas que fazem a avaliação formal de investimento, avaliam todos os tipos de investimentos.

4.3.1. OS CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO

São vários os métodos ou critérios utilizados na avaliação de investimentos, os quais apresentam diferentes graus de sofisticação. Atendendo à revisão bibliográfica sobre o assunto, recorda-se que os critérios sofisticados de avaliação de investimentos são aqueles que actualizam os fluxos de caixa e que têm um método formal de considerar e tratar o risco e são mais complexos do que os não sofisticados (Klammer, 1973).

Em Cabo Verde, no processo de avaliação de investimentos, o método mais usado como o **principal** é o Critério Sofisticado.

Quadro 4.17 – Critérios de Avaliação

Critérios	N.º	%
Critério Sofisticado	28	82
Critério Não Sofisticado	4	12
Critério Não Financeiro	2	6
Total	34	100

Fonte: Resultados do Questionário

É visível a preferência por critérios sofisticados, o que demonstra a maturidade dos investidores. Vários autores já tinham sugerido que há uma tendência para aumentar o uso dos critérios sofisticados, nesta altura, de acordo com os resultados deste estudo, mais de 80% dos investimentos avaliados em Cabo Verde são feitos através de critérios sofisticados, o que confirma a tendência abordada em estudos elaborados em outros países. Por exemplo, pode-se conferir esta tendência em Portugal, em que 56% dos projectos são avaliados com um dos critérios sofisticados (Rodrigues, 1999). A preferência pelos critérios sofisticados é tanto nas grandes como nas médias empresas.

Quadro 4.18 – Critérios de Avaliação e a Dimensão da Empresa

Critérios	Grandes		Médias	
	N.º	%	N.º	%
Critério Sofisticado	23	88	5	63
Critério Não Sofisticado	1	4	3	37
Critério Não Financeiro	2	8	0	0
Total	26	100	8	100

Fonte: Resultados do Questionário

Analisando as respostas critério a critério, pode afirmar-se que o critério mais usado como **principal** é o Rácio Custo Benefício (RCB), sendo que para as empresas de menor dimensão tanto o RCB, VAL e TRC são usados com a mesma frequência.

Quadro 4.19 – Critério Principal e a Dimensão da Empresa

Critérios	Grandes		Médias		Total	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
TRC	0	0	2	25	2	6
PR	1	4	1	12,5	2	6
TIR	7	27	1	12,5	8	23
VAL	3	11	2	25	5	15
RCB	13	50	2	25	15	44
CNF	2	8	0	0	2	6
TOTAL	26	100	8	100	34	100

Fonte: Resultados do Questionário

De uma forma geral, o Rácio Custo Benefício (RCB) é usado como o principal método de avaliação por 44% das empresas, seguido da TIR com 23% e do VAL com 15% de utilização. Os métodos não sofisticados TRC e PR têm um menor uso com 6% cada.

A taxa de uso da TIR é superior à do VAL, confirmando os resultados do estudo de Evans e Forbes (1993), que afirmam que embora a teoria aconselhe o uso do VAL na avaliação de investimento, na prática prevalece o uso da TIR.

Considerando que as empresas (15) que afirmaram não usar nenhum método formal para avaliação dos projectos de investimentos, avaliam informalmente os seus investimentos, isto é usam critérios não financeiros para a avaliação do investimento, os critérios não sofisticados passariam a ser os menos usados.

Quadro 4.20– Comparação entre CNS e CNF/Não Faz Avaliação

Critérios de Avaliação	N.º	%
Critérios Não Sofisticados	12	41
CNF +Não Faz Avaliação Formal	17	59
Total	29	100

Fonte: Resultados do Questionário

Analisando o quadro anterior, nota-se que os critérios não financeiros são preferidos aos critérios não sofisticados.

Quadro 4.21 – Critérios para toda a Amostra

Critérios de Avaliação	N.º	%
Critérios Sofisticados	28	55
Critérios Não Sofisticados	4	8
CNF +Não Faz Avaliação Formal	17	33
Não Responde	2	4
Total	51	100

Fonte: Resultados do Questionário

Nesta óptica, os critérios não sofisticados apresentam reduzida expressão na avaliação de projectos de investimentos, continuando a ser os critérios sofisticados os mais usados, seguidos dos critérios não financeiros.

Enquanto, o uso dos métodos sofisticados é crescente, a maior parte das empresas usa múltiplas técnicas (Klammer, 1973; Fremgen, 1973; Petry, 1975; Gitman e Forrester, 1977; Shall, Sundem e Geisjbeek, 1978 e Kim e Farragher, 1981). O método secundário tem sido uma forma das empresas verificarem os seus resultados. O método secundário mais usado em Cabo Verde é também um método sofisticado, nomeadamente a TIR.

Quadro 4.22- Critérios Secundários

Critérios	N.º	%
Critério Sofisticado	22	69
Critério Não Sofisticado	10	31
Total	32	100

Fonte: Resultados do Questionário

Mesmo como critério secundário, os métodos sofisticados continuam a ser preferidos em relação aos não sofisticados, o que significa que a avaliação é feita e verificada através de métodos sofisticados.

Quadro 4.23– Critérios Secundários

Discriminados		
Critérios	N.º	%
TRC	1	3
PR	9	28
TIR	15	47
VAL	6	19
RCB	1	3
TOTAL	32	100

Fonte: Resultados do Questionário

O método mais usado como secundário ou auxiliar é a TIR com 47% de uso, seguido do PR com 28% e do VAL com 19% de uso. É de salientar a grande utilização do PR, confirmando as teorias defendidas por muitos autores, que este método é muito usado, embora como método auxiliar.

4.3.2. CARACTERÍSTICAS DA TECNOLOGIA DA EMPRESA E AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO

O uso de novas tecnologias de informação é cada vez mais importante em todas as áreas de gestão, não ficando de parte o processo de avaliação de projectos de investimentos. No mercado financeiro caboverdiano as tecnologias de informação tomam-se cada vez mais importantes, o que é demonstrado nas respostas ao questionário.

Das 34 empresas que fazem a avaliação formal do investimento, somente duas afirmaram não ser importante a introdução de tecnologias na avaliação de investimentos.

Quadro 4.24– Importância das Tecnologias de Informação

Tecnologias de Informação	N.º	%
Sim	31	91
Não	2	6
Não Responde	1	3
Total	34	100

Fonte: Resultados do Questionário

Muitos autores já se debruçaram sobre a questão de saber até que ponto a escolha do critério de avaliação pode influenciar a performance ou o resultado da empresa.

Quadro 4.25 – Influência da Escolha do Critério e Desempenho da Empresa

Performance da Empresa	N.º	%
Sim	20	59
Não	12	35
Não Responde	2	6
Total	34	100

Fonte: Resultados do Questionário

Da revisão bibliográfica pode verificar-se uma contradição entre duas teorias, enquanto Christy (1966) conclui que não existe relação significativa entre o critério escolhido e a performance da empresa, Kim (1975, 1982) verificou existir uma relação entre as duas variáveis. As empresas em Cabo Verde revelaram resultados contraditórios às teorias que afirmam não existir uma relação entre o critério escolhido e o desempenho. No estudo 59% das empresas respondentes são afirmativas em relação a esta questão.

A inflação requer um tratamento próprio na avaliação de investimentos. A sua importância é reconhecida pelos investidores de uma forma generalizada. Em Cabo Verde, 78% das empresas concordam em dizer que a inflação é uma variável que influencia a escolha do critério de avaliação e a avaliação do investimento em geral.

Quadro 4.26 – A Inflação na Avaliação

Inflação	N.º	%
Sim	25	78
Não	7	22
Total	32	100

Fonte: Resultados do Questionário

Apesar, de 78% das empresas considerarem a inflação na avaliação dos investimentos, é de salientar que a taxa de inflação em Cabo Verde é baixa, com pouca influência na avaliação dos investimentos.

Das 69% de empresas que afirmam fazerem uma avaliação formal dos projectos de investimentos, cerca de 76% fazem-na internamente. Também em Portugal, a maioria dos casos de avaliação é realizada pela empresa, somente 18% são avaliados por consultores externos (Rodrigues,1999). Este resultado demonstra que no mercado em estudo, a avaliação de projectos é uma das funções internas das empresas, não prevalecendo a contratação de entidades externas para o tratamento do assunto.

Quadro 4.27 – Avaliação Interna dos Projectos de Investimentos

Avaliação Interna	N.º	%
Sim	26	76
Não	8	24
Total	34	100

Fonte: Resultados do Questionário

Das empresas em estudo, 62% não adopta nenhuma política de limitação do capital a ser investido. Resultado que vem confirmando os valores obtidos por Rodrigues (1999), para Portugal, onde 60% das empresas da amostra afirmaram não estarem sujeitas a restrições de capital.

Quadro 4.28 – Restrições do Capital a Investir e a Dimensão da Empresa

Políticas de Restrição do Invest.	Grande		Médias		Total	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Sim	14	44	4	25	18	38
Não	18	56	12	75	30	62
Total	32	100	16	100	48	100

Fonte: Resultados do Questionário

A revisão bibliográfica realizada aponta diversos factores internos das empresas que podem ser apontados como possíveis causas da restrição do capital, sendo um dos factores de carácter financeiro.

4.4. ANÁLISE MULTIVARIADA

Dos resultados obtidos na análise anterior pode concluir-se que o processo de tomada de decisão de investimento no mercado de Cabo Verde, nomeadamente a decisão de avaliar ou não um investimento, a escolha dos diversos critérios, varia segundo alguns critérios. O objectivo desta secção é determinar quais as variáveis que podem explicar essas mutações. Para a concretização deste objectivo recorre-se a uma estatística de análise multivariada, regressão *Logistic* ou *Logit*, cuja metodologia foi descrita no capítulo anterior.

4.4.1. AVALIAÇÃO FORMAL DE PROJECTOS DE INVESTIMENTOS

Das empresas do mercado em estudo, 69% afirmaram que fazem uma avaliação formal dos projectos de investimento antes da tomada de decisão e implementação. Esta decisão de avaliar ou não os investimentos varia de acordo com alguns factores, como por exemplo, a dimensão da empresa, o sector de actividade, a situação jurídica, a existência de políticas de limitação do capital a investir, entre outros. Combinando todos esses factores, cada um influencia esta decisão com mais ou menos intensidade e dentro de certos graus de significância estatística.

O coeficiente β define o grau de significância das variáveis independentes no modelo. São considerados com significância quando apresentam valores até 10%. Enquanto que o coeficiente β mede a relação entre a variável dependente e independente. Quando o β é negativo a relação é inversa e vice-versa.

Quadro 4.29 – Resultado da Regressão Logit
Avaliação de Investimento

Variáveis	β	α
CAP_SOC	1,364	0,052
N_TRAB	-0,865	0,171
VOL_NEG	1,252	0,035
TIPO_TAM	1,766	0,039
SECTOR	0,136	0,657
LIMIT	2,998	0,089
FJURIDICA	-0,708	0,323
TIPO_INV	-1,538	0,117
NIVEL_INV	1,327	0,067
CONSTANTE	3,391	0,175
Total Incluído na Análise		51

Fonte: Resultados da Estimação
 Econométrica (SPSS)

Os resultados apresentados no quadro 4.29 sugerem que a avaliação formal dos projectos de investimentos é explicada com mais significância pelas variáveis como capital social, dimensão da empresa, existência de políticas de limitação financeira do investimento e do nível de investimentos. O nível de investimento, o capital social e a política de limite ao investimento são significativos a 10%, enquanto que o volume de negócios, a dimensão da empresa são significativos ao nível de 5%.⁹

O capital social como variável explicativa sugere que as empresas com mais elevado capital social fazem avaliação formal de investimento, rejeitando-se uma variação directa entre a variável dependente e independente, o que pode ser concluído pelo valor positivo do β .

A dimensão da empresa, o volume de negócios, a política de limite ao investimento e o nível de investimento também variam numa razão directa com a avaliação de investimentos.

⁹ Quando o α é inferior a 0,1, 0,05 e 0,01 a variável é significativa a 10%, 5% e a 1% respectivamente.

Estes resultados foram confirmados nos dois softwares de apoio estatístico, SPSS e STATA. Os valores obtidos são muito aproximados e apresentam como era de esperar as mesmas tendências.

Quadro 4.30 – Resultados Estatísticos

Variáveis Estatísticas	Valores
N	51
Qui Square (9)	17,783
Prob Qui Square	0,038
-2Log Likelihood	37,367
Cox & Snell R Square	0,315
Nagelkerke R Square	0,453

Fonte: Resultados da Estimação
Econométrica (SPSS)

O teste de aderência global, Teste LR ou Qui-Quadrado, sugere a significância do modelo a 5%. Como outra forma de validar o modelo pode analisar-se o Pseudo do R², com o valor de 45%, dentro do intervalo adequado para estudos do género. Quando o modelo é realizado sobre empresas de áreas diferentes, o Pseudo do R² varia entre os 20% a 60% (Damodar, 2000).

4.4.2. A ESCOLHA DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO DE PROJECTOS DE INVESTIMENTO

A escolha dos métodos de avaliação dos projectos de investimentos varia muito pouco de empresa para empresa. É quase que uma constante a escolha dos critérios sofisticados na avaliação dos projectos de investimentos, nomeadamente a escolha do RCB como critério principal e a TIR como critério secundário.

Este resultado conjugado com o número de empresas que participaram no estudo, torna muito reduzida ou nula a significância do modelo logit para os diversos critérios de avaliação, o que permitiu concluir que em Cabo Verde a escolha de critérios de avaliação de investimento não é determinada pelas variáveis estudadas, abrindo assim uma possibilidade de novas investigações na área de forma a cobrir esta limitação.

CAPITULO V – CONCLUSÕES

5. CONCLUSÕES

5.1. CONCLUSÕES GERAIS

O processo de decisão de investimento, nomeadamente os determinantes do investimento e os critérios utilizados para a avaliação dos projectos de investimentos constituíram objecto de estudo deste trabalho de investigação. A elaboração da amostra do estudo teve como base os dados de empresas fornecidas pelo INE-CV. Visto que em Cabo Verde não existe uma legislação que defina as grandes empresas, foi necessário estabelecer alguns pressupostos de forma a permitir a construção da amostra de estudo. Assim, foi extraída para amostra 126 maiores empresas de Cabo Verde e obteve-se 51 respostas válidas.

Os testes de representatividade realizados sobre a amostra demonstraram que os resultados encontrados não apresentam enviesamentos significativos. Assim as empresas que responderam ao questionário abrangeram as localidades e as formas jurídicas mais significantes do mercado. A taxa de resposta foi considerada satisfatória, quando comparado com as obtidas por entidades governamentais, como a INE e o BCV, nos últimos anos.

Na elaboração do questionário teve-se como uma das grandes preocupações a clareza e simplicidade do mesmo, com o objectivo de atrair e facilitar os respondentes garantindo por outro lado a fiabilidade das respostas.

Os respondentes mostraram conhecer bem a empresa, pois as respostas na sua maioria foram dadas pelos gerentes administradores, com um elevado grau de habilitações literárias, nas empresas com mais de cinco anos e que participam nas decisões de investimentos, reforçando a fiabilidade das respostas obtidas.

Os empresários caboverdianos, de uma forma geral, consideraram que o nível de investimento está de acordo com as necessidades das suas empresas e investem com o objectivo de aumentarem a rentabilidade. A fase do processo considerado mais difícil foi a de implementação, seguida da tomada de decisão.

Ao longo da investigação foi considerada como um dos temas centrais a análise dos determinantes do investimento, visto a sua importância na orientação política e económica de Cabo Verde.

A evolução das vendas nos últimos anos e as perspectivas em relação às vendas domésticas foram os factores considerados como os mais favoráveis à decisão de investimento, transparecendo assim que as condições do Mercado são os factores mais decisivos no processo do investimento, exceptuando as perspectivas em relação às exportações que foi classificado como sendo dos factores mais desfavoráveis ao investimento.

A questão da problemática do financiamento também esteve bem representada pelos factores como a capacidade de autofinanciamento e a disponibilidade e acesso a financiamento de longo prazo, considerados favoráveis.

De uma forma geral, as condições do mercado e de financiamento foram considerados os factores favoráveis mais importantes para a decisão de investimento dos empresários em Cabo Verde e, por outro lado, as perspectivas em relação às exportações, os benefícios de natureza municipal e as taxas de juro domésticas actuais foram indicados pelos respondentes como os factores mais desfavoráveis ao investimento em Cabo Verde.

Os respondentes também consideram os lucros retidos e os empréstimos bancários as principais fontes do financiamento.

Das empresas que responderam ao questionário, 69% faz a avaliação formal dos projectos de investimento.

Os critérios utilizados nessa avaliação são na sua maioria os chamados critérios sofisticados, seguindo a tendência de outros mercados:

- O critério sofisticado mais usado como critério principal é o Rácio Custo Benefício, por 44% das empresas. Também em Cabo Verde a taxa de utilização da TIR (23%) é superior à do VAL (15%), contrariando a teoria financeira que defende ser o VAL um critério mais apropriado do que a TIR.

- A TIR é o critério mais usado como secundário, por 47% das empresas, seguido do PR, com 28%.

- É de salientar, a importância dos critérios não financeiros na avaliação do investimento, tendo uma utilização idêntica ao do PR como critério principal, ambos usados por 6% das empresas.

Conclui-se assim, que em Cabo Verde tanto o critério principal como o secundário ou auxiliar, são ambos critérios sofisticados.

O modelo de regressão logit foi usado com o objectivo de determinar as variáveis que explicam a decisão das empresas em avaliar ou não o projecto de investimento e a escolha dos critérios de avaliação dos projectos de investimentos.

As variáveis que melhor explicam a decisão de avaliar ou não um projecto de investimento são: o valor do capital social da empresa, o volume de negócio, a dimensão da empresa, a existência de políticas de limitação capital a investir e o nível de investimento considerado pela empresa. De um modelo de 9 variáveis, 5 conseguem explicar a variável dependente com nível de significância de 10% a 5%. A aderência global do modelo é confirmado pelo Teste LR ou Qui-Quadrado e pelo R^2 .

Como os critérios sofisticados são escolhidos por 82% das empresas que fazem a avaliação, nomeadamente o RCB, como método principal e TIR como secundário, as variáveis escolhidas não mostraram significância para explicação da escolha do método adoptado na avaliação.

5.2. LIMITAÇÕES DO TRABALHO E SUGESTÕES PARA FUTUROS TRABALHOS

Em qualquer trabalho de investigação são reconhecidas limitações e críticas. Neste estudo, em particular, vários foram as limitações encontradas no decorrer do trabalho.

A primeira limitação está relacionada com o estado deficitário da investigação científica no mercado de Cabo Verde, situação que não possibilita um estudo comparativo no tempo.

O método de recolha de dados, o questionário, é uma das principais limitações de estudo. Mesmo tendo a consciência de que o método usado apresenta falhas, pois nada garante a total seriedade das respostas dadas, o questionário continua a ser um excelente instrumento para a recolha de dados.

O facto da amostra ser definida a partir de dados do ano 2000 é uma outra limitação, pois outras empresas já podem ser consideradas como grandes empresas.

O número de respostas obtidas, de 51, não possibilitaram fazer uma análise multivariada para as grandes e médias empresas separadamente, visto que o tamanho da amostra seria muito reduzido.

Num trabalho de investigação surgem sempre novas dúvidas e novas pistas. As limitações apresentadas sugerem algumas recomendações para estudos futuros.

A primeira recomendação é relativo à validação dos resultados comparando-os com realidades similares, como outros países pequenos e subdesenvolvidos.

Recomenda-se igualmente, que sejam efectuados novos trabalhos de investigação na área de forma a obter resultados que possibilitem um estudo evolutivo do mercado, e que permita gerir os efeitos de políticas económicas e sociais sobre a evolução do investimento em Cabo Verde.

A eliminação dos erros e limitações dos questionários através de entrevistas directas também poderia contribuir para a melhoria e robustez dos resultados e incluir nas questões a justificação de escolha de determinado critério e outras variáveis capazes de explicar esta escolha.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BIBLIOGRAFIA

Arnold, G. C. & Hatzopoulos, P. D (2000); “The theory-practice gap in capital budgeting: Evidence from the United Kingdom”; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 27, n.º 5/6, pp. 603-626.

Bagwell, J. (1973); “The Effects of Inflation on Investment Appraisal”; *Journal of Business Finance*, pp. 39-48.

Banco de Cabo Verde (2003); Ficha do País; Cabo Verde.

Banco de Cabo Verde (2003), Balança de Pagamentos, Cabo Verde.

Barros, Carlos (1995); Decisões de Investimento e Financiamento de Projectos; Edições Silabo Lda, 3ª edição, Lisboa.

Bavishi, Vinod B (1981); “Capital budgeting practices at multinationals”; *Management Accounting*; vol. 63; n.º 2; pp. 32-35.

Bhaskar, K. (1978); “Linear Programming and capital Budgeting”; *Journal of Business Finance and Accounting* ; pp. 160.

Bierman, M. (1993); “Capital budgeting in 1992: A survey”; *Financial Management*; n.º 3, pp. 324-31.

Blatt, John M. (1979); “Investment evaluation under uncertainty”; *Financial Management*; pp. 66-81.

Blazouske, J. D; Carlin, Ian; Kim, Suk H (1988); “Current capital budgeting practices in Canada”; *CMA Magazine*; vol. 62; n.º 2; pp. 51-54.

Boersema, J. M. (1978); Capital Budgeting Practices Including in Impact of Inflation, Canadian Institute of chartered Accountants.

Brealey, Richard A; Myers, Stewart C(1998); Princípios Finanças Empresariais; Mc Graw-Hill, Portugal.

Brigham, Eugene F. (1975); “Hurdle rates for screening capital expenditure proposals”; *Financial Management*; vol. 4; n.º 3; pp. 17-25.

Brigham, Eugene F.; Pettway (1973); “Capital Budgeting by Utilities”; *Financial Management*.

Bromwich, M. (1970); “Capital Budgeting – A Review”; *Journal of Business Finance*; pp. 3-26.

Brownel, P; Merchant, K A (1990); “The budgetary and performance influences of product standardization and manufacturing process automation”; *Journal of Accounting Research*; vol. 28; n.º 2; pp. 388-397.

Canada, John R; Miller, N P (1985); “Review of surveys on use of capital investment evaluation techniques”; *Engineering Economist*; vol. 30; n.º 2; pp. 193-200.

Canada, J. R. & White, J. A. (1980); Capital Investment Decision Analysis for Management and Engineering; Englewood Cliffs; N. J.; Prentice Hall.

Carsberg, B. & Hope, A. (1976); Business investment decisions under inflations: theory and practice ;Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

Chandler, A. D. (1962); “Strategy and Structure: Chapters in the History of Industrial Enterprise (MITpress, 1962), pp. 13.

Chaney, Paul K (1989); “Moral hazard and capital budgeting”; *Journal of Financial Research*; vol. 12; n.º 2; pp. 113-128.

Chen, Shimin (1995); “An empirical examination of capital budgeting techniques: Impact of investment types and firm characteristics”; *Engineering Economist*; vol. 40; n.º 2; pp. 145-170.

Chen, Shimin; Cark, Ronald L (1994); "Management compensation and payback method in capital budgeting: A path analysis"; *Accounting and Business Research*; vol. 24; n.º 94; pp. 121-132.

Christy, G A (1966); "Capital budgeting – current practices and their efficiency"; *Bureau of Business and Economic Research*; University of Oregon.

CNI, CEPAL (2001); Investimento na Indústria Brasileira – 1998/2002; Brasília, Brasil.

Corr, A. V.(1983); "The capital expenditure decision", *Society at Management Accountants of Canada*.

Coulthurst, N J (1986); "Accounting for inflation in capital investment: the state of the art and science"; *Accounting and Business Research*; vol. 17; n.º 65; pp. 33-42.

Davey, P. J. (1975); "Risk considerations in Capital Expenditure Analysis"; *Conference Board Record*; pp. 7-8.

Dean, Joel (1951); Capital budgeting; New York; Columbia University Press.

Duncan, R.; S. Culthbertson; M. Bosworth (1999); "Pursuing Economic Reform in Pacific, *Pacific Studies*; Asian Development Bank, Manila.

Evans, Dorla A; Forbes, Shawn M (1993); "Decision making and display methods: The case of prescription and practice in capital budgeting"; *Engineering Economist*; vol. 39; n.º 1; pp. 87-92.

Farragher, E. J. (1986); "Capital budgeting practices at non-industrial firms"; *The Engineering Economist*; pp. 293-302.

Farragher, E. J., Kleiman R. T. & Sahu, A. P (1999); "Current capital investment practices", *The Engineering Economist*, vol.44, n.º.2, pp. 137-150.

Farragher, E. J., Kleiman R. T. & Sahu, A. P(2001); “The association between the use of sophisticated capital budgeting practices and corporate performance”; *The Engineering Economist*, vol. 46, n.º 4, pp.300-311.

Farrell, M. (2002); “Financial engineering in project management”; *Project Management Journal*, vol. 33, n.º 1, pp.27-36.

Fisher, I. (1907); The Rate of Interest; Macmillan.

Freeman, Marchk; Hobbes, Garry (1991); “Capital budgeting: theory versus practice”; *Australian Accountant*; vol. 61; n.º 8; pp. 36-41.

Fremgen, James M (1973); “Capital budgeting practices: a survey”; *Management Accounting*; vol. 54; n.º 11; pp. 19-25.

Gitman, Lawrence J; Forrester, John R (1977); “ A survey of capital budgeting techniques used by major U.S. firms”; *Financial Management*; vol. 6; n.º 3; pp. 66-71.

Gitman, Lawrence J; Mercurio, Vincent A(1982); “ Cost of capital techniques used by major U.S. firms: survey and analysis of Fortune’s 1000”; *Financial Management*; vol. 11; n.º 4; pp. 21-29.

Gordon, M. (1955); “The Payoff Period and the Rate of Profit”, *Journal of Business*, pp.253-260.

Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001), “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”; *Journal of Financial Economics*, vol.60, n.º 1/2, pp. 187-243.

Grayson, C. J. (1967); “The Use of Statistical Techniques in capital Budgeting”; *A Financial Research and Management Decisions*; pp. 90-132.

Gurarati, Damodar (2000); Econometria Básica; Makron Books, 3ª Edição, Brasil.

Gurnani, C (1984); “Capital budgeting: theory and practice”; *Engineering Economist*; vol. 30; n.º 1; pp. 19-46.

Griffith, William E.; Hill, R. Carter; Judge, George G.,(1993) Learning and Practicing Econometrics, John Wiley & Son, Inc, New York.

Haka, Susan F; Gordon, L A; Pinches, G E(1985); “Sophisticated capital budgeting selection techniques and firm performance”; *Accounting Review*; vol. 60; n.º 4; pp. 651-669.

Harrison, Ian W. (1976), Avaliação de Projectos de Investimentos, Editora McGraw-Hill Brasil, Lta

Hastie, K L (1974); “One businessman’s view of capital budgeting”; *Financial Management*; vol. 3; n.º 4; pp. 36-44.

Hendricks, James A (1983); “Capital budgeting practices including inflation adjustments: a survey”; *Managerial Planning*; vol 31; n.º 4; pp. 22-28.

Herandez-Cata, E. (2000); “Raising Growth and Investment in Sub-Saharan Africa: What Can be Done?”; *Policy Discussion Paper: PDP/00/4*; International Monetary Fund; Washington, D. C.

Hertenstein, J. H. (1989); “Designing Procedures to Disclose Value in capital Budgeting: A Field Study”; *Working Paper Presented at the International Conference an research in Management Control Systems*.

Hertz, D. B.; Thomas H. (1983); Risk Analysis and its Applications; Chichester: John Wiley and Sons.

Hill, Manuela; Hill, Andrew (2000); Investigação por Questionário; Edições Silabo; 1ª Ed.; Lisboa.

Ho, Simon S M; Pike, Richard H (1991); "Risk analysis in capital budgeting contexts: simple or sophisticated?"; *Accounting and Business Research*; vol. 21; n.º 83; pp. 227-238.

Ho, Simon S M; Pike, Richard H (1992); "Adoption of probabilistic risk analysis in capital budgeting and corporate investment"; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 19; n.º 3; pp. 387-405.

Hodder, J. E. (1986); "Evaluation of Manufacturing Investments: A comparison of U. S. and Japanese practices"; *Financial Management*; pp. 17-24.

Holland, F. A. et al (1973); "Mine, capital and interest affect choice of project"; *Chemical Engineering*; vol. 80; pp. 83-89.

Hoskins, Colin G; Dunn, M James (1974); "The economic evaluation of capital expenditure proposals under uncertainty: the practice of large corporations in Canada"; *Journal of Business Administration*; vol. 1; n.º 6; pp. 45-55.

Hoskins, C.; G. Mumey (1979); "Payback: A Maligned Method of Asset Ranking"; *Engineering Economist*, pp.53-65.

INE – CV (1997); Recenseamento Empresarial, 1ª fase, Cabo Verde.

INE – CV (1999); Fichero de Dados de Empresas Nacionais, Praia, Cabo Verde.

INE – CV (2000); Censo 2000; Praia, Cabo Verde.

Istvan, D F (1961); "The economic evaluation of capital expenditures"; *Journal of Business*; January; pp. 45-51.

Jean, W. M. (1971); "The terminal value or present value in capital budgeting programs"; *Journal Financial and Quantitative Analysis*; pp. 649-652.

Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976); "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure"; *Journal of Financial Economics*; pp.305-360

Jones, C J (1986); "Financial planning and control practices in UK companies: a longitudinal study"; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 13; n.º 2; pp. 161-184.

Kaplan, R. S. (1986); "Must CIM be justified by faith alone?"; *Harvard Business Review*; pp. 87-94.

Kee, Robert; Bublitz, Bruce (1988); "The role of payback in the investment process"; *Accounting and Business Research*; vol. 18; n.º 70; pp. 149-155.

Keef, S. & Roush, M (2001); "Many happy returns"; *Financial Management*, pp. 42-43

Kleinbaun, David G. (1994); Logistic Regression, A Self- Learning Text; Springer-Verlag New York, Inc.

Kim, Suk H (1982); "An empirical study on the relationship between capital budgeting practices and earnings performance"; *Engineering Economist*; vol. 27; n.º 3; pp. 185-196.

Kim, Suk H; Crick, Trevor; Farragher, Edward J (1984); "Foreign capital budgeting practices used by the U.S. multinational companies"; *Engineering Economist*; vol. 29; n.º 3; pp. 207-215.

Kim, Suk H; Crick, Trevor; Kim, Seung H (1986); "Do executives practice what academics preach?"; *Management Accounting*; vol. 68; n.º 5; pp. 49-52.

Kim, Suk H; Farragher, Edward J (1981); "Current capital budgeting practices"; *Management Accounting*; vol. 62; n.º 12; pp. 26-31.

King, P (1975); "Is the emphasis of capital budgeting theory misplaced?"; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 2; n.º 1; pp. 69-82.

Klammer, Thomas P (1972); "Empirical evidence of the adoption of sophisticated capital budgeting techniques"; *Journal of Business*; vol. 45; n.º 3; pp. 387-397.

Klammer, Thomas P (1973); "The association of capital budgeting techniques with firm performance"; *Accounting Review*; vol. 48; n.º 2; pp. 353-364.

Klammer, Thomas P; Koch, Bruce; Wilner, Neil (1991); "Capital budgeting practices: a survey of corporate use"; *Journal of Management Accounting Research*; vol. 3; n.º 1; pp. 113-130.

Klammer, Thomas P; Walker, Michael C (1984); "The continuing increase in the use of sophisticated capital budgeting techniques"; *California Management Review*; vol. 27; n.º 1; pp. 137-148.

Levy, H.; Sarnat M. (1982); Capital Investment and Financial Decisions; Prentice Hall, pp. 513.

Lintner, J. (1965); "The valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolio and Capital Budgets"; *Review of Economics and Statistics*; vol. 47; pp.13-37.

Magni, C. A. (2002); "Investment decisions in the theory of finance: some autonomies and inconsistencies"; *European Journal of Operational Research*; n.º. 137, pp. 206-217.

Mao, James C T (1970); "Survey of capital budgeting: theory and practice"; *Journal of Finance*; vol. 25; n.º 2; pp. 349-360.

Markowitz, H. M. (1959); Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment, New York: John Wiley and Sons.

McIntyre, A D; Coulthurst, N J (1985); "Theory and practice in capital budgeting"; *British Accounting Review*; Autumn; pp. 24-70.

Mensah, Y. M.; Miranti, P. J. (1989); "Capital Expenditure Analysis and automated Manufacturing Systems; A Review and Synthesis"; *Journal of Accounting Literature*, vol. 8; pp.181-207.

Mephram, M. (1975); "A Payback Interpretation of the Annuity Tables"; *Accounting Review*, pp.869-870.

Miller, W. L. (1983); The survey method in social and political sciences: Achievements, Failure, Prospects; New York St Martins Press.

Miller, J. H. (1960); "A Glimpse of Practices in Calculating and using Return on Investment"; *National association of Accountants Bulletin*; vol. 41; pp. 65-76.

Mills, R. W. & Herbert, P. J. A. (1987); Corporate and divisional influence in capital budgeting, London, CIMA.

Moore, James S; Reichert, A K (1983); "An analysis of management techniques currently employed by large US corporations"; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 10; n.º 4; pp. 623-645.

Mukherjee, T. K. (1987); "Capital Budgeting Surveys: The Past and the Future"; *Review of Business and Economics Research*; pp. 37-56.

Myers, Stewart C. (1972); "A note on linear programming and capital budgeting"; *Journal of Finance*; vol. 27; n.º 1; pp. 89-92.

Myers, Stewart C. (1976); Modern Developments in Financial Management; Dryden Press; pp. 372.

Myers, Stewart C. (1984); “Finance Theory and Finance Strategy”; *Interfaces*; pp. 126-137.

Narayaram, M. P. (1985); “Observability and Payback Criterion”; *Journal of Business*; pp. 309-323.

Ndikumana, L. (2000); “Financial Determinants of Domestic investment in Sub-Saharan Africa”; *World Development*; pp 381-400.

Nelson, C. R. (1976); “Inflation and Capital Budgets”, *Journal of Finance*, pp. 923-931.

Pestana, Maria H.; Gageiro, João N. (2000); Análise de dados para ciências sociais – A complementaridade do SPSS; Edições Silabo; 2ª Ed.; Lisboa.

Petry, Glenn H (1975); “Effective use of capital budgeting tools”; *Business Horizons*; vol. 19; n.º 5; pp. 57-65.

Petry, Glenn H; Sprow, James (1993); “The theory and practice of finance in the 1990s”; *Quarterly Review of Economics & Finance*; vol.33; n-º 4; pp. 359-381.

Petty, J William; Bowlin, Oswald D (1976); “The financial manager and quantitative decision models”; *Financial Management*; vol. 5; n.º 4; pp. 32-41.

Petty, J William; Scott, David F; Bird, M M (1975); “The capital expenditure decision-making process of large corporations”; *Engineering Economist*; vol. 20; n.º 3; pp. 159-172.

Pike, Richard H (1983a); “The capital budgeting behavior and corporate characteristic of capital constrained forms”; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 10; n.º 4; pp. 663-671.

Pike, Richard H (1983b); “DCF trends and the problem of nonresponse bias”; *Managerial Finance*; vol. 10; n.º 3; pp. 49-52.

Pike, Richard H (1983c); “A review of recent trends in formal capital budgeting processes”; *Accounting and Business Research*; vol. 13; n.º 51; pp. 201-208.

Pike, Richard H (1984); “Sophisticated capital budgeting systems and their association with corporate performance”; *Management & Decision Economics*; vol. 5; n.º 2; pp. 91-97.

Pike, Richard H (1985); “Owner-manager conflict and role of the payback method”; *Accounting and Business Research*; vol. 16; n.º 61; pp. 47-52.

Pike, Richard H (1988); “An empirical study of the adoption of sophisticated capital budgeting practices and decision-making effectiveness”; *Accounting and Business Research*; vol. 18; n.º 72; pp. 341-351.

Pike, Richard H (1989); “Do sophisticated capital budgeting approaches improve investment decision-making effectiveness?”; *Engineering Economist*; vol.34; n.º 2; pp. 149-161.

Pike, Richard H (1996); “A longitudinal survey on capital budgeting practices”; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 23; n.º 1; pp. 79-92.

Pike, Richard H; Sharp, John (1989); “Trends in the Use of Management Science Techniques in Capital Budgeting”; *Managerial & Decision Economics*; vol. 10; n.º 2; pp. 135-140.

Pilverdier-Latrete, J. (1986); *Finance D’Entreprise*; Editor Économica, 3ª Edição, Paris.

Pohlman, Randolph A; Santiago, Emmanuel S; Market, F. Lynn (1988); “Cash Flow Estimation Practices of Large Firms”; *Financial Management*; vol. 17; n.º 2; pp. 71-79.

Poterba, James M; Summers, Lawrence H (1995); "A CEO survey of U.S. companies' time horizons and hurdle rates"; *Sloan Management Review*; vol. 37; n.º 1; pp. 43-53.

Proctor, Michael D; Canada, John R (1992); "Past and present methods of manufacturing investment evaluation: A review of the empirical and theoretical literature"; *Engineering Economist*; vol. 38; n.º 1; pp. 45-58.

Rappaport, Alfred (1978); "Executive Incentives vs corporate growth"; *Harvard Business Review*; pp. 81-88.

Rappaport, Allen (1979); "A critique of capital budgeting questionnaires"; *Interfaces*; vol. 9; n.º 3; pp. 100-102.

Reichert, Alan K; Moore, James S; Byler, Ezra (1988); "Financial Analysis Among Large U.S. Corporations: Recent Trends and the Impact of the Personal Computer"; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 15; n.º 4; pp. 469-485.

Reiter, K. L.; Smith, D. G.; Wheeler, J. R. C.; Rivenson H. L. (2000); "Capital investment strategies in health care systems"; *Journal of Health Care Finance*, vol. 26, n.º 4, pp. 31-41.

Rockley, L. E. (1973); Investment for profitability; Business Book.

Rodrigues, Artur J. P. (1999); Uma contribuição para o estudo das práticas relativas à análise de projectos de investimentos com a aplicação à realidade portuguesa; Tese de Mestrado Universidade do Minho; Braga.

Rosenblatt, Meir J (1980); "A survey and analysis of capital budgeting decision processes in multi-division firms"; *Engineering Economist*; vol. 25; n.º 4; pp. 259-273.

Rosenblatt, Meir J; Jucker, J V (1979); "Capital expenditure decision-making: some tools and trends"; *Interfaces*; vol. 9; n.º 2; pp. 63-69.

Sangster, Alan (1993); "Capital Investment appraisal techniques: A survey of current usage"; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 20; n.º 3; pp. 307-332.

Sarnat M. & Levy H. (1969); "The relationship of rules of thumb to the internal rate of return: A restatement and generalization"; *Journal of Finance*; pp. 479-490.

Scapens, R W; Sale, J T (1981); "Performance measurement and formal capital expenditure controls in divisionalised companies"; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 8; n.º 3; pp. 389-420.

Schall, L D; Sundem, G L; Geijsbeek, W R Jr (1978); "Survey and analysis of capital budgeting methods"; *Journal of Finance*; vol. 33; n.º 1; pp. 281-287.

Shapiro, A. (1986); "A Corporate strategy and the Capital Budgeting Decision"; *The Revolution in Corporate Finance*, pp. 37-51; Edited by J.M. Stern & D. H. Chew Jr., Basil Blackwell.

Seruvatu, Elenoa; Jayaraman, T. K. (2001); "Determinants of Private Investment in Fiji"; *Economics Department Reserve Bank of Fiji*.

Sharpe, W. F. (1964); "Capital assets prices: A theory of market equilibrium under conditions of risky investment in stock portfolio and capital budgets"; *Review of Economics and Statistics*; vol. 47; pp. 13-37.

Silva, J. Vidigal; Serrão, Amilcar (1990); "Avaliação de Investimentos no Sector de Extracção de Mármore em Contexto de Incerteza"; *Provas de Aptidão Pedagógica e de Capacidade Científica*, Universidade de Évora.

Silva, J. Vidigal; Serrão, Amilcar (1992); "Avaliação do Risco do Investimento na Extracção de Mármore na Região de Évora"; *Revista de Economia e Sociologia*, n.º. 53.

Stanley, M. T.; Block, S: B. (1984); "A Survey of Multinational Capital Budgeting"; *The Finance Review*; vol. 19; pp. 36-54.

Statman, Meir (1982); "The persistence of the payback method: a principle-agent perspective"; *Engineering Economist*; vol. 27; n.º 2; pp. 95-100.

Statman, Meir; Sepe, J F (1984); "Managerial incentives plans and the use of the payback method"; *Journal of Business Finance and Accounting*; vol. 11; n.º 1; pp. 61-65.

Sundem, G L (1974); "Evaluating simplified capital budgeting models using a time-state preference metric"; *Accounting Review*; vol. 49; n.º 2; pp. 306-320.

Sundem, G L (1975); "Evaluating capital budgeting models in simulated environments"; *Journal of Finance*; vol. 30; n.º 4; pp. 977-992.

Vandell, Robert F; Stonich, P J (1973); "Capital budgeting: theory or results?"; *Financial Executive*; vol. 41; n.º 8; pp. 46-56.

Wade, C. M. & Apap. A (2000); "Big-bouk budgets", *American Boukers Association ABA Banking Journal*, vol. 82,nº.8, pp.32-38.

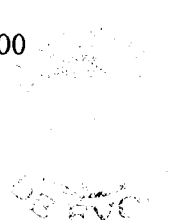
Weder, B. (1998); "Africa's Trade Gap: What Should Africa Do to Promote Exports"; *Paper presented at the Workshop on Asia and Africa in the Global Economy*"; Japan.

Weingartner, H. M. (1969); "Some new views an payback period and capital budgeting decisions"; *Management Science*; pp. 594-609.

Weingartner, H. M. (1977); "Capital Rationing: n Authors in Search of a Plot"; *Journal of Finance*; pp. 140.

Weitwick, C. A. & Shohet, P. S. D. (1976); Investment appraisal and inflation, Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

World Bank (1995); Pacific Island Economies: Building a Resilient Base for the Twenty- first Century; World Bank, Washington, D. C.



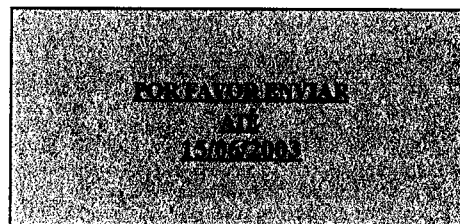
ANEXOS

ANEXO 1.



**CARACTERIZAÇÃO DO INVESTIMENTO E DAS PRÁTICAS DE AVALIAÇÃO DE
PROJECTOS DAS EMPRESAS EM CABO VERDE**

QUESTIONÁRIO



**RESPONSÁVEL PELO PREENCHIMENTO
(FACULTATIVO)**

NOME: **DATA** _____ / _____ / _____
TELEFONE:.....
EMAIL:.....

**EM CASO DE EXISTIREM QUESTÕES CUJAS RESPOSTAS SEJAM INCONVENIENTES,
POR FAVOR IGNORE-AS E RESPONDA ÀS RESTANTES.**

**NAS RESPOSTAS ÀS PERGUNTAS COLOQUE APENAS UMA CRUZ À FRENTE DA RESPOSTA QUE
CORRESPONDE À SITUAÇÃO DA SUA EMPRESA**

I – Introdução

1.1. Qual é a sua função na empresa?

Gerente/Administrador

Director Financeiro

Técnico Financeiro

Outra. (Especifique) _____

1.2. Qual é o nível das suas habilitações literárias?

Ensino secundário ou inferior sem formação sobre avaliação de projectos

Ensino secundário ou inferior com formação sobre avaliação de projectos

Bacharelato

Licenciatura

Pós-graduação /Mestrado/ Doutoramento (Especifique) _____

1.3. Há quantos anos está na empresa?

Há menos de 1 ano

Entre 1 a 2 anos

Entre 2 a 5 anos

Mais de 5 anos

1.4. Participa no processo de avaliação e de decisão de investimento da sua empresa?

Sim

Não

II – Caracterização da Empresa

2.1. Qual o sector de actividade a que a sua empresa pertence?

2.2. A sua empresa faz parte de um grupo empresarial?

Sim

Não

2.3. Qual é a forma jurídica da sua empresa?

- Empresa em nome individual
- Sociedade por quotas
- Sociedade anónima
- Sociedade cooperativa
- Empresa pública

III - Caracterização do Investimento**3.1. Atendendo às necessidades mínimas de investimento da sua empresa, como considera o nível actual de investimento realizado?**

- Muito abaixo
- Abaixo
- De acordo
- Acima
- Muito acima

3.2. A sua empresa tem investimentos previstos para o período 2003-2004?

- Sim
- Não

3.3. Em relação à rendibilidade média da sua empresa em 2000/2001, os investimentos em realização/planeados a partir de 2002 deverão:

- Aumentar a rendibilidade
- Manter a rendibilidade
- Evitar prejuízos

3.4. Na concretização dos projectos de investimento, qual das seguintes fases considera de mais difícil realização? (indique, por favor, apenas uma opção)

- Identificação das oportunidades de investimento
- Elaboração do projecto de investimento e geração de estimativas
- Avaliação
- Tomada de decisão
- Implementação do projecto
- Controlo e revisão

3.5 De que maneira cada um dos factores abaixo apresentados influenciam a decisão de investir na sua **empresa**?(Por favor coloque **uma cruz** nos pontos segundo a pontuação abaixo)*Obs. A opção 1, indica que o factor afecta muito desfavoravelmente a decisão de investir. A opção 6, indica que o factor afecta muito favoravelmente.***Empresa**

Grau de ocupação da capacidade instalada na empresa	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Reorganização interna	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Formação do pessoal	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

Mercado

Evolução das vendas nos últimos anos	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Perspectivas com relação às vendas domésticas	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Perspectivas com relação às exportações	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

Custos

Mão-de-obra	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Infra-estruturas (energia, transportes, comunicações)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Carga fiscal	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Consumos e equipamentos nacionais	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Consumos e equipamentos importados	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Obras de construção civil	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Custo do financiamento corrente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

Financiamento

Grau de endividamento da empresa	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Capacidade de autofinanciamento	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Disponibilidade/acesso a financiamento de longo prazo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Parceria com outra(s) empresa(s)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

Determinantes

Macroeconómicas						
Taxa de inflação actual	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Taxa de câmbio actual	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Taxas de juros domésticas actuais	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Taxas de juros internacionais actuais	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Ritmo de crescimento da economia (PIB)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

Riscos

Risco de crise internacional	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Incertezas sobre a evolução da taxa de câmbio	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Incertezas sobre política comercial	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Incerteza quanto à sustentabilidade crescimento económico	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Incerteza quanto à evolução do Balança de Pagamentos	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Incerteza quanto à evolução das contas públicas	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

Incentivos

Financeiros a fundo perdido	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Financeiros reembolsáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Benefícios fiscais nacionais	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Benefícios de natureza municipal	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Bonificação de taxa de juro	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Vantagens de localização (zonas industriais/infra-estrutura)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

IV - Caracterização do Financiamento

4.1 Discrimine aproximadamente as fontes de financiamento usadas no último projecto de investimento (em %):

	% Aproximada
Lucros Retidos	%
Emissão de Acções	%
Empréstimos Bancários	%
Empréstimos ou Subsídios do Estado	%
Empréstimos dos Sócios	%
OUTRAS	%
TOTAL	100%

4.2. Qual o prazo da principal operação de financiamento superior a um ano realizada pela empresa?

- De 1 a 2 anos
 Mais de 2 até 3 anos
 Mais de 3 até 5 anos
 Mais de 5 anos

V - Caracterização dos Métodos de Avaliação de Investimentos

5.1. Na sua empresa é realizado algum tipo de avaliação formal do projecto de investimento antes da tomada de decisão?

- Sim
 Não

Se a sua resposta foi Não, pode passar à questão 5.9.

5.2. A sua empresa normalmente faz a avaliação de projecto para que tipo de investimento?

- Investimento de Substituição
 Investimento de Expansão
 Investimento de Inovação
 Investimento Estratégico
 Para todos os tipos

5.3. Qual é o principal critério utilizado na avaliação de projectos de investimento?

- Período de Recuperação (PR)
- Taxa de Rendibilidade Contabilística (TRC)
- Taxa Interna de Rendibilidade (TIR)
- Valor Actual Líquido (VAL)
- Rácio custo-benefício
- Critérios não financeiros
- Outro (Especifique, por favor) _____

5.4. Qual é o critério secundário utilizado na avaliação de projectos de investimento?

- Período de Recuperação (PR)
- Taxa de Rendibilidade Contabilística (TRC)
- Taxa Interna de Rendibilidade (TIR)
- Valor Actual Líquido (VAL)
- Rácio custo-benefício
- Critérios não financeiros
- Outro (Especifique, por favor) _____

5.5. A sua empresa considera importante a introdução de novas tecnologias de informação no processo de avaliação de projectos?

- Não
- Sim

5.6- Considera que a escolha do método a usar influencia o desempenho(performance) da sua empresa?

- Não
- Sim

5.7. É considerada a inflação no processo de avaliação de projectos de investimento?

- Não
- Sim

5.8. A avaliação dos projectos de investimento é elaborado pela sua empresa internamente?

- Sim
- Não

5.9. A sua empresa adopta alguma política de limitação do capital a ser investido?

- Não
- Sim (Especifique, por favor) _____

FIM

Muito Obrigado pela Colaboração

Ivandra Andréa Lopes Semedo
Universidade de Évora

ANEXO 2. Cartas Enviadas às EmpresasExmo Sr.

Praia, 02 de Junho de 2003

Ex.mo Sr.

Na sequência do curso de Mestrado em Gestão de Empresa, com especialização em Finanças Empresariais, a Universidade de Évora está a realizar um estudo sobre a **caracterização dos determinantes do investimento e das práticas de avaliação de projectos das empresas em Cabo Verde**. Este estudo enquadra-se na minha tese de dissertação de mestrado, sob a orientação do Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva.

Sendo eu caboverdiana, tenho muito interesse em conhecer e transmitir a realidade empresarial de Cabo Verde no que se refere aos determinantes do investimento e às práticas de avaliação desses projectos.

A sua empresa está incluída na minha amostra de estudo, assim venho solicitar uma colaboração vossa no sentido de responder ao questionário em anexo.

Ciente da vossa compreensão, apresento os meus melhores cumprimentos.

Ivandra Andréa Lopes Semedo

Ivandra Andréa Lopes Semedo
CP-245 Praia , Cabo Verde
E-mail: ivandrasemedo@yahoo.com

Tel. (Trab) – 609280
Móvel – 974159
Fax 613900

Exmo. Sr.

Praia, 10 de Julho de 2003

Exmo Sr.

Na sequência dos contactos havidos com a V.Ex.a, venho, uma vez mais, apelar à sua participação no estudo sobre a **caracterização dos determinantes do investimento e das práticas de avaliação de projectos das empresas em Cabo Verde.**

Tenho a consciência de que o tempo é bem escasso, mas apelo à vossa compreensão no sentido de contribuir para o avanço do conhecimento em Cabo Verde nesta área de estudo. Para tal, basta preencher o questionário que lhe foi remetido no dia 2 de Junho e envia-lo, utilizando o envelope de resposta (porte pago) que tem disponível. Se, entretanto, já tiver enviado o questionário, queira ignorar, por favor, este pedido.

Recordo, uma vez mais, que o questionário se destina a fins científicos e é **totalmente confidencial.**

Grato pela sua colaboração, subscrevo-me, com os melhores cumprimentos.

Ivandra Andréa L. Semedo

ANEXO 3 – CABO VERDE – FICHA E MAPA DO PAÍS

Área Total: 4033 km²

População Total (2000): 434 mil habitantes

Densidade Populacional (2000): 108 hab./m²

Capital: Praia

Religião: Maioritariamente Católica

Língua: Oficial é o Português, embora o Crioulo seja correntemente utilizado

Unidade Monetária: Escudo Caboverdiano (CVE)

Taxa de Câmbio: 1 EUR=110,265 CVE

PIB per Capita: 1.391,1 USD (2002)

Taxa Crescimento PIB real: 4,0% em 2002

