

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

Avaliação do Desempenho Financeiro e Criação de Valor – uma visão integrada

Estudo Caso

Neide Helena Coelho Jorge

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de

MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

Orientador: Prof. Nuno Teixeira

Setúbal, 2014

Índice

Índice	I
Índice de Quadros	II
Índice de Figuras	III
Agradecimentos.....	IV
Lista de Siglas e Abreviaturas.....	V
Resumo	VIII
Abstract	IX
Introdução.....	1
Capítulo I: Revisão de literatura	2
1. Conceitos importantes inerentes ao tema	2
2. Conceito de desempenho	2
3. A avaliação do desempenho.....	3
4. Instrumentos de avaliação do desempenho	5
5. Conceito de desempenho financeiro	8
5.1. A avaliação tradicional do desempenho financeiro	10
5.2. A avaliação do desempenho financeiro através da lógica da criação de valor	19
5.3. Conceito de custo do capital	23
Capítulo II: Estudo Empírico.....	25
6. Objetivos de investigação	25
7. Metodologia de investigação	25
8. Caracterização do setor da construção e reparação naval	33
9. Caracterização da Lisnave	35
10. Análise e discussão dos resultados de investigação	38
10.1. Evolução do desempenho financeiro da Lisnave durante o período 2008 - 2012.....	38
10.2. Análise da criação de valor da atividade da Lisnave no período 2008 - 2012.....	44
10.3. A relação entre a criação de valor e os indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro no período 2008 - 2012.....	47
10.4. A monitorização da criação de valor através dos indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro no período 2008 - 2012.....	50
Conclusões.....	57
Referências Bibliográficas	59

Índice de Quadros

Quadro 1: Cálculo dos indicadores que medem a capacidade de gerar excedentes.	11
Quadro 2: Cálculo dos indicadores que medem o risco do negócio.....	12
Quadro 3: Cálculo dos indicadores que medem a rentabilidade do volume de negócios	13
Quadro 4: Cálculo dos indicadores que medem o contributo económico	14
Quadro 5: Cálculo dos indicadores de tesouraria	16
Quadro 6: Cálculo dos indicadores de funcionamento	16
Quadro 7: Cálculo dos indicadores de sustentabilidade financeira	17
Quadro 8: Cálculo dos indicadores de caracterização do endividamento.....	17
Quadro 9: Cálculo dos indicadores de risco financeiro.....	17
Quadro 10: Cálculo dos indicadores monetários	18
Quadro 11: Cálculo do CVA	20
Quadro 12: Cálculo do Investimento Total.....	28
Quadro 13: Balanço Funcional ótica da rentabilidade	28
Quadro 14: Atividade Desenvolvida nos últimos 5 anos.....	36
Quadro 15: Número de encomendas obtidas	37
Quadro 16: Demonstração de resultados no período de 2008 a 2012.....	38
Quadro 17: Balanço da Lisnave no período de 2008 a 2012	39
Quadro 18: Demonstração de fluxos de caixa da Lisnave no período de 2008 a 2012	40
Quadro 19: Indicadores económicos da Lisnave no período de 2008 a 2012	42
Quadro 20: Indicadores financeiros da Lisnave no período de 2008 a 2012	43
Quadro 21: Indicadores monetários da Lisnave no período de 2008 a 2012.....	44
Quadro 22: Balanço funcional da Lisnave no período de 2008 a 2012	45
Quadro 23: Custo médio ponderado do capital da Lisnave no período de 2008 a 2012	46
Quadro 24: Valor criado pela Lisnave no período de 2008 a 2012 (valores em euros)	47
Quadro 25: Coeficientes de <i>Pearson</i> entre a RS e os indicadores económicos	47
Quadro 26: Coeficientes de <i>Pearson</i> entre a RS e os indicadores financeiros	48
Quadro 27: Coeficientes de <i>Pearson</i> entre a RS e os indicadores monetários	49

Índice de Figuras

Figura 1: Modelo da estratégia de Porter.....	4
Figura 2: Cadeia de valor dos processos organizacionais	5
Figura 3: Relação entre as três demonstrações financeiras.....	9
Figura 4: Modelo Dupont.....	26
Figura 5: Explicação da criação de valor através da análise de desempenho financeiro histórico.	32
Figura 6: Evolução anual dos segmentos da indústria naval portuguesa.....	35
Figura 7: Evolução detalhada da Rendibilidade Supranormal.....	51
Figura 8: Evolução detalhada da capacidade de gerar resultados.....	52
Figura 9: Evolução detalhada da decisão de investimento.....	54
Figura 10: Evolução detalhada da decisão de financiamento	55

Agradecimentos

A realização da dissertação de mestrado não é um projeto individual e ao longo do seu desenvolvimento foram inúmeros os apoios que contribuíram para que pudesse ser concluída.

Desta forma, quero agradecer a todos aqueles que me ajudaram e acompanharam na elaboração e conclusão deste trabalho:

Aos meus pais, Carlos Jorge e Maria Helena Jorge, pois sem a sua colaboração não me teria sido possível frequentar o mestrado, constituindo um dos pilares fundamentais para a minha formação académica.

Ao Professor Nuno Delicado Teixeira, orientador da dissertação, agradeço o apoio, a partilha do conhecimento e as valiosas contribuições dadas no decorrer da elaboração deste trabalho.

A todos os familiares e amigos pelo apoio, sugestões, incentivo e partilha de conhecimentos transmitidos no desenrolar desta etapa.

Lista de Siglas e Abreviaturas

- A – Ativo
- AEPC – Ativo económico a preços correntes
- AIM - Associação de Investigadores da Imagem em Movimento
- AUF - Autonomia Financeira
- BSC - Balanced Scored Card
- CA - Capital Alheio
- CAPM - Capital Asset Price Model
- CCV - Coeficiente de Absorção dos Custos Variáveis
- CEF - Cobertura dos Encargos Financeiros
- CP - Capital Próprio
- CFROI - Cash Flow Return On Investment
- CUF - Companhia União Fabril
- CVA - Cash Valeu Added
- DFC - Demonstração de Fluxos de Caixa
- DR - Demonstração de Resultados
- DRE - Demonstração de Resultados do Exercício
- ENVC - Estaleiros Navais de Viana do Castelo
- EOEP - Estado e Outros Entes Públicos
- EVA - Economic Value Added
- FCL - Fluxo de Caixa Livre
- FCFE - Free Cash Flow to Equity
- FCFF - Free Cash Flow to Firm
- FCO - Fluxo de Caixa Operacional
- FM - Fundo de Maneio
- GEA - Grau Economico de Alavanca
- IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas
- IRC - Imposto sobre o Rendimento da Pessoa Coletiva
- IVA - Imposto sobre o valor Acrescentado
- Kd - Custo do Capital Alheio
- Ke - Custo do Capital Próprio
- MEP - Método de Equivalência Patrimonial
- MLB - Meios libertos brutos
- MLL - Meios libertos líquidos
- MLLR - Meios libertos líquidos retidos
- MOLI - Resultados Operacionais Líquidos de Impostos Acrescidos dos Custos não Desembolsáveis
- MLOLIPC – Meios libertos operacionais líquidos de impostos a preços correntes

MS - Margem de Segurança
NC - Necessidades Cíclicas
NE - Necessidade de Endividamento
NFM - Necessidades de Fundo de Maneio
NOPAT - Lucro Operacional
P - Passivo
PC - Ponto Crítico
PCP - Peso do Endividamento a Curto Prazo
PEMLP - Peso do Endividamento de Médio e Longo Prazo
PIB - Produto Interno Bruto
PME's - Pequenas e médias empresas
PMP - Prazo Médio de Pagamento
PMR - Prazo Médio de Recebimento
PRD - Período de Recuperação da Dívida
QREN - Quadro de Referência Estratégica Nacional
RC - Recursos Cíclicos
RCP - Rendibilidade dos Capitais Próprios
RE - Rendibilidade da Empresa
RENDF - Rendimentos Financeiros
RMP - Rotação de Mercadorias e Matérias-primas
RO - Resultado Operacional
ROI - Return On Investment
ROLI - Resultado Operacional Líquido de Impostos
ROVN - Rendibilidade Operacional do Volume de Negócios
RPA - Rotação de Produtos Acabados
RS - Rendibilidade Supranormal
RVN - Rendibilidade do Volume de Negócios
RBVN - Rendibilidade Bruta do Volume de Negócios
RLSAF - Resultados Líquidos Sem Alavanca Financeira
RLVN - Rendibilidade Líquida do Volume de Negócios
SMD - Sistema de Medição de Desempenho
SNC - Sistema de Normalização Contabilística
SOLV - Solvabilidade
t - Taxa Efetiva de Imposto
TB - Tableaux de Bord
TEI – Taxa Efetiva de Imposto
TIR - Taxa Interna de Rendibilidade
TIRE - Taxa Interna de Rendibilidade Efetiva
TL - Tesouraria Líquida

TVN - Taxa de Crescimento de Volume de Negócios

UEN's - Unidades Estratégicas de Negócio

VAB - Valor Acrescentado Bruto

VAL - Valor Atual Líquido

VEC - Valor Económico Criado

VR – Valor residual

WACC - Custo Médio Ponderado do Capital

Resumo

Face à competitividade global e à incerteza constante, presente no contexto empresarial, a avaliação do desempenho financeiro tem-se tornado cada vez mais importante, como apoio à tomada de decisão. Nesse âmbito, ao longo dos últimos anos tem sido desenvolvida a lógica da criação de valor financeiro, uma vez que permite verificar a capacidade das empresas para remunerarem os investidores, tanto proprietários como instituições financeiras, considerando o custo total do capital investido.

Assim, este trabalho de investigação tem por objetivo evidenciar que a complementaridade entre a análise financeira realizada vulgarmente com base em indicadores económicos, financeiros e mais recentemente, com indicadores associados aos fluxos de caixa e, a lógica da criação de valor, pode explicar melhor a origem do valor gerado pelas empresas contribuindo para a melhoria na tomada de decisão.

A realização do estudo empírico teve por base a metodologia de estudo de caso, tendo-se optado por analisar a empresa Lisnave, Estaleiros Navais, SA por ser o líder de mercado de um sector onde Portugal tem um *know-how* acumulado muito importante. Este *know-how* poderá vir a contribuir, no curto prazo, para o aumento das exportações e do produto interno bruto nacional.

Ao nível da revisão bibliográfica foram abordados diferentes conceitos sobre avaliação de desempenho e de desempenho financeiro, debateram-se os indicadores utilizados na avaliação tradicional do desempenho financeiro e na medição da criação de valor e definiu-se o que se entende por custo do capital.

Relativamente aos resultados de investigação, observou-se a evolução histórica da empresa no período entre 2008 e 2012, tendo em conta a avaliação tradicional do desempenho financeiro e a lógica da criação de valor, constatando-se a diminuição da capacidade de criação de valor ao longo dos anos analisados. Ademais, verificou-se através dos coeficientes de correlação de *Pearson*, as relações que existiam entre os indicadores normalmente utilizados na avaliação do desempenho financeiro e o indicador de criação de valor considerado (rendibilidade supranormal). Concluiu-se que foi a evolução das métricas económicas que mais condicionou o valor gerado pela atividade da empresa.

Por fim, elaborou-se um modelo de monitorização da criação de valor, através da interligação entre ambas as metodologias de avaliação do desempenho financeiro.

Palavras-chave: avaliação do desempenho financeiro, criação de valor, construção e reparação naval.

Abstract

In light of global competitiveness and the continuing uncertainty present in the business context, the evaluation of the financial performance has become an increasingly important part as support for decision-making. Given this framework, over the last few years has been developed the logic of creating financial value, once it allows to verify the enterprises ability to remunerate investors, both owners as well as financial institutions, considering the total invested capital.

Thus, this research paper aims to highlight the complementarity that financial analysis that is commonly based on economic indicators, and most recently with financial indicators - associated with the cash flows and value creation - could explain better the origin of the value generated by businesses contributing to improve to the decision-making process.

The empirical study was based on case study methodology, analyzing the chosen company Lisnave, Shipyards, SA for being the market leader in a sector where Portugal has accumulated a very important know-how. This know-how could be a contribute, in the short term, to the exports increase and to the national Gross Domestic Product.

At a literature review level, were addressed different concepts about performance evaluation and financial performance. Also discussed indicators used in the traditional financial performance evaluation and in the measurement of value creation having defined what is meant by capital cost.

Regarding the results of the research, in the period between 2008 and 2012, was observed the historical evolution of the company, considering the traditional financial performance evaluation and the logic of creating value, having notice over the years analyzed a decreased of the ability to create value. In addition, it was verified trough the correlation of the Pearson coefficients, the relations that existed between the indicators commonly used in evaluating financial performance and the considered value creation indicator (supranormal profitability). In conclusion, the value generated by the activity of the company was more conditioned by the evolution of the economic metrics.

At last, a model to monitoring the value creation was elaborate through the interconnection between the two methodologies of evaluation of financial performance.

Key-words: financial performance evaluation, value creation, shipbuilding and repair industry.

Introdução

O aumento da competitividade a nível global, trouxe uma maior preocupação quanto ao desempenho das empresas e à sua capacidade para criarem valor aos investidores. De facto, tendo presente que hoje o contexto empresarial se caracteriza pela incerteza e mudança constante, na forma como as empresas concorrem entre si, a avaliação do desempenho financeiro e a explicação das origens da criação de valor, tornaram-se temas centrais nas organizações modernas.

Embora a avaliação do desempenho financeiro não seja um tema recente, nos últimos anos foi desenvolvida a lógica da criação de valor que tem em consideração a capacidade das empresas para criarem uma rentabilidade superior ao custo do capital utilizado para financiar a atividade. Porém, verifica-se que ao nível da diferente bibliografia, estudos empíricos e trabalhos empresariais, existe uma dificuldade na relação entre a avaliação tradicional do desempenho financeiro e os indicadores de criação de valor, parecendo que são duas realidades completamente distintas e que dificilmente podem ser integradas. Sendo assim, este trabalho de investigação, tem por objetivo evidenciar que a complementaridade entre a análise financeira vulgarmente realizada, com base em indicadores económicos e financeiros e, mais recentemente, em indicadores associados aos fluxos de caixa, e a lógica da criação de valor, pode explicar melhor a origem do valor gerado pelas empresas e contribuir para a melhoria da tomada de decisão.

Para a realização do estudo empírico utilizou-se a metodologia de estudo de caso, tendo-se optado por analisar a empresa Lisnave, Estaleiros Navais, SA por ser o líder do mercado de um setor onde Portugal tem um *know-how* acumulado muito importante e que poderá vir a contribuir no curto prazo para o aumento das exportações e do produto interno bruto nacional.

Ao nível da estrutura do trabalho, este irá ser dividido em duas partes principais, a revisão bibliográfica e o estudo empírico.

Na primeira parte, começa-se por abordar os conceitos mais genéricos de desempenho, de avaliação do desempenho, de instrumentos de avaliação do desempenho e de desempenho financeiro. Em seguida, debatemos indicadores utilizados na avaliação tradicional do desempenho financeiro e na medição da criação de valor e definimos o conceito de custo do capital.

Na segunda parte, serão descritos mais detalhadamente os objetivos de investigação, bem como a metodologia utilizada ao nível do estudo de caso e dos conceitos financeiros considerados. Em seguida, é feita uma caracterização do setor nacional da construção e reparação naval e da empresa Lisnave, Estaleiros Navais, SA. Finalmente, são apresentados os resultados da investigação que irão centrar-se na evolução histórica da empresa, tendo em conta a avaliação tradicional do desempenho financeiro e a lógica da criação de valor, na determinação de relações entre os indicadores normalmente utilizados e as métricas de criação de valor e na construção de um modelo que permita a monitorização do valor criado, através da interligação entre ambas as metodologias de avaliação do desempenho financeiro.

Capítulo I: Revisão de literatura

1. Conceitos importantes inerentes ao tema

A revisão de literatura permite a realização de uma análise do que já foi escrito sobre o tema da investigação, evidenciando as visões convergentes e divergentes entre os autores.

De acordo com Silva e Menezes (2001:37), esta permitirá “traçar um quadro teórico e efetuar a estruturação conceitual que dará sustentação ao desenvolvimento da investigação”.

Tendo em consideração o tema escolhido para ser desenvolvido ao longo deste trabalho, torna-se pertinente o esclarecimento de alguns conceitos que se encontram interligados, contribuindo desta forma para o desenvolvimento do mesmo.

Para se saber qual tem sido a evolução da empresa ao longo do tempo, em termos do seu desenvolvimento económico-financeiro é indispensável, em primeiro lugar, definirmos não só os conceitos de avaliação do desempenho e, mais concretamente, do desempenho financeiro, mas também, discutirmos o próprio conceito de desempenho em termos empresariais.

2. Conceito de desempenho

O conceito de desempenho está diretamente relacionado com o termo “*performance*”, e tem sido um tema muito discutido entre a comunidade científica (Neely, 2002).

De acordo com Otley (1999) e Rodrigues (2012) o desempenho é um conceito ambíguo e sem uma definição simples que seja unanimemente aceite. A dificuldade na sua definição pode ser justificada pela existência de uma variedade de fatores e dimensões que lhe estão associadas, o que leva à existência de diferentes definições por parte dos vários autores que estudam o tema (Laranjeira, 2008 e Pinto, 2009).

Segundo Santos (2008), o conceito do desempenho está interligado com os conceitos de eficiência e eficácia, tornando necessário distinguir estas duas dimensões. Nesse sentido, Neely (2002) define eficiência como sendo a capacidade que a empresa tem para utilizar os seus recursos de forma adequada ao padrão definido, podendo estar relacionada com a produtividade, qualidade e tempo. Quanto à eficácia define-a como uma medida de relação entre objetivos e resultados, sendo de grande importância para qualquer organização. Segundo Oliveira e Mello (2010) a eficiência resulta da relação entre os recursos utilizados (*inputs*) e o que é produzido (*outputs* ou resultados), sendo esta maior quanto maior o *output* para um dado *input* ou menor o *input* para um dado *output*. Já a eficácia, consideram que está associada à obtenção dos objetivos definidos.

Assim, para Neely (2002), um sistema de avaliação do desempenho quantifica a eficiência e a eficácia passadas, através da recolha, compilação, análise e interpretação dos dados apropriados para a tomada de decisão e a realização de ações de forma atempada.

Então, podemos dizer que o desempenho no contexto empresarial é condicionado por vários aspetos associados ao meio envolvente onde as organizações estão inseridas, relacionados com a competitividade e, por aspetos de origem interna relacionados com a gestão

dos recursos empregues nos negócios. Relativamente ao meio envolvente, há a destacar o impacto dos seus diferentes contextos, nomeadamente, o económico, o político e legal, o social e o tecnológico, e o próprio impacto da estrutura e atratividade de cada setor de atividade. Nos aspetos internos, destaca-se a capacidade de cada empresa para formular uma estratégia, que alinhe os diferentes negócios e mercados onde pretende estar presente às oportunidades do contexto e às competências distintivas que consegue criar por meio dos recursos internos (Teixeira, 2013a).

Deste modo, é muito complexo avaliar o desempenho de uma organização, tanto na definição de objetivos e de indicadores de monitorização, como no estabelecimento de referências que possam servir de padrão para se medir o sucesso das realizações (Teixeira, 2013a).

3. A avaliação do desempenho

A avaliação do desempenho constitui uma ferramenta essencial ao funcionamento de toda e qualquer empresa, uma vez que permite diagnosticar o nível de sucesso da sua atividade (Ribeiro, 2003). Atualmente, a realidade empresarial é caracterizada pela globalização, onde a competitividade se alastra a nível mundial, sendo essencial que as organizações procurem a flexibilidade na sua estrutura interna, de forma a garantirem uma adaptação constante ao meio e garantirem uma boa capacidade competitiva (Roldão e Ribeiro 2004 e Pinto 2009).

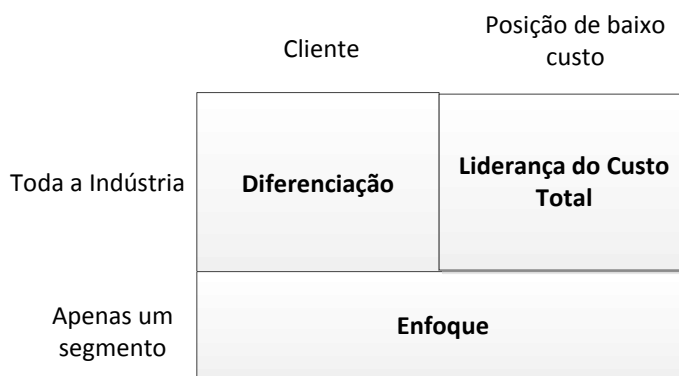
Como anteriormente referimos, os objetivos de uma organização podem ser de natureza diversa, o que torna difícil a definição de um sistema de avaliação que seja capaz de monitorizá-los a todos com sucesso e de forma equitativa (Jorge, 2010). Por exemplo, os objetivos podem ser financeiros, de marketing, de produção, de recursos humanos, de satisfação dos clientes, entre outros.

A avaliação é feita com base na utilização de métricas, pelo que, o seu sucesso depende da correta identificação e seleção de indicadores relevantes e coerentes, diretamente relacionados com os fatores críticos de sucesso da organização e com um razoável índice de precisão, que permitam o acompanhamento da eficácia e eficiência da atividade (Luitz e Rebelato, 2003 e Pinto, 2009).

Assim, cada vez que se pretende implementar um sistema de avaliação do desempenho, a definição de indicadores e métricas deve considerar dois conceitos importantes desenvolvidos por Porter (1989), que auxiliam a tomada de decisão e a monitorização do sucesso das organizações: a vantagem competitiva e a cadeia de valor. O estudo da vantagem competitiva está claramente associado à eficácia na obtenção de resultados, ou seja, ao modo como a empresa se pode distinguir, pela positiva, face aos seus concorrentes; através da cadeia de valor, averiguam-se eventuais otimizações nos processos principais da atividade que proporcionem uma maior eficiência dos recursos utilizados e uma maior capacidade para se criarem vantagens competitivas sustentáveis.

A vantagem competitiva é, assim, o resultado da capacidade da firma realizar eficientemente o conjunto de atividades necessárias para obter um custo mais baixo que a concorrência ou de organizar essas atividades de uma forma única, capaz de gerar um valor diferenciado para os compradores (Vasconcelos e Cyrino, 2000). Associado a estas duas tipologias de estratégia, Porter (1989) também desenvolveu a estratégia de foco, que se centra num determinado segmento de mercado, procurando obter vantagem competitiva através de um maior grau de diferenciação ou de um menor custo, sendo comum nas empresas de menor dimensão.

Figura 1: Modelo da estratégia de Porter



Fonte: Porter (1989).

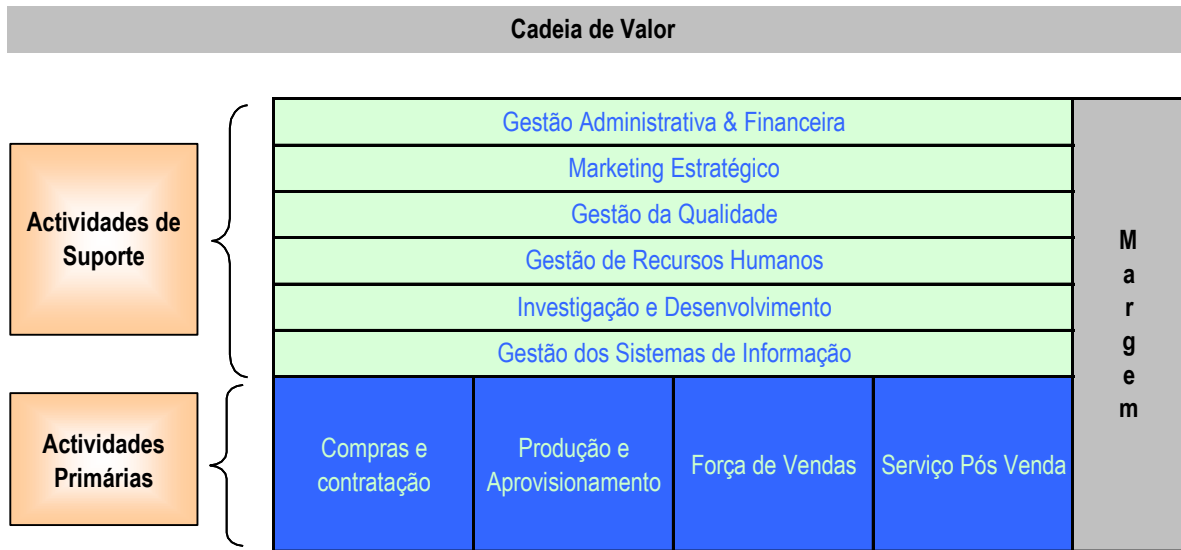
Assim, o conceito de vantagem competitiva está diretamente relacionado com a capacidade que uma empresa tem para gerar valor, tornando-se relevante o estudo da cadeia de valor dos processos internos de cada organização.

Segundo Porter (1989:31) “a cadeia de valor desagrega uma empresa nas suas atividades de relevância estratégica para que se possa compreender o comportamento dos custos e as potencialidades de diferenciação.” A empresa ganha vantagem competitiva se conseguir desempenhar as suas atividades da melhor maneira e a mais baixo custo que a concorrência.

Para Shank e Govindarajan (1993:13) “a cadeia de valor para qualquer empresa, em qualquer negócio, é o conjunto interligado de todas as atividades que criam valor, desde uma fonte básica de matérias-primas, passando por fornecedores de componentes, até à entrega do produto final às mãos do consumidor.”

Hansen e Mowen (2001:429) defendem que a análise da cadeia de valor serve para “(...) fortalecer a posição estratégica de uma empresa”.

Figura 2: Cadeia de valor dos processos organizacionais



Fonte: Adaptado de Teixeira, 2007a

Deste modo, face à diversidade de fatores exógenos e endógenos que condicionam a eficácia das vantagens competitivas criadas e a eficiência da cadeia de valor nas atividades internas e, portanto, o nível de desempenho das organizações, os investigadores têm tentado criar ao longo dos anos vários instrumentos que pretendem monitorizar as diferentes dimensões e variáveis que condicionam o sucesso empresarial.

4. Instrumentos de avaliação do desempenho

Os gestores precisam dispor de informação de modo quase permanente, para a tomada de decisão em diferentes aspetos do funcionamento da organização, tais como o nível de satisfação dos clientes, a sua estratégia de marketing, o nível de produção e os recursos humanos utilizados (Neely, 2002).

Nesse sentido, foram desenvolvidos diversos instrumentos de avaliação do desempenho que pretendem interligar a informação financeira com os indicadores qualitativos que medem o desempenho nas várias áreas de gestão das organizações, que são fundamentais para explicar os resultados económicos e financeiros obtidos (Teixeira *et al*, 2011). De entre esses instrumentos, destacam-se o *Balanced Scorecard* (BSC), o *Tableau de Bord* (TB), o Prisma e a Pirâmide do Desempenho (Neely, 2002).

O BSC foi desenvolvido inicialmente por Kaplan e Norton em 1992 e, desde então, tem sido frequentemente aplicado em diferentes organizações e estudos. É um modelo de gestão que traduz a visão e a estratégia da organização num conjunto de objetivos interligados, medidos através de indicadores associados aos fatores críticos (Monteiro, 2006).

Segundo Kaplan e Norton (1996), o BSC deve apresentar um conjunto balanceado de medidas financeiras e não financeiras, vinculadas a quatro perspectivas importantes para o negócio da empresa, que se encontram relacionadas:

- Perspetiva de desenvolvimento organizacional, que determina as competências fundamentais, que a empresa deverá dominar para garantir a realização com sucesso das atividades prioritárias, a satisfação dos clientes e os objetivos financeiros, destacando-se pela sua importância os sistemas de informação, os recursos humanos e os recursos organizacionais;
- Perspetiva dos Processos internos, evidencia as atividades e processos mais importantes para garantir a satisfação dos clientes e os objetivos financeiros;
- Perspetiva dos Clientes, que identifica as variáveis mais importantes para a satisfação dos clientes por forma, a garantir que o crescimento seja sustentado;
- Perspetiva Financeira, que é a visão dos proprietários, ou seja, pretende verificar se a empresa é um bom retorno para o capital investido.

Assim, o *balanced scorecard* constitui um sistema de medição estratégico que procura descrever a organização e o negócio através da explicitação da sequência de relações de causa e efeito entre resultados desejados (satisfação dos clientes e resultados financeiros) e os seus vetores de desempenho (ativos intangíveis e processos) e o seu impacto sobre a estratégia a seguir pela organização (Jordan *et al*, 2007).

Já o TB, foi o primeiro instrumento de avaliação de desempenho a ser desenvolvido (surgiu na década de 30 do século passado em França) e pretende fornecer informação rápida que permita a atuação da gestão no curto prazo. Tal, implica que apresente algumas características muito específicas (Teixeira, 2007a):

- Rapidez, pois deve estar disponível poucos dias após o período de análise;
- Contém dados históricos e previsionais, podendo alguns ser obtidos através de estimativa, uma vez que se dá preferência à disponibilidade rápida de informação em prol da obtenção de dados exatos, ou seja, pretende-se garantir a ação em tempo útil;
- Contém indicadores diversificados, contemplando informação financeira e não financeira, permitindo uma visão mais perfeita do funcionamento da organização;
- É sintético, mas com possibilidade de desagregação, uma vez que inclui somente os indicadores essenciais para a monitorização da atividade, possibilitando, em simultâneo, o acesso aos dados sobre as variáveis essenciais do plano de ação que originam o cálculo dos indicadores que o constituem;
- É frequente, em virtude de que deve conter sempre informação atualizada, de modo a que o gestor tenha informação recente para decidir.

Em termos práticos, as principais diferenças entre este instrumento e o BSC, dizem respeito à liberdade de definição de perspetivas e indicadores de análise e, ao facto de que o TB apresenta

uma maior vocação para a monitorização da atividade operacional e o BSC para o acompanhamento da implementação da estratégia das organizações (Teixeira, 2007a).

No que respeita ao Prisma, é um sistema de avaliação de desempenho, que tem por base as necessidades dos *stakeholders* e, em simultâneo, as contribuições de cada um deles para o funcionamento e sucesso da organização. De seguida, são definidas as estratégias, os processos e as capacidades necessárias para ir ao encontro das necessidades de cada uma das partes interessadas (Adams e Neely 2002).

Por último, a Pirâmide do Desempenho é um instrumento que foi desenvolvido com base nos conceitos de gestão da qualidade total e no custeio baseado nas atividades (McNair *et al.*, 1990).

Este modelo baseia-se numa representação da lógica de funcionamento da organização em quatro etapas: no nível superior está a visão da gestão estratégica com o objetivo de definir os indicadores de desempenho para os níveis mais baixos; de seguida, avalia-se o desempenho financeiro e do mercado relacionando os objetivos estratégicos definidos e os indicadores com as expectativas dos acionistas e dos clientes; no terceiro nível, identificam-se os fatores internos que potencializam a melhoria do desempenho financeiro e de mercado, tendo por base a satisfação do cliente, a flexibilidade e a produtividade organizacional; na base do modelo, estão os indicadores e a monitorização das operações que devem garantir os níveis desejados de qualidade, de prazos de resposta, de eficiência dos recursos e de desperdícios gerados na atividade (McNair *et al.*, 1990).

Assim, este instrumento de avaliação do desempenho pretende proporcionar um sistema de comunicação de duplo sentido, que traduza os objetivos estratégicos de forma *top-down* (baseados nas necessidades dos clientes e dos proprietários) e que, em sentido contrário, existam medidas *botton-up*, cuja origem resida nas operações fundamentais, que promovam a eficiência interna da atividade e a eficácia externa sobre os objetivos definidos em termos de satisfação dos clientes e de desempenho financeiro (Silva, 2005).

Segundo Neely (2002) o BSC é o modelo de avaliação mais utilizado, atualmente, pelas organizações americanas e europeias e nos estudos empíricos sobre a avaliação do desempenho. Através dele, pode ser construído um mapa de objetivos, iniciativas e indicadores nas quatro perspetivas acima mencionadas, auxiliando os gestores na monitorização dos diferentes níveis de desempenho nas várias etapas da criação de valor (Neely, 2002). O seu sucesso, reside em muito, no facto de estabelecer relações de causa e efeito, facilmente percebidas, entre ativos intangíveis (recursos humanos, sistemas de informação e recursos organizacionais), processos de trabalho, satisfação de clientes e desempenho financeiro (Teixeira *et al.*, 2011):

- Se os colaboradores estiverem motivados e dominarem as competências necessárias, os processos internos funcionam melhor. Assim, a formação e a motivação são a base do bom desempenho interno;
- Se os processos internos funcionam melhor, logo a qualidade dos produtos irá ser melhor, os prazos de resposta irão ser mais curtos e os clientes ficarão mais satisfeitos;

- Se os clientes estiverem mais satisfeitos, tenderão a ser mais fiéis à empresa e a propensão para aumentar o volume de negócios será maior;
- Se o volume de negócios aumentar e for acompanhado por uma melhoria da eficiência dos processos internos, haverá certamente uma maior criação de valor.

Em conclusão, podemos constatar que são vários os fatores que podem condicionar o desempenho das organizações, devendo os instrumentos de avaliação contemplar métricas que permitam monitorizar a atividade, considerando as várias áreas de gestão essenciais para o sucesso das organizações. Porém, nas entidades com fins lucrativos, o desempenho financeiro continua a sintetizar o contributo das várias áreas de gestão e níveis hierárquicos, para a sustentabilidade da atividade. Como tal, torna-se fundamental compreender o conceito de desempenho financeiro (Neely, 2002).

5. Conceito de desempenho financeiro

Sempre que se fala em avaliação do desempenho de uma empresa, torna-se necessário falar também do seu desempenho financeiro, pois é a partir deste conceito que ficaremos com a noção de qual tem sido a sua evolução em termos de entrada e saída de fluxos financeiros.

O conceito de desempenho está diretamente relacionado com o sucesso de uma empresa, não se focando somente na sua viabilidade económica e financeira. Contudo, esta não deixa de ser um indicador importante que deverá ser monitorizado e, inclusivamente, entendido como um resultado global da utilização eficiente e eficaz dos recursos da organização (Teixeira, 2013b).

No âmbito da avaliação do desempenho financeiro, a análise da empresa poderá ser feita com base em vários indicadores e rácios financeiros.

Segundo Jordan *et al.* (2007) e Neves (2011) existem várias perspetivas para avaliação do desempenho financeiro de uma organização, não havendo unanimidade quanto aos indicadores a utilizar.

Já Mota e Custódio (2008), defendem que a análise da rentabilidade é um elemento muito importante para a avaliação do valor gerado por uma organização, pois permite verificar a performance dos capitais investidos numa organização através da capacidade que esta tem para gerar recursos financeiros e, ainda, refletir a qualidade da gestão.

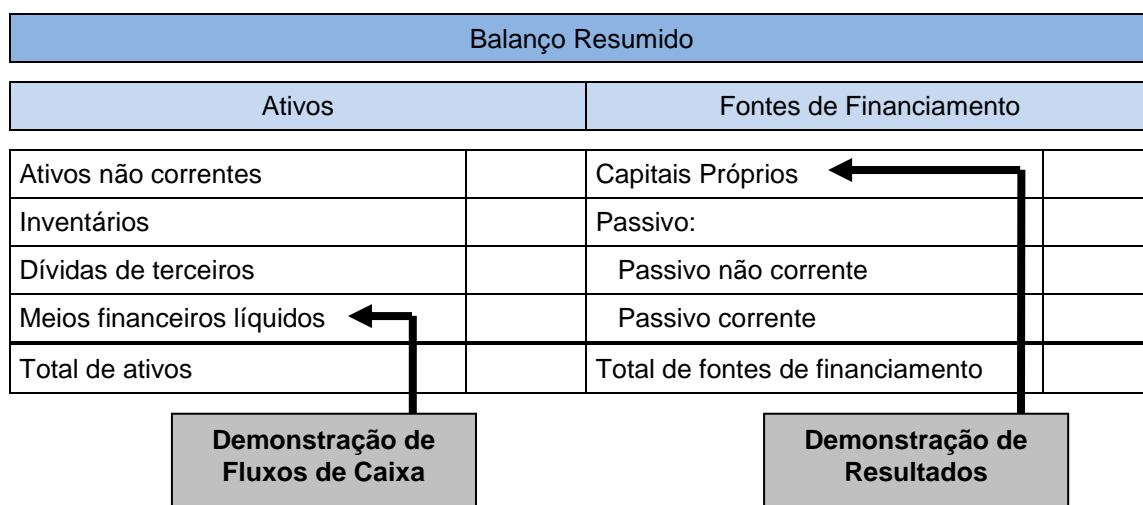
Existem várias medidas para avaliar a rentabilidade, embora com objetivos diferentes. Assim os indicadores mais utilizados na avaliação do desempenho financeiro são o *return on investment* (ROI) e a rentabilidade dos capitais próprios (RCP), pois o ROI permite medir a capacidade que a atividade tem para remunerar os investimentos realizados através dos resultados gerados, independentemente de quem os financiou (Neves, 2011) e a RCP é calculada com base na comparação dos resultados líquidos com os capitais próprios da empresa, estabelecendo a remuneração dos proprietários, tendo em conta os resultados que poderiam ser atribuídos e o investimento realizado por eles (Menezes, 2010).

Deste modo, constatamos que as medidas de avaliação do desempenho financeiro poderão ser diversas. Contudo, o ROI é o indicador mais utilizado em estudos empíricos no contexto empresarial pois este, é o conceito mais divulgado e apresenta mais dados disponíveis, possibilitando a comparação com os dados do setor ou de concorrentes diretos (Teixeira, 2013b).

A avaliação do desempenho financeiro não é uma prática recente nas organizações (Bortoluzzi *et al.*, 2011). Tradicionalmente, este tipo de avaliação baseia-se na informação que advém de demonstrações financeiras, como o Balanço, a Demonstração de Resultados e a Demonstração de Fluxos de Caixa (Santos, 2008). Este conjunto de demonstrações financeiras constitui uma fonte importante de informação, permitindo o cálculo de diversos indicadores que tornam possível obter uma imagem mais precisa do desempenho financeiro das organizações (Mota e Custódio, 2008).

Neste âmbito, o Balanço permite-nos analisar a situação patrimonial de uma empresa num determinado momento. Já a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) fornece-nos informação sobre a evolução dos meios financeiros líquidos - *cash-flow*, enquanto a Demonstração de Resultados (DR) permite avaliar a criação de riqueza potencial através dos resultados gerados pela empresa, permitindo verificar se esta gerou lucro ou prejuízo num determinado período em análise (Mota e Custódio, 2008 e Neves, 2012).

Figura 3: Relação entre as três demonstrações financeiras



Fonte: Adaptado de Teixeira, 2008b

Deste modo, verifica-se que as demonstrações financeiras estão interligadas, contribuindo a demonstração de fluxos de caixa para se compreender melhor as entradas e saídas monetárias e a formação do saldo dos meios financeiros líquidos, enquanto a demonstração de resultados permite-nos caracterizar a formação dos resultados e o seu impacto no património da empresa.

Assim, é com base nestas demonstrações financeiras, que são calculados os indicadores que pretendem dar uma visão sobre o desempenho financeiro das empresas, podendo assim, ser

de natureza económica, financeira e monetária, considerando a demonstração que os origina, ou seja, demonstração de resultados, balanço e demonstração de fluxos de caixa, respetivamente.

Nos últimos anos, a avaliação do desempenho financeiro tem evoluído para a lógica da criação de valor, que pretende verificar a capacidade dos negócios para criarem excedentes financeiros superiores à rentabilidade exigida pelos investidores que colocaram capital para financiar a atividade (Rodrigues, 2012, Silva e Queirós, 2010 e Neves, 2011).

Desta forma, a rentabilidade requerida pelos investidores, torna-se num indicador de referência para a avaliação do desempenho financeiro da empresa e para controlo da capacidade de criação de valor.

Nesse sentido, os pontos seguintes sobre a avaliação do desempenho financeiro irão ser estruturados de acordo com a evolução ao longo dos anos deste tema das finanças empresariais:

- A avaliação tradicional do desempenho financeiro, onde irão ser abordados os indicadores económicos, financeiros e monetários referidos pela diversa bibliografia;
- A avaliação do desempenho financeiro através da lógica da criação de valor;
- A determinação do custo do financiamento da atividade.

5.1. A avaliação tradicional do desempenho financeiro

Considerando as três demonstrações financeiras que nos permitem medir o desempenho financeiro, podemos proceder a uma análise que nos irá possibilitar conhecer a situação financeira atual da empresa e, identificar pistas sobre qual o caminho a percorrer em direção ao sucesso sustentado. Assim, podemos analisar o desempenho financeiro em três vertentes: económica, financeira e monetária. Somente uma análise integrada destas três perspetivas nos permite ter uma visão global sobre o desempenho financeiro da empresa (Teixeira e Pardal, 2005a).

No que diz respeito à análise económica, verifica a capacidade do negócio para gerar excedentes, capazes de cobrir os gastos e remunerar os investimentos decorrentes da atividade. Nesse sentido, é importante, em primeiro lugar, observar o comportamento dos resultados dando especial atenção aos operacionais, correntes e aos resultados líquidos, identificando os excedentes criados após se cobrirem os custos decorrentes da atividade normal, de financiamento e das obrigações fiscais relativas ao imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (Teixeira, 2013b).

Contudo, para além da observação de resultados, são utilizados vários indicadores que permitem verificar o desempenho económico da empresa, ao longo de um determinado período, sendo essencial abordar quatro áreas distintas, mas que se complementam (Menezes, 2010).

- A capacidade de gerar excedentes, que permite verificar a viabilidade económica do negócio e a capacidade de autofinanciamento da atividade;
- O risco do negócio, que verifica a capacidade para cobrir os custos decorrentes da atividade normal, considerando a estrutura de gastos variáveis e fixos;
- A rentabilidade, que verifica a capacidade da empresa para remunerar os capitais investidos na atividade;

- O contributo económico, que permite verificar a capacidade para gerar valor acrescentado para a economia nacional.

No âmbito da análise da capacidade para gerar excedentes destacam-se pela sua importância os indicadores taxa de crescimento do volume de negócios (TVN) e os meios libertos, que se subdividem em brutos, líquidos e líquidos retidos (Menezes, 2010). O primeiro, permite-nos observar a dinâmica comercial e perceber se a empresa está a conseguir incrementar o seu volume de negócios (Teixeira e Pardal, 2005b). Já no que respeita aos meios libertos brutos (MLB), representam os excedentes financeiros gerados pela exploração da empresa, mostrando a viabilidade do negócio para criar rendimentos superiores aos custos do seu normal funcionamento. Em relação aos meios libertos líquidos (MLL), são um indicador de natureza económica e financeira, pois são afetados pela exploração (rendimentos e gastos de exploração), pela estrutura e políticas financeiras (rendimentos e gastos financeiros) e pelo enquadramento fiscal da empresa (nível da taxa de impostos sobre os lucros e gestão fiscal realizada). Finalmente, os meios libertos líquidos retidos (MLLR) são compostos pelos meios libertos líquidos anuais deduzidos de eventuais resultados distribuídos, representando a capacidade de autofinanciamento do negócio (Teixeira e Pardal, 2005b).

Salientamos que, os meios libertos apresentam os resultados contabilísticos acrescidos dos denominados custos não desembolsáveis, isto é, os gastos que embora aceites fiscalmente, não representam saídas de meios financeiros e que por isso, contribuem para o incremento da capacidade de autofinanciamento da atividade. Estamos a referir-nos concretamente às amortizações e depreciações, imparidades e provisões do exercício e aos registos provenientes do método de equivalência patrimonial (Menezes, 2010).

Quadro 1: Cálculo dos indicadores que medem a capacidade de gerar excedentes.

$TVN = (VN(n) / VN(n-1) - 1) \times 100$
MLB= resultados operacionais + depreciações e amortizações do exercício + imparidades e provisões do exercício +/- resultados da equivalência patrimonial
MLL= resultados líquidos + depreciações e amortizações do exercício + imparidades e provisões do exercício +/- resultados da equivalência patrimonial
MLLR = MLL – resultados distribuídos

Fonte: Menezes, 2010

O Risco de Negócio está também associado à atividade de exploração da empresa e verifica em que medida a estratégia delineada e as ações implementadas permitem que o negócio tenha capacidade de autofinanciamento, ou seja, cubra a totalidade de gastos necessários à sua atividade normal, tendo presente a sua estrutura de custos fixos e variáveis (Teixeira e Pardal,

2005a). Como tal, nesta área de análise surgem normalmente referenciados quatro indicadores (Neves, 2012): ponto crítico (PC), margem de segurança (MS), coeficiente de absorção dos custos variáveis (CCV) e grau económico de alavanca (GEA). Os dois primeiros, têm como objetivo evidenciar a capacidade para gerar um volume de negócios que cubra os gastos decorrentes do normal funcionamento da atividade. O ponto crítico identifica o valor do volume de negócios necessário para cobrir os gastos da atividade; já a margem de segurança, evidencia em termos percentuais, a distância a que o volume de negócios se situa acima ou abaixo do ponto crítico. Os restantes indicadores têm como função estudar o comportamento dos custos variáveis e fixos. O coeficiente de absorção dos custos variáveis permite-nos verificar os excedentes criados após se cobrirem os custos variáveis, enquanto o grau económico de alavanca ilustra o peso dos custos fixos e a sensibilidade dos resultados a oscilações no volume de atividade (Neves, 2012).

Relativamente ao seu cálculo os indicadores que medem o risco do negócio podem ser calculados da seguinte forma:

Quadro 2: Cálculo dos indicadores que medem o risco do negócio

$PC = \text{custos fixos} / (1 - \text{custos variáveis} / \text{volume de negócios})$
$MS = (\text{volume de negócios} / \text{ponto crítico} - 1) \times 100$
$CCV = (\text{margem bruta} / \text{volume de negócios}) \times 100$
$GEA = \text{margem bruta} / \text{resultados operacionais}$

Fonte: Neves, 2012

A análise de rendibilidade constitui também um elemento importante para a avaliação do desempenho financeiro da empresa. Assim, o conceito de rendibilidade está diretamente relacionado com as três ideias chave de avaliação da atividade da empresa, sendo estas, a capacidade para gerar fundos que cubram os gastos de exploração, a rentabilização dos investimentos realizados e a remuneração dos financiadores da atividade (Teixeira, 2008a).

Desta forma, para se medir o alcance dos objetivos em cada uma destas áreas, torna-se necessário recorrer a três tipos de indicadores de rendibilidade, que são, a rendibilidade do volume de negócios (RVN), a rendibilidade da empresa (RE) e a rendibilidade dos capitais próprios (RCP). Como tal, este conceito contém em simultâneo, rubricas económicas e financeiras uma vez que, genericamente compara os rendimentos gerados com os investimentos realizados (Teixeira, 2008a).

Começando por aprofundar a rendibilidade do volume de negócios, esta realça apenas os seguintes aspetos relacionados com a vertente económica da empresa (Teixeira, 2008a):

- Controlo do nível de gastos ao longo dos diversos níveis de atuação: atividade operacional, financeira, não corrente e fiscal;

- Acompanhamento, ao longo do tempo, da capacidade do *core business* da empresa para gerar excedentes financeiros após a cobertura dos diversos gastos da atividade.

Nesse sentido, ao nível da rentabilidade do volume de negócios calculam-se os seguintes indicadores (Teixeira, 2008a):

- Rentabilidade operacional do volume de negócios (ROVN): representa a percentagem do volume de negócios que sobra após serem-lhe deduzidos os custos decorrentes da atividade operacional, mostrando a capacidade para cobrir os custos totais inerentes ao negócio;
- Rentabilidade líquida do volume de negócios (RLVN): representa a percentagem do volume de negócios que sobra após serem-lhes deduzidos os custos decorrentes das atividades operacional, financeira, não corrente e fiscal.

Então, podemos concluir que esta perspetiva da rentabilidade pretende evidenciar em termos percentuais, quanto é que as empresas obtêm de resultados face ao volume de negócios gerado, tendo em conta os diferentes níveis de custos da atividade. Os indicadores referidos são calculados da seguinte forma:

Quadro 3: Cálculo dos indicadores que medem a rentabilidade do volume de negócios

$ROVN = RO / VN \times 100$
$RLVN = RL / VN \times 100$

Outro conceito importante para a gestão é a rentabilidade da empresa, que está relacionada com a capacidade que o negócio tem para gerar lucros suficientes, de forma a rentabilizar os investimentos realizados (Teixeira, 2008a). O indicador mais utilizado para o cálculo da rentabilidade da empresa é o ROI – *return on investment*, refletindo os resultados obtidos face ao investimento realizado, sendo condicionada em simultâneo pela atratividade dos negócios e pela capacidade competitiva de cada organização para oferecer maior valor face à concorrência. A sua forma tradicional de cálculo é a seguinte (Teixeira, 2013a):

$ROI = \text{Resultado Operacional} / \text{Ativo Líquido} \times 100$
--

Deste modo, a otimização da RE está relacionada com a capacidade por parte da organização em alinhar as suas competências aos fatores críticos de sucesso do negócio gerando cada vez mais valor ao mercado, seja através de preços de venda competitivos, da qualidade do serviço prestado, dos prazos de resposta, da inovação dos produtos, ou de outra capacidade que distinga a empresa da sua concorrência (Teixeira *et al*, 2011).

Já a rentabilidade dos capitais próprios, representa a remuneração que a atividade global da empresa consegue gerar para os detentores do capital (Teixeira, 2013b). Como tal, fazem parte da sua análise todos os fluxos originados, incluindo os relativos às decisões de financiamento. Um bom resultado torna mais fácil atrair novos investidores que permitirão à empresa continuar a crescer sustentadamente. Calcula-se da seguinte forma:

$$\text{RCP} = \text{Resultado Líquido} / \text{Capitais Próprios} \times 100$$

Em suma, o conceito de rentabilidade é muito importante para medir o sucesso de uma empresa, porque permite evidenciar aos investidores as expectativas que poderão ter, em termos de benefícios económicos futuros, ao investirem no negócio de uma organização (Teixeira, 2013b).

Finalmente, a área de análise denominada de contributo económico, permite ainda observar a criação de riqueza para a economia nacional que cada empresa gera com a sua atividade. Embora seja certo que no mundo empresarial as organizações têm como objetivo principal o lucro, estas não se podem ausentar do seu papel social e contributivo para a economia de um país, nomeadamente, na afetação de parte do valor acrescentado criado (normalmente designado por valor acrescentado bruto - VAB) aos empregados, estado ou financiadores (Menezes, 2010). Para além disso, a análise de indicadores relacionados com o VAB, proporciona uma imagem da capacidade competitiva das empresas, porque quanto maior for o valor criado, maior é a propensão para as margens do negócio serem superiores, o que evidencia uma vantagem competitiva mais forte através do grau de diferenciação (Teixeira, 2013b). Deste modo, o VAB é um dos principais indicadores na análise de projetos de investimento por parte do IAPMEI, porque permite esclarecer o contributo das estratégias empresariais para o crescimento económico através de vantagens competitivas baseadas em negócios diferenciados e com margens superiores (Teixeira, 2013b).

Para além disso, este indicador serve também como um referencial de produtividade, sendo muitas vezes medido o seu peso por colaborador e pelo volume de negócios.

Quadro 4: Cálculo dos indicadores que medem o contributo económico

VAB = Total de Rendimentos – Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas – Fornecimentos e serviços externos
VAB por colaborador = VAB / Número de colaboradores x 100
VAB por VN = VAB / VN x 100

A análise financeira preocupa-se essencialmente em estudar a saúde financeira da empresa, tanto a curto como a médio e longo prazo, permitindo observar a situação de tesouraria da empresa e a sua estrutura de capitais. Por outras palavras, permite verificar o equilíbrio financeiro da atividade, bem como a capacidade da empresa para cumprir as suas obrigações para com terceiros (Teixeira, 2008b). A interligação com a análise económica existe, através da capacidade de autofinanciamento, pois quanto mais excedentes financeiros a atividade libertar, maior é a probabilidade da empresa ser saudável financeiramente em virtude, de deter mais recursos próprios (Teixeira, 2008b).

A análise da tesouraria permite verificar qual é a saúde financeira da empresa a curto prazo, e para tal deve ter por base alguns conceitos importantes, tais como, a regra do equilíbrio financeiro mínimo, o fundo de maneio, as necessidades de fundo de maneio e os indicadores de funcionamento, como os prazos médios de pagamento, de recebimento e de *stocks* de inventários, que permitem estudar a duração do ciclo de exploração (Teixeira, 2008b).

A regra do equilíbrio financeiro refere que os ativos devem ser financiados com capitais de grau de exigibilidade igual ou inferior ao seu grau de liquidez, ou seja, os fluxos monetários libertos por cada ativo, deverão ser capazes de cobrir periodicamente as obrigações assumidas aquando da sua aquisição (Neves, 2012). Nesta sequência de ideias, surge o conceito de fundo de maneio (FM) que verifica se os capitais próprios e os passivos de médio e longo prazo, têm um valor capaz de cobrir os ativos não correntes que geram liquidez no médio e longo prazo (Teixeira, 2008b). Deste modo, se o FM tiver um valor positivo, significa que os capitais com maior grau de permanência na empresa (capitais próprios e passivos de médio e longo prazo) conseguem financiar os ativos não correntes e ainda libertar excedentes para o ciclo da atividade normal da empresa. Assim, a questão que se coloca de seguida, é se esse valor remanescente do FM coincide com as necessidades financeiras do ciclo de exploração da empresa, que se designam por necessidades de fundo de maneio (NFM). As NFM resultam das necessidades financeiras que resultam do negócio normal da empresa (necessidades cíclicas - NC) e que não são compensadas com os recursos (recursos cíclicos - RC), que também são gerados no desenrolar da atividade. Nas NC estão contemplados os inventários e as dívidas de terceiros associadas ao ciclo regular da exploração da empresa e podem incluir, saldos de clientes, outros devedores, saldos devedores do estado e de outros entes públicos (EOEP), os adiantamentos a fornecedores e acréscimos e diferimentos ativos. Nos RC incluem-se as dívidas a terceiros que também façam parte do ciclo normal de exploração, como por exemplo, fornecedores, outros credores, saldos credores do EOEP, adiantamentos de clientes e acréscimos e diferimentos passivos (Teixeira, 2008b).

Então, pela comparação do valor gerado no FM com as NFM que o ciclo de exploração normalmente exige, podemos determinar o indicador tesouraria líquida que nos evidencia se a empresa está a conseguir libertar excedentes com a sua atividade ou, por outro lado, se está a criar défices que exigem a negociação de fontes de financiamento alternativas.

Quadro 5: Cálculo dos indicadores de tesouraria

FM = capitais permanentes – ativos não correntes
NFM = necessidades cíclicas – recursos cíclicos
TL = fundo de maneo – necessidades de fundo de maneo

Através da análise do indicador tesouraria líquida, conseguimos ter uma visão sobre a capacidade do negócio para conseguir transformar a capacidade de autofinanciamento, gerada através dos resultados criados, em liquidez, mais concretamente, em meios financeiros líquidos (Teixeira, 2008a). Assim, podem ser tomadas decisões para se corrigir eventuais situações que estejam a prejudicar financeiramente a empresa. Nesse sentido, o FM está associado às decisões estratégicas do negócio, nomeadamente a aquisição de investimentos e a negociação de financiamentos que têm impacto no negócio durante diversos anos e que, por isso, não têm possibilidade de ser alterados facilmente no imediato. Como tal, para se melhorar a situação de tesouraria de uma empresa, deve-se ter em consideração o funcionamento normal do negócio e os fatores que condicionam as necessidades financeiras decorrentes do ciclo de exploração. Nesse sentido, a análise de indicadores como os prazos médios de pagamento (PMP), de recebimento (PMR) e de *stocks* de inventários, é fundamental para evidenciar a evolução das necessidades de fundo de maneo e permite ajustar o ciclo de exploração, de forma a otimizar a situação financeira de curto prazo. De seguida, apresentam-se sugestões do seu cálculo, de acordo com Neves (2012).

Quadro 6: Cálculo dos indicadores de funcionamento

$PMP = [(fornecedores + outros credores exploração) / (Compras + FSE) \times (1 + Taxa IVA)] \times 365$
$PMR = [clientes / volume de negócios \times (1 + Taxa IVA)] \times 365$
$Rotação\ de\ mercadorias\ e\ matérias-primas\ (RMP) = (Inventários / Compras) \times 365$
$Rotação\ de\ produtos\ acabados\ (RPA) = (Inventários\ de\ produtos\ acabados / CIPV) \times 365$
$Ciclo\ de\ exploração = Rotação\ de\ MP + Rotação\ de\ PA + PMR - PMP$

Para além da análise de tesouraria, também é fundamental ter uma visão sobre a sustentabilidade financeira da empresa, isto é, a capacidade do seu património financiar a atividade e responder perante as obrigações a terceiros. Assim, surgem dois indicadores muito populares (Teixeira, 2008b): a autonomia financeira e a solvabilidade.

Quadro 7: Cálculo dos indicadores de sustentabilidade financeira

$AUF = (\text{capitais próprios} / \text{ativo líquido}) \times 100$
$SOLV = (\text{capitais próprios} / \text{passivo}) \times 100$

Através da sua fórmula de cálculo, podemos constatar que são muito condicionados pela capacidade do negócio para gerar resultados e, desse modo, consolidar o património da empresa. De acordo com Teixeira (2008b), associados a estes indicadores, surgem normalmente outros três que pretendem caracterizar a estrutura do financiamento alheio e a potencial pressão sobre a tesouraria no curto prazo: nível de endividamento (NE), peso do endividamento de médio e longo prazo (PEMLP) e peso do endividamento de curto prazo (PECP).

Quadro 8: Cálculo dos indicadores de caracterização do endividamento

$NE = (\text{passivo} / \text{ativo líquido}) \times 100$
$PEMLP = (\text{passivo MLP} / \text{ativo líquido}) \times 100$
$PECP = (\text{passivo CP} / \text{ativo líquido}) \times 100$

Finalmente, no que diz respeito à análise financeira, pretende-se destacar ainda dois indicadores muito referenciados pela banca na análise do risco financeiro das empresas e que pretendem evidenciar a capacidade de endividamento (Neves, 2012): a cobertura dos encargos financeiros (CEF) e o período de recuperação da dívida (PRD).

Quadro 9: Cálculo dos indicadores de risco financeiro

$CEF = (\text{MLB} + \text{rendimentos financeiros}) / \text{gastos financeiros}$
$PRD = \text{passivo remunerado} / \text{MLL}$

A cobertura dos encargos financeiros permite ter uma imagem da capacidade do negócio para cobrir os gastos financeiros decorrentes do endividamento remunerado (por exemplo, empréstimos bancários, leasings e empréstimos obrigacionistas). Já o período de recuperação da dívida, evidencia o número de anos que demoraria a pagar o passivo remunerado, tendo em conta a capacidade atual da atividade para libertar excedentes financeiros.

Contudo, tal como anteriormente referimos, a avaliação do desempenho financeiro histórico não ficaria completa sem a análise monetária, uma vez que esta permite-nos observar mais pormenorizadamente a formação dos meios financeiros líquidos, a situação de tesouraria e consequentemente a composição da estrutura financeira da empresa. De facto, a demonstração de fluxos de caixa evidencia-nos as entradas e saídas monetárias, identificando se o *cash-flow*

provém do negócio ou de origens externas, como as entradas de capital por parte dos proprietários ou de negociações de passivos remunerados. Em simultâneo, também fica visível a capacidade do negócio para libertar fundos suficientes para cobrir os investimentos em ativos não correntes necessários ao funcionamento da atividade e para cumprir as obrigações junto das instituições financeiras que participaram no financiamento do negócio (Teixeira, 2007b).

Tal como na análise das restantes demonstrações financeiras, também é possível calcular indicadores que nos enriquecem a visão sobre a capacidade de formação de fluxos de caixa face aos resultados criados, às necessidades financeiras existentes e às rendibilidades exigidas pelos investidores (Neves, 2012). De acordo com o mesmo autor, podemos definir as seguintes tipologias de indicadores:

- Rácio de Cobertura: permitem mostrar a capacidade dos fluxos libertados pelo negócio para cobrir investimentos, compromissos com os financiadores e para distribuir lucros pelos proprietários;
- Rácios de Qualidade dos Fluxos: permitem realizar a comparação entre os resultados económicos e os fluxos monetários realmente gerados;
- Rácios de Rendibilidade Financeira: evidenciam a rendibilidade da atividade e dos detentores do capital, considerando os fluxos monetários efetivamente libertados nos períodos analisados.

De seguida, apresentamos a fórmula de cálculo sugerida por Neves (2012) para os indicadores monetários referidos.

Quadro 10: Cálculo dos indicadores monetários

Indicadores de cobertura
Cobertura do serviço da dívida = $[\text{fluxos do negócio} / (\text{reembolsos} + \text{pagamento de juros})] \times 100$
Cobertura dos juros = $(\text{fluxos do negócio} / \text{pagamento de juros}) \times 100$
Cobertura da distribuição de resultados = $(\text{fluxos do negócio} / \text{resultados distribuídos}) \times 100$
Cobertura dos investimentos = $(\text{fluxos do negócio}^1 / \text{aplicações realizadas}) \times 100$
Indicadores de qualidade dos fluxos
Qualidade dos recebimentos = $(\text{recebimentos de clientes} / \text{volume de negócios}) \times 100$
Qualidade dos fluxos operacionais = $(\text{Fluxos do negócio} / \text{MLB}) \times 100$
Indicadores de rendibilidade financeira
Rendibilidade financeira do ativo = $(\text{fluxos do negócio} - \text{investimentos} / \text{ativo líquido}) \times 100$
Rendibilidade financeira dos proprietários = $(\text{fluxos de caixa líquidos} / \text{capitais próprios}) \times 100$

Fonte: Elaborado pelo autor.

¹ Fluxos do negócio = fluxos de caixa operacionais calculados na demonstração de fluxos de caixa

Concluindo, a avaliação do desempenho financeiro histórico através da análise integrada das três vertentes referidas (económica, financeira e monetária) permite-nos uma visão completa da evolução das organizações, nomeadamente sobre:

- A formação dos resultados de cada exercício e a forma como condicionam o património da empresa;
- A formação da situação de tesouraria, confrontando os excedentes libertos pelas decisões estratégicas com as necessidades financeiras decorrentes do ciclo de atividade normal;
- A formação dos fluxos de caixa de cada exercício e a influência que têm sobre os meios financeiros líquidos existentes e a situação de tesouraria da empresa;
- A capacidade para criarem rendibilidade relativamente aos investimentos realizados na atividade;
- A sustentabilidade financeira relativamente à capacidade para cumprir as suas obrigações perante terceiros.

Porém, nos últimos anos a avaliação do desempenho financeiro tem evoluído para a lógica de criação de valor, confrontando a capacidade das organizações para gerarem rendibilidade com o custo do capital investido, incluindo as remunerações exigidas pelos proprietários e pelos parceiros financeiros (Teixeira e Amaro, 2013). Sendo assim, nos pontos seguintes do trabalho iremos abordar os indicadores que permitem medir a capacidade de criação de valor, bem como o conceito de custo do capital.

5.2. A avaliação do desempenho financeiro através da lógica da criação de valor

A avaliação da criação de valor pode ser feita dividindo os indicadores em três grupos distintos, sendo estes, indicadores de resultados, de rendibilidade e de fluxos de caixa (Teixeira *et al*, 2012).

Em primeiro lugar, pretendemos esclarecer que, qualquer um dos indicadores que medem a criação de valor que iremos referir, pode ser calculado em duas perspetivas: a dos proprietários e a da empresa (Neves, 2012). Neste trabalho iremos centrar-nos na capacidade de criação de valor da atividade da empresa, não tendo em consideração a tipologia de investidor. Assim, o que pretendemos estudar é a capacidade global do negócio para libertar resultados que sejam capazes de superar a remuneração pretendida pelos proprietários e pelos parceiros financeiros nos investimentos que realizam na atividade, e não somente, as expectativas dos primeiros.

Começando pelos indicadores de resultados, têm em consideração os resultados criados na atividade face ao custo associado ao investimento necessário. Fazem parte destes indicadores o *Economic Value Added* (EVA) e o *Cash Value Added* (CVA), que tentam medir a capacidade das empresas para gerarem lucros supranormais.

O EVA é uma medida de avaliação do desempenho financeiro da empresa, que procura medir o valor criado pela gestão. Esse valor é criado sempre que o negócio consiga gerar um resultado superior ao custo do capital. É determinado pela diferença entre os resultados

operacionais líquidos de imposto (ROLI) e o montante de resultados exigidos pelos proprietários e pelos credores. Desta forma, corresponde ao excedente dos resultados do negócio, relativamente ao resultado exigido pelos financiadores da atividade (Neves, 2012).

$$\text{EVA} = \text{ROLI} - \text{investimento} * \text{custo do capital}$$

Desta forma, podemos concluir que, o EVA é o valor criado face ao custo de oportunidade dos capitais investidos numa organização, sendo englobados no seu cálculo todos os custos financeiros (da dívida e dos capitais próprios) diferenciando-se claramente em relação às medidas tradicionais de avaliação do desempenho financeiro de uma organização como o ROI (Silva e Queirós, 2010).

O CVA é um indicador que permite avaliar o desempenho financeiro de uma organização, tentando combinar as vantagens das medidas baseadas nos lucros supranormais com o conceito de fluxos de caixa (Young e O'Byrne, 2001). Segundo Neves (2012) a fórmula de cálculo do CVA é idêntica à do EVA, a diferença reside na substituição dos Resultados Operacionais Líquidos de Imposto (ROLI) pelos Meios Operacionais Líquidos de Impostos (MOLI – resultados operacionais líquidos de impostos acrescidos dos custos não desembolsáveis). De salientar que, este indicador inclui os custos não desembolsáveis como resultados do período, uma vez que, tal como anteriormente referido, representam custos aceites fiscalmente, mas que não exigem qualquer saída monetária da empresa, o que significa que são rendimentos que contribuem para a criação de autofinanciamento que devem ser considerados na capacidade de libertação de excedentes do negócio (Teixeira e Pardal, 2005b). Para além disso, ao proceder-se desta forma, não se condicionam os resultados pelas diferentes políticas contabilísticas adotadas pelas empresas no que respeita a amortizações e depreciações, a imparidades e a provisões do exercício (Teixeira e Amaro, 2013).

Quadro 11: Cálculo do CVA

$$\text{CVA} = \text{MOLI} - \text{investimento} * \text{custo do capital}$$

ou

$$\text{CVA} = \text{EVA} + \text{custos não desembolsáveis} - \text{investimento} * \text{custo do capital}$$

Sendo indicadores semelhantes na lógica e na fórmula de cálculo, Young e O'Byrne (2001) chamam a atenção para o facto de que o EVA tem a vantagem de evidenciar a capacidade do negócio para cobrir todos os custos decorrentes da atividade.

No que diz respeito aos indicadores de criação de valor com base na rentabilidade destacamos a Rentabilidade Supranormal (RS) e o *Cash Flow Return On Investment* (CFROI).

A RS tem por base a comparação da rentabilidade gerada com o custo do capital do investimento realizado, partindo na prática, dos mesmos princípios que o EVA (Teixeira, 2008a). A rentabilidade gerada é representada pelo ROI, uma vez que observa a relação entre os resultados

criados pela atividade com o investimento necessário. Quanto ao custo do capital discutiremos mais adiante o seu cálculo.

$$RS = (ROI - \text{custo do capital}) \times \text{investimento}$$

Deste modo, através da análise da fórmula, podemos concluir que existe criação de valor se a rentabilidade criada for superior ao custo do capital. Esta margem obtida, multiplicada pelo montante do investimento evidencia-nos a capacidade de criação de valor em unidades monetárias, devendo ter um resultado idêntico ao EVA (Teixeira, 2013a).

Quanto ao CFROI, surgiu como alternativa ao ROI e foi criado pela CSFB-Holt Value Associats (Neves, 2011). Porém, é o indicador mais difícil de operacionalizar e tem como objetivo a determinação de uma taxa interna de rentabilidade (TIR) que tem em consideração o valor atual do investimento (ativos não correntes e necessidades de fundo de maneio existentes, associados ao negócios), a sua vida útil e os meios libertos operacionais líquidos de impostos gerados no ano, sendo estes tidos como referência para os exercícios seguintes. Para além destes procedimentos os valores deverão ser calculados a preços correntes e no último ano considera-se o valor residual dos ativos existentes para determinação da TIR do período de tempo analisado (Neves, 2012). Na prática a fórmula de cálculo é a seguinte:

$$CFROI = -AEPC + \frac{MLOLIPC}{1 + TIR} + \dots + \frac{MLOLIPC}{(1 + TIR)^n} + \frac{VR}{(1 + TIR)^n}$$

Legenda: AEPC – Ativo económico a preços correntes; MLOLIPC – Meios libertos operacionais líquidos de impostos a preços correntes; VR – Valor residual

Assim, devido ao modo como é calculado, são apontadas várias críticas a este indicador (Neves, 2011):

- A forma como a inflação tem impacto em cada tipo de ativo é muito subjetiva, sendo muito difícil operacionalizar o seu efeito para a determinação do valor criado;
- O facto de se considerarem os meios libertos operacionais líquidos de imposto sempre igual ao longo dos anos, é uma utopia que não representa a verdadeira capacidade das empresas para criarem excedentes durante o período analisado;
- O investimento em fundo de maneio não é tido em referência nos anos previsionais, porque parte-se do princípio que também não altera o seu valor face ao montante que apresenta no ano considerado como de investimento, o que também não é correto;
- Assim, está-se a determinar uma TIR sobre resultados potenciais e não sobre fluxos de caixa, o que não vai ao encontro do defendido pela teoria financeira.

Na prática, o CFROI é calculado através de procedimentos similares à avaliação de projetos de investimento, tendo como principal diferença o facto de não trabalhar com fluxos de caixa mas sim, com meios libertos. Deste modo, pretende verificar a rentabilidade que os investimentos

poderiam proporcionar, tendo em consideração a capacidade atual da atividade para gerar excedentes financeiros ao longo da vida esperada dos ativos existentes.

No que diz respeito, aos fluxos de caixa são um poderoso instrumento de planeamento e controlo financeiro, uma vez que permitem aos investidores observarem a real capacidade dos negócios para criarem *cash-flows* nos períodos e não são influenciados por critérios de registos contabilísticos, como são os casos de amortizações e depreciações e imparidades, que influenciam o nível de excedentes criados, quando estes são medidos através dos resultados ou dos meios libertos (Esperança e Matias, 2009). Deste modo, permitem uma visão clara sobre a situação de tesouraria das empresas, representando os fluxos monetários reais de um investimento ou organização e são calculados pela diferença entre todas as entradas e saídas de fundos (Silva e Queirós, 2010).

Michael Jensen (1986) no trabalho de investigação denominado “*Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”, considerou os fluxos de caixa fundamentais para a avaliação do desempenho financeiro e introduziu o conceito de *Free Cash Flow*, que desagregou ainda em *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) ou Fluxo de Caixa Livre e em *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) ou Fluxo de Caixa operacional (Neves, 2012).

O Fluxo de Caixa Livre (FCL) representa o remanescente gerado pelas atividades operacionais, de investimento e de financiamento externo que fica disponível para os proprietários (Neves, 2012). A fórmula de cálculo do FCL é a seguinte (Neves, 2012):

$$FCL = RL + A + P - \Delta NFM - I - R + E$$

Legenda:

RL – Resultado líquido; A – Amortizações e depreciações do exercício; P – Provisões e imparidades do exercício; ΔNFM – Variação das necessidades de fundo de maneio; I – Investimento em capital fixo
R – Reembolsos de capital dos empréstimos obtidos; E – Empréstimos obtidos

O Fluxo de Caixa Operacional (FCO) ilustra o excedente gerado pelo negócio de uma organização após cobrir os investimentos em ativos não correntes e as necessidades de fundo de maneio, necessárias para o seu funcionamento, sem ter em consideração a forma de financiamento selecionada (Neves, 2012).

O FCO é determinado da seguinte forma (Neves, 2012):

$$FCO = RO \times 1 - t + A + P - \Delta NFM - I$$

Legenda:

RO – Resultado Operacional; t – Taxa de imposto; A – Amortizações e depreciações e do exercício; P – Provisões e imparidades do exercício; ΔNFM – Variação das necessidades de fundo de maneio de exploração; I – Investimento em capital fixo (exploração)

Então, enquanto os FCL representam os fundos libertos disponíveis para remunerar os detentores do capital, os FCO evidenciam os fundos libertos pela atividade operacional disponíveis para fazer frente à remuneração exigida pelos diferentes investidores, proprietários e instituições financeiras (Neves, 2012).

Finalmente, para se medir a capacidade de criação de valor, é essencial ter em conta o custo do capital investido, isto é, a remuneração exigida pelos investidores. Assim, Neves (2011) recomenda a utilização dos indicadores Valor Económico Criado (VEC) e Taxa Interna de Rendibilidade Efetiva (TIRE), que são indicadores baseados nos fluxos de caixa históricos. O seu cálculo baseia-se na capitalização dos diversos fluxos de caixa para o final do último ano em análise, verificando a rendibilidade gerada ao longo da implementação dos investimentos que anteriormente foram projetados.

Deste modo, o VEC e a TIRE permitem fazer a ponte entre a avaliação dos projetos de investimento, baseada em previsões e o controlo da sua implementação, através da comparação entre os valores previsionais dos indicadores VAL e TIR (valor atual líquido e taxa interna de rendibilidade) e os fluxos de caixa criados pelo negócio face à remuneração exigida. Chama-se a atenção que, a fim de se poder comparar as estimativas e as realizações, é importante capitalizar o VAL previsional para o final do último ano em análise, valorizando-o no mesmo momento do VEC (Neves, 2011). O VEC e TIRE podem ser calculados da seguinte forma:

$$VEC = FCO_1 \times (1 + \text{custo capital})^{(n-1)} + FCO_2 \times (1 + \text{custo capital})^{(n-2)} + \dots + FCO_n$$

$$0 = FCO_1 \times (1 + TIRE)^{(n-1)} + FCO_2 \times (1 + TIRE)^{(n-2)} + \dots + FCO_n$$

Concluindo, podemos verificar que todos os indicadores de criação de valor, embora partindo de bases diferentes (resultados, rendibilidade e fluxos de caixa), têm sempre o objetivo de verificar se o negócio foi capaz de gerar uma remuneração superior ao custo do capital exigido pelos diferentes investidores, proprietários e instituições financeiras.

Nesse sentido, iremos abordar de seguida o conceito do custo do capital.

5.3. Conceito de custo do capital

O conceito de "custo de capital" é normalmente associado ao retorno que determinado investimento deve proporcionar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores, tendo em conta o risco do negócio. Em particular, ao nível das empresas, o conceito de custo do capital prende-se com as decisões dos investidores sobre os ativos em que investir e a forma como os financiar, tendo presente a maximização do valor da organização (Carvalho das Neves, 2007).

A atividade das empresas pode ser essencialmente financiada através de capitais alheios e de capitais próprios, estando associado a ambos um custo específico, que varia em função do risco incorrido pelos diferentes investidores (normalmente os proprietários exigem uma

remuneração superior, em virtude de, para além de terem uma maior preocupação com a gestão do negócio, no caso de falência da empresa só têm acesso ao património existente após serem cumpridas as obrigações com terceiros). É com base nesta ideia, de que existem custos diferentes para as várias fontes de financiamento, que surgiu o conceito de custo médio ponderado do capital, mais conhecido pela sua designação em inglês, o WACC - *weight average cost of capital* (Teixeira, 2008). A sua fórmula de cálculo é a seguinte (Teixeira e Alves, 2003):

$$WACC = (CP/ A) \times Ke + (P/ A) \times Kd \times (1 - t)$$

Legenda:

CP-» Capital Próprio; A-» Ativo Líquido; Ke-» Custo do Capital Próprio; P-» Passivo; Kd-» Custo do Capital Alheio; t-» Taxa efetiva de imposto sobre o rendimento.

Tendo como referência a fórmula apresentada, a estrutura ótima de capital (ou nível de endividamento ótimo) é aquela que minimiza o WACC, e conseqüentemente maximiza o valor da empresa (Renato, 2010).

O WACC é constituído pela soma dos custos dos capitais próprios e dos passivos, devidamente ponderados pelo seu peso no financiamento do ativo líquido. Deste modo, pretende-se que os gestores tenham em atenção as fontes de financiamento mais baratas, tornando menor o custo do capital necessário para financiar a atividade. Assim, ao diminuírem o valor do WACC contribuem igualmente para a criação de valor porque, reduzem o custo do investimento e em simultâneo aumentam o valor dos excedentes financeiros criados (Teixeira *et al.* 2012).

Quanto ao custo das fontes de financiamento alheias remuneradas, é apurado frequentemente pelas taxas de juro contratadas junto das instituições financeiras, ou através da relação entre os gastos financeiros do período e o passivo remunerado no final do exercício anterior (Neves, 2012).

No que diz respeito ao custo do capital próprio, no caso das empresas cotadas em bolsa, é representado pela rentabilidade esperada, determinada através do *Capital Asset Price Model* (CAPM) que mede a remuneração a exigir pelos proprietários tendo por base a rentabilidade do mercado e o risco associado aos títulos; nos outros casos, poderá ser calculado, tendo por referência a rentabilidade média dos capitais próprios do sector de atividade ou, pela adição de um prémio de risco ao custo de financiamento bancário da empresa (Neves, 2012). A esse propósito, Damodaran (2007) e organizações especializadas, como a COFACE, sugerem prémios de risco a utilizar como referência nas empresas, de acordo com o risco dos países onde atuam.

Capítulo II: Estudo Empírico

6. Objetivos de investigação

Este trabalho de investigação tem como grande objetivo demonstrar a relação entre os indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro e os indicadores que medem a criação de valor, evidenciando que uma análise integrada das duas perspetivas permite uma melhor explicação da origem do valor criado pelo negócio.

Para tal, pretendem-se atingir os seguintes objetivos específicos:

- Estudar um caso de uma empresa portuguesa, analisando em primeiro lugar, os indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro;
- Determinar a capacidade de criação de valor financeiro, tendo como referência os indicadores apresentados no âmbito da lógica de criação de valor;
- Evidenciar as relações existentes entre ambas as perspetivas de avaliação do desempenho financeiro, determinando os fatores que condicionaram positivamente e negativamente a criação de valor.

7. Metodologia de investigação

Considerando que o objetivo principal deste trabalho de investigação é o estudo das relações entre os indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro e os indicadores de criação de valor, optou-se pela metodologia de investigação denominada de estudo de caso.

Para Araújo *et al* (2008) o estudo de caso trata-se de uma abordagem metodológica de investigação especialmente adequada quando procuramos compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidos diversos fatores.

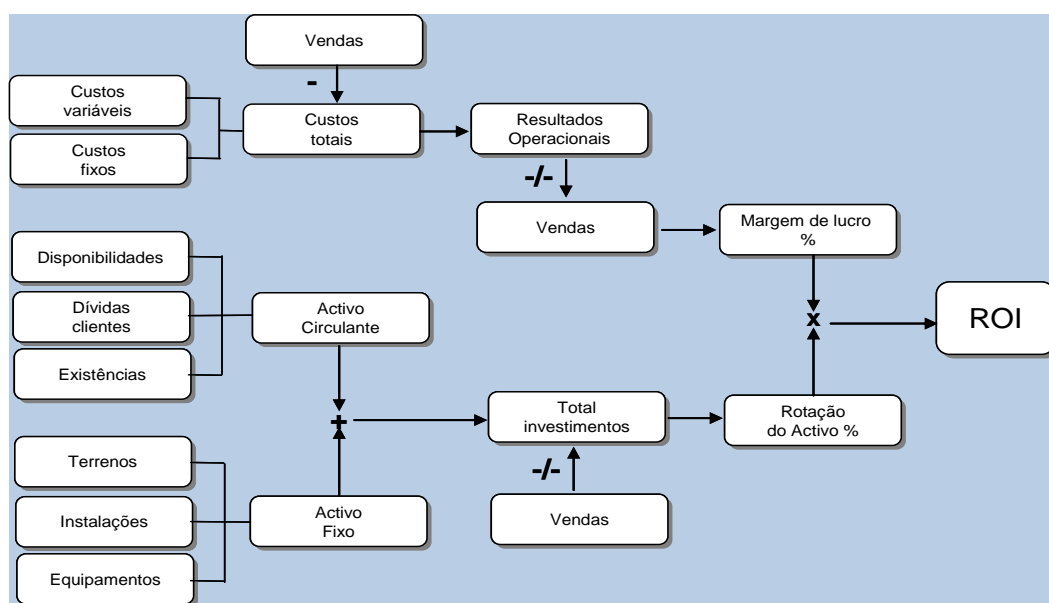
Já, Yin (2009) refere que a metodologia do estudo de caso é muito importante, pois através do acesso a informação privilegiada da unidade de análise, devidamente triangulada pela utilização de diferentes fontes de dados, pode evidenciar potenciais respostas às questões que se pretendem evidenciar empiricamente.

Para a realização do estudo de caso, optou-se pela análise da empresa Lisnave, Estaleiros Navais, S.A., que é o maior competidor do setor de construção e reparação naval português. Para além de ser um setor que apresenta potencial para crescer, em especial ao nível das exportações de elevado valor acrescentado para os mercados emergentes, a escolha da empresa, também foi influenciada, pelo facto de parte do percurso profissional da autora deste trabalho de investigação ter sido na área financeira da Lisnave, o que proporciona o acesso privilegiado à sua informação financeira. Para além disso, queremos salientar que o período em análise corresponde a 5 anos, incluindo os exercícios económicos de 2008 a 2012. Assim, pretende-se evitar eventuais enviesamentos nas demonstrações, decorrentes de situações de carácter extraordinário que possam ter ocorrido num determinado exercício.

Quanto à avaliação do desempenho financeiro tradicional, os indicadores económicos, financeiros e monetários irão ser calculados tendo em consideração as formulas apresentadas no enquadramento teórico. Contudo, iremos ter a preocupação de separar os custos em variáveis e fixos, de forma a podermos realizar uma análise do risco do negócio e termos uma visão mais detalhada sobre a origem da rentabilidade.

No que diz respeito ao indicador a utilizar para medir a criação de valor financeiro, a opção irá recair na Rentabilidade Supranormal. De acordo com Teixeira e Amaro (2013), desde que sejam utilizados os mesmos princípios financeiros, todos os indicadores apresentados, com exceção do CVA e do CFROI, apresentam os mesmos resultados. Porém, tanto o EVA como a RS apresentavam a vantagem de se poder medir facilmente a criação de valor em cada exercício, ao contrário do VEC que é mais operacionalizável através da análise de vários exercícios económicos. Quanto ao CVA, não o seleccionámos, porque na nossa opinião a atividade deve ser capaz de gerar rentabilidade capaz, inclusivamente de cobrir os custos não desembolsáveis que, embora não exijam saídas monetárias, representam desvalorizações do património das empresas. Finalmente, também não optámos pelo CFROI, por ser o indicador mais difícil de calcular e parte de pressupostos que não reúnem o consenso por parte dos investigadores (por exemplo, o facto de considerar que os excedentes criados no ano onde se inicia a análise, irão ser os mesmos ao longo dos exercícios em estudo é no mínimo discutível). Finalmente, a escolha recaiu sobre a RS e não sobre o EVA, porque pretendemos ter como referência a metodologia Dupont para interligar a criação de valor à análise financeira tradicional e como tal, o ROI é a base da determinação da rentabilidade tanto na RS como na equação da metodologia Dupont.

Figura 4: Modelo Dupont



Fonte: Adaptado de Teixeira, 2008a

Relativamente ao cálculo da RS, é feito em função da diferença entre o ROI (rendibilidade gerada) e o custo do capital investido, que depois é multiplicada pelo volume de investimento total na atividade.

Assim, quando se pretende avaliar a capacidade global da atividade para criar excedentes capazes de rentabilizar o investimento total, a fórmula de cálculo tradicional do ROI deve sofrer alguns ajustamentos, obtendo-se um indicador que muitos investigadores denominam de ROIC – *Return on invested capital* (Teixeira, 2008a e Neves, 2011).

Teixeira (2008a), refere que o ROIC ilustra a remuneração aos investidores, criada através do lucro gerado pela atividade da empresa, considerando o total de investimento realizado, sendo importante na determinação do retorno obtido através do negócio.

Nesse sentido, no numerador, devem ser considerados para além dos resultados operacionais, os rendimentos resultantes de aplicações de capital, pois estes são resultado de excedentes de tesouraria provenientes na generalidade dos casos da atividade operacional (Teixeira, 2008a e Neves, 2011). Para além disso, é essencial ter em referência o efeito fiscal, pois parte dos resultados obtidos na prática pertencem ao estado (Teixeira, 2008a). Salientamos ainda que, não devem ser considerados os gastos financeiros e respetivas poupanças fiscais, pois pretende-se medir a capacidade da atividade para gerar excedentes e estas rubricas têm origem nas decisões de financiamento (Teixeira, 2008a). Deste modo, determinam-se os Resultados Líquidos Sem Alavanca Financeira (RLSAF), que são calculados através da seguinte fórmula (Teixeira, 2008a e Neves, 2011):

$$\text{RLSAF} = (\text{RO} + \text{RENDF}) \times (1 - t)$$

Legenda:

RLSAF – Resultados líquidos sem alavanca financeira; RO – Resultados operacionais;

RENDF – Rendimentos financeiros; t – Taxa efetiva de imposto.

No denominador, o ativo líquido é substituído pelo investimento total, porque no ciclo de exploração os créditos obtidos junto dos fornecedores e outros credores, financiam parte do seu valor, diminuindo as necessidades financeiras (Teixeira, 2008a e Neves, 2011). Como tal, a rubrica de investimento total, contempla os valores dos bens e direitos onde o capital se encontra investido, corrigidos dos passivos não remunerados negociados pela empresa no decorrer da sua atividade (Teixeira, 2008a)

Assim, o investimento total inclui os ativos não correntes, as necessidades de fundo de maneo de exploração e necessidades de fundo de maneo extraexploração, estando excluídos apenas os passivos remunerados, como empréstimos bancários e *leasings*, que são créditos relativos à decisão de financiamento, igualmente não considerada nos resultados determinados no numerador (Teixeira, 2008a):

Quadro 12: Cálculo do Investimento Total

Ajustamento para o cálculo do Investimento Total
Ativos Fixos (1)
+ Necessidades Cíclicas
- Recursos Cíclicos
= Necessidades de Fundo de Maneio de Exploração (2)
+ Necessidades Financeiras de Extraexploração
- Recursos Financeiros de Extraexploração
= Necessidades Financeiras de Extraexploração (3)
Investimento Total (1+2+3)

Fonte: Teixeira (2008a)

Concluindo, o ROIC é determinado da seguinte forma:

$$\text{ROIC} = \text{RLSAF} / \text{Investimento total}$$

Esta forma de apresentação da informação financeira permite separar claramente o investimento, dos capitais próprios e do passivo remunerado, dando duas imagens complementares sobre o negócio: o montante de investimento necessário para o desenvolvimento da atividade e a estrutura das fontes de financiamento utilizadas, o que facilita o cálculo do custo médio ponderado do capital investido. Para uma mais fácil ilustração desta visão sobre a realidade financeira da empresa iremos utilizar o balanço funcional na ótica da rentabilidade (Teixeira, 2008a).

Quadro 13: Balanço Funcional ótica da rentabilidade

Rubricas	Valor
Ativos Fixos Ajustados	
NFM Exploração	
- Necessidades Cíclicas	
- Recursos Cíclicos	
NFM Extra-exploração	
- Tesouraria Ativa	
- Tesouraria Passiva	
Total de Investimento	
Capitais Próprios	
Passivo Financeiro	
Total de Financiamentos	

Fonte: Teixeira, 2008a

Relativamente ao custo do capital investido irá ser determinado através do WACC. Para além do peso de cada tipologia de financiamento utilizado (capitais próprios ou alheios) que pode ser obtido através do quadro acima apresentado, era importante definir a taxa efetiva de imposto

(TEI) sobre o rendimento e o custo dos capitais próprios e alheios. A TEI foi calculada pela relação entre o imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas presente na demonstração de resultados de cada exercício e o valor dos resultados antes de impostos; o custo do capital próprio foi definido através da rendibilidade dos capitais próprios média do 3º quartil do sector (é constituído pelas entidades que representam os 25% de melhores resultados ao nível da rendibilidade), em virtude de que a empresa é líder de mercado em Portugal; o custo do capital alheio, irá ser determinado tendo como referência a relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados e o valor do passivo financeiro (Neves, 2011).

Finalmente, para determinarmos uma relação entre a avaliação tradicional do desempenho financeiro e a lógica da criação de valor, iremos ter como referência os mesmos princípios do modelo de análise da rendibilidade da empresa Dupont no início do século XX, desagregando os diversos fatores associados à explicação da rendibilidade e do custo do capital e associando, em simultâneo, os diversos indicadores económicos, financeiros e monetários. Para melhor se perceber a metodologia que se pretende colocar em prática, apresentamos a figura 5 (página 32), que resume o trabalho a desenvolver. Ao observarmos a figura, podemos constatar que a criação de valor é condicionada por um lado, pela rendibilidade criada e por outro, pelo custo do capital investido na atividade. Por sua vez, a rendibilidade é função de duas áreas muito importantes: a capacidade de gerar resultados e a capacidade para gerir os investimentos.

A capacidade para gerar resultados, é função da dinâmica comercial da empresa para aumentar a sua quota de mercado (ritmo de crescimento dos rendimentos operacionais) e, em simultâneo, da eficiência a gerir os recursos internos de forma, a conseguir gerar resultados, isto é, de garantir a viabilidade económica do negócio que pode ser medida através dos meios libertos brutos e da rendibilidade operacional. Assim, o nível de gastos operacionais torna-se muito importante para se perceber a evolução da viabilidade do negócio, sendo os indicadores ponto crítico e margem de segurança muito importantes para aferir o nível de risco dos rendimentos não serem capazes de cobrir os custos relativos à atividade. Para além disso, é importante analisar o comportamento dos custos variáveis e fixos, de modo a observar-se o seu contributo para a definição dos resultados. Tal, pode ser efetuado através dos indicadores coeficiente de absorção dos custos variáveis e grau económico de alavanca. Finalmente, a relação entre os rendimentos operacionais e os custos variáveis permite-nos verificar a capacidade da empresa para criar valor acrescentado face aos bens e serviços adquiridos, o que nos dá uma visão da sua capacidade competitiva, ou seja, se apresenta uma oferta mais ou menos diferenciada.

A capacidade de gerir os investimentos também está dependente do ritmo de crescimento dos rendimentos operacionais, uma vez que quanto maiores forem, mais *outputs* são gerados por cada ativo que a empresa possui, sendo esta lógica fundamental para a rentabilização dos investimentos. Em simultâneo, a política comercial definida também é extremamente importante, uma vez que prazos de recebimento e de rotação de *stocks* elevados aumentam o ciclo de exploração e as necessidades financeiras (necessidades de fundo de maneo) da atividade. Finalmente, a empresa deve também ter especial cuidado na gestão das necessidades de fundo

de manejo extra-exploração, visto que não sendo ativos da atividade principal não deverão pressionar a tesouraria, e com a avaliação dos investimentos em ativos não correntes, devendo estes apresentar capacidade para gerarem rendimentos suficientes para cobrirem os seus custos e remunerarem os investidores ao custo de capital exigido.

Quanto ao custo do capital exigido, este é condicionado pelo custo do capital alheio e do capital próprio, estando ambos associados ao peso que possuem nas fontes de financiamento e à remuneração exigida por cada um dos investidores (instituições financeiras ou proprietários).

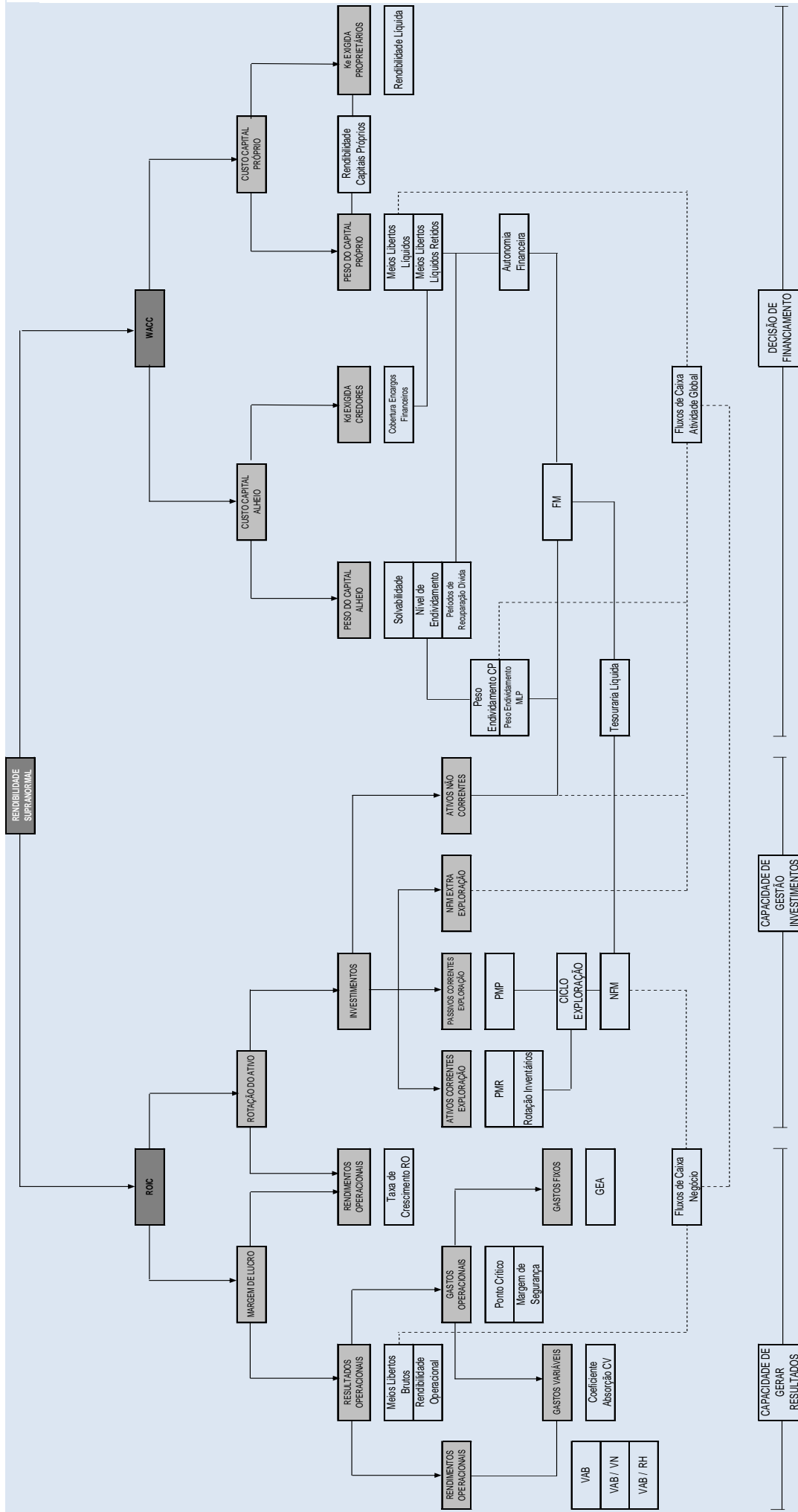
Relativamente ao custo do capital alheio, para se medir o peso do passivo na atividade, podem ser usados os indicadores solvabilidade, nível de endividamento e períodos de recuperação da dívida, sendo este último igualmente condicionado pela capacidade de autofinanciamento do negócio (meios libertos líquidos retidos). Para além disso, a fim de observarmos a pressão potencial sobre a tesouraria, podemos ainda caracterizar o passivo em médio e longo prazo e em curto prazo. No que diz respeito à remuneração exigida pelas instituições financeiras, o indicador cobertura dos encargos financeiros, permite-nos identificar o nível de risco dos custos dos financiamentos proporcionarem resultados negativos. Em relação ao custo do capital próprio, é importante aferir o peso do património no financiamento da atividade, o que pode ser feito através do indicador autonomia financeira, e observar a capacidade de autofinanciamento criada através de resultados, pelo cálculo dos meios libertos líquidos retidos. Quanto à remuneração exigida pelos proprietários é importante, aferir a rendibilidade líquida dos rendimentos gerados, dando-nos uma ideia da margem global da atividade, e sobretudo, a rendibilidade dos capitais próprios que permite verificar se a remuneração do património está a ir no caminho que os proprietários pretendem.

Fazendo a interligação entre a decisão de financiamento e a capacidade de gestão dos investimentos, podemos comparar os indicadores fundo de manejo (que está dependente do nível de capitais próprios obtidos ao longo da história da empresa, do peso dos passivos de médio e longo prazo negociados e dos investimentos realizados em ativos não correntes) e necessidades de fundo de manejo (que nos dá uma visão das necessidades financeiras decorrentes do ciclo normal de exploração), calculando um terceiro indicador denominado de tesouraria líquida, que nos permite ter uma visão global da situação de tesouraria da atividade da empresa.

Por último, a tracejado apresentamos as ligações que originam os fluxos de caixa do negócio e da atividade global. Os fluxos de caixa do negócio, são condicionados positivamente pelos meios libertos brutos e negativamente, pelas necessidades de fundo de manejo, evidenciando-nos a capacidade da atividade de exploração para contribuir positivamente para a situação de tesouraria. Os fluxos de caixa da atividade global, para além dos *cash-flows* decorrentes do negócio, são ainda condicionados negativamente pelos investimentos em ativos não correntes e em necessidades de fundo de manejo extra-exploração, pelos reembolsos da dívida e pagamentos dos custos de financiamento, distribuição de lucros e impostos sobre o rendimento (estas três últimas rubricas estão contempladas nos meios libertos líquidos retidos); positivamente

pela entrada de fundos provenientes da negociação de financiamentos e pelos fluxos decorrentes de aplicações de capitais, igualmente incluídos nos meios libertos líquidos retidos.

Figura 5: Explicação da criação de valor através da análise de desempenho financeiro histórico



Fonte: adaptado de Teixeira, 2008a

8. Caracterização do setor da construção e reparação naval

A Indústria de construção e reparação naval, inclui duas atividades de características diferentes, quer do ponto de vista de estrutura industrial, quer do ponto de vista de mercado: a construção naval que é a atividade industrial típica deste tipo de setor e a manutenção/ reparação e conversão naval, que representa uma atividade tipificada como serviço industrial (Sousa e Duarte, 2008).

A construção e a reparação naval de todos os meios flutuantes, fixos ou móveis, que permitem o uso e aproveitamento do mar, constituem uma parcela significativa da economia do mar, pela importância do negócio, pelo potencial de empregabilidade e, tratando-se de bens transacionáveis, pelo potencial exportador. Estas atividades que integram a indústria naval, embora em grande parte envolvam o mesmo tipo de profissões e utilizem o mesmo tipo de tecnologias, do ponto de vista empresarial incluem abordagens diferentes quer na estratégia, quer em gestão de operações (Brito, 2011).

Esta indústria possui vantagens competitivas relativamente à maioria das indústrias transformadoras, em particular a reparação, devido à localização geográfica privilegiada. Por exemplo, ao largo de Portugal cruzam as principais rotas mundiais de transporte marítimo. Para além disso, as condições climáticas do nosso país são únicas a nível europeu para o exercício da atividade de construção e reparação, e ainda dispomos de mão-de-obra qualificada para responder às solicitações do mercado (Sousa e Duarte, 2008).

Em simultâneo, é um sector igualmente estratégico para Portugal, por proporcionar o desenvolvimento de outras indústrias ligadas ao mar, gerando emprego e riqueza numa gama variada de indústrias associadas, e integrando conhecimento com alta tecnologia, o que favorece o nível de valor acrescentado do país (Sousa e Duarte, 2008).

Analisando as diferenças entre a construção e reparação naval, podemos observar que (Brito, 2011):

- A construção naval, é uma atividade industrial planeada, com longos prazos de execução, onde a disciplina da organização e a programação das fases de execução das diversas partes do navio são condições de sucesso nos planos técnicos, no controlo de custos e no cumprimento de prazos. Sendo tradicionalmente integrada na metalomecânica média e pesada, apresenta-se hoje muito mais diversificada, acrescentando ao uso de materiais estruturais convencionais os materiais não metálicos de natureza composta de nova geração, incluindo o contributo das diversas áreas industriais inovadoras, algumas das quais com desenvolvimentos específicos para o ambiente marítimo;
- A reparação naval engloba essencialmente a prestação de serviços industriais. O estaleiro de reparação é caracterizado pela necessidade de cursos de água com acessos a profundidades confinantes elevadas, maiores facilidades de manobra e de atracação, existência de docas ou outros meios de elevação (meios de alagem) com alguma capacidade.

Na classificação como atividade industrial e considerando o tipo de instalações, existem estaleiros de grande, média e pequena dimensão. A quase totalidade dos estaleiros de maior dimensão está situada em portos marítimos ou canais e rios com fácil acesso ao mar. Os estaleiros médios e pequenos, além de se poderem situar nesses mesmos locais podem também ser encontrados em águas protegidas, rios interiores, lagos, etc. (Brito, 2011).

No caso da construção naval de navios de transporte de grande porte, a localização geográfica do estaleiro não é um aspeto determinante no negócio. O requisito físico fundamental é que existam condições para a saída do navio do estaleiro em segurança (Brito, 2011).

Os estaleiros nacionais de maior dimensão dispõem de infraestruturas e capacidade tecnológica para responder a mercados diversificados como o da construção de protótipos para a exploração da energia das ondas e de estaleiros modernos que concorrem a nível mundial - Portugal dispõe do maior estaleiro europeu de reparação naval (Sousa e Duarte, 2008).

Para além deste setor se dividir em duas atividades diferentes como a construção e reparação, conforme mencionado anteriormente, existem ainda duas realidades distintas que são as pequenas e médias empresas (PME's) e as grandes empresas (Sousa e Duarte, 2008).

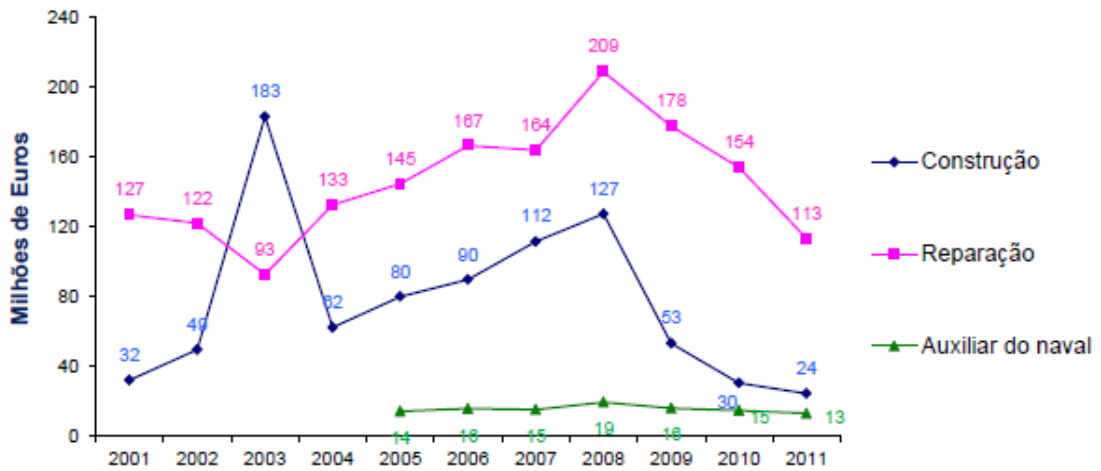
As 8 principais empresas PME's em termos de volume de negócios são a Naval Rocha, Estaleiros Navais do Mondego, Nautiber- Estaleiros Navais do Guadiana, Estaleiros Navais de Peniche, Navalria, União Construtora Naval, Samuel e Filhos, Vianapesca, Cecílio e Carlos Safins, Menaval, Réplica Fiel, Sopromar e Conafi. No primeiro ano de análise deste trabalho (2008), estas empresas representavam 40 milhões de euros (Sousa e Duarte, 2008).

As 6 grandes empresas do sector, prestam serviços de reparação e são constituídas pelo grupo de associadas da Associação de Investigadores da Imagem em Movimento (AIM), Lisnave, Estaleiros Navais de Viana do Castelo, Lisnave Internacional, Gaslimpo e Tecor. Em 2008 representavam 217,2 milhões de euros (Sousa e Duarte, 2008).

Neste grupo de empresas merece destaque o volume de vendas de reparação naval da Lisnave, que atingiu 150,53 milhões de euros, representando um crescimento de 22,1% relativamente a 2007 (Sousa e Duarte, 2008).

Atualmente, em virtude de mais de 80% da construção naval anual ser realizada na Ásia, a manutenção e reparação naval efetuada em estaleiros de grande dimensão é a atividade predominante no nosso país, representando mais de 75% volume de negócios do setor português (Associação da Indústria Naval - AIN, 2012).

Figura 6: Evolução anual dos segmentos da indústria naval portuguesa



Fonte: AIN, 2012

A atual distribuição dos estaleiros afigura-se geográfica e territorialmente equilibrada e poderá ser sustentada se lhe forem prestados alguns apoios oficiais para se ultrapassarem as dificuldades conjunturais, tal como tem acontecido em outros países europeus (Brito, 2011). É necessário o reforço da capacidade de financiamento das empresas para permitir a necessária renovação de infraestruturas, reequipamento e medidas facilitadoras da celebração dos contratos de construção em matéria de garantias e de financiamento operacional (Brito, 2011). O Ministério da Economia deve passar a considerar o sector da indústria naval como um sector de interesse estratégico nacional, com potencialidades nas economias locais e com potencial exportador, uma vez que possui um *know-how* acumulado elevado, capaz de competir com uma oferta de elevado valor acrescentado, contribuindo para o crescimento das exportações e do PIB (Brito, 2011).

9. Caraterização da Lisnave

Antes do 25 de Abril de 1974, a Lisnave pertencia ao grupo CUF (Companhia União Fabril), tendo-se constituído como empresa autónoma em 1974, com a denominação de Setenave. Com sede em Cacilhas, a empresa tinha como atividade a construção de navios e a elaboração de pequenas reparações. Em 1997 a Setenave passou a denominar-se por Lisnave, Estaleiros Navais, S.A. Situada igualmente em Setúbal, desenvolveu a sua atividade nessa cidade, no parque industrial da Mitrena, onde permanece até aos dias de hoje, ao contrário das instalações em Cacilhas que deixaram de funcionar. Atualmente a sua atividade dedica-se, exclusivamente, à reparação de navios prestando, desta forma, serviços maioritariamente a empresas estrangeiras.

A Lisnave, consegue distinguir-se de muitas outras empresas do mesmo setor, pelo facto de oferecer melhores condições de prestação de serviços, apostando em três aspetos fundamentais, o tempo, a mão-de-obra e o preço, isto é, compromete-se a desenvolver e concretizar o serviço no

mais curto espaço de tempo possível, oferecendo mão-de-obra qualificada a um preço competitivo. É na junção destes três pontos que está o segredo do sucesso desta empresa, constituindo, desta forma, uma referência no seu setor de atividade. No entanto, a empresa manteve a sua atividade fortemente condicionada pelos efeitos resultantes da crise económica internacional, que se tem vindo a sentir, desde 2009, de forma progressiva neste setor de atividade. Apesar da situação adversa, a Lisnave registou, no exercício de 2012, um desempenho global positivo. Embora se tenha registado este forte agravamento a nível da procura, a empresa conseguiu compensar esta acentuada quebra com um índice de sucesso comercial o que permitiu manter o mesmo número de navios reparados.

A atividade da Lisnave centra-se no segmento da reparação de navios de transporte de granéis líquidos (ex. gás e combustíveis) e sólidos (ex. cereais). De acordo com os dados de 2012, este segmento constitui cerca de 77% da sua atividade, sendo, no entanto, de realçar a penetração noutros mercados, tais como o de navios porta contentores (representam 10% do volume de negócios) e de transporte de gás (7% do volume de negócios). Dada a globalização do mercado da Lisnave, os navios reparados durante o ano de 2012 foram originários de 60 clientes localizados em 23 países, sendo os de maior significado, em termos numéricos, Singapura com 22 navios, Grécia com 15 navios, Chipre com 10 navios e o Japão com 9 navios.

Quadro 14: Atividade Desenvolvida nos últimos 5 anos

Anos	Nacional	Estrangeiro	Total
2008	0	101	101
2009	0	101	101
2010	1	113	114
2011	2	114	116
2012	1	137	138

Fonte: Relatório de Gestão e Contas Lisnave, 2012

Como consequência da redução da taxa de crescimento do comércio mundial, que passou de 7,0% em 2011 para cerca de 3,3% em 2012, do rejuvenescimento da idade das frotas, devido ao grande volume de entregas de novas construções dos últimos anos e da redução da taxa de utilização das frotas, a procura mundial do setor caiu em cerca de 43% (AIN, 2012).

Assim, não surpreende que o número de consultas para eventuais reparações tenha diminuído para os níveis de 2009, ano anterior ao da crise económica e financeira. Nesse sentido, os operadores têm procurado reduzir os custos operacionais das suas frotas através do adiamento das respetivas ações de manutenção e pela escolha de reparadores mais baratos e eventualmente menos qualificados.

Assim, nas negociações de consultas realizadas durante o ano de 2012 foram geradas 96 encomendas, menos cerca de 11,9% que no ano de 2011, tendo, no entanto, a taxa de sucesso

comercial aumentado de 18% para 20%, quer devido à atividade comercial desenvolvida pela Lisnave, quer ao nível de satisfação manifestado pelos seus Clientes.

Quadro 15: Número de encomendas obtidas

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Consultas	568	520	571	617	483
Encomendas	135	107	114	109	96
Tx. Sucesso comercial	22	19	20	18	20

Fonte: Relatório de Gestão e Contas Lisnave, 2012

Dando continuidade à sua política de investimentos e renovação de infraestruturas, com o objetivo de garantir a manutenção das condições necessárias de operacionalidade do estaleiro, tem, investimentos acumulados em infraestruturas e equipamentos, desde o ano 2000, no valor de 30,2 milhões de euros.

A nível dos recursos humanos, a empresa, tem vindo a apostar no seu rejuvenescimento e na flexibilização da regulamentação do contrato de trabalho, como forma de sobrevivência, face às condições de que dispõem os seus concorrentes mais diretos, vindo a proceder a ajustes da sua estratégia de recursos humanos. Para além disso, iniciou o desenvolvimento de um programa de formação de jovens, tendo em vista o fortalecimento das competências técnicas indispensáveis para os desafios de produtividade futuros e dar início ao processo de rejuvenescimento do seu efetivo, dada a elevada média de idades dos seus trabalhadores, que constitui um fator limitador, face à condição física exigida pela atividade. A 31 de dezembro de 2012, o efetivo global da empresa era de 299 trabalhadores.

Relativamente ao financiamento da atividade, a empresa tem conseguido criar ao longo dos anos uma forte capacidade de autofinanciamento, uma vez que o negócio tem margens elevadas e um ciclo de exploração que estabilizou em torno dos 110 dias, não tendo pressionando muito a tesouraria.

Finalmente, a nível de perspectivas futuras há duas condicionantes que irão ter impacto no sector durante os próximos anos: crise económica e financeira mundial e deslocalização da produção para a Ásia. Assim, como forma de ultrapassar estes obstáculos a AIN recomenda que as empresas nacionais se focalizem nos trabalhos e mercados de maior complexidade, uma vez que evitam a concorrência asiática e, em simultâneo, garantem maiores margens de negócio. Para além disso, existem importantes oportunidades de diversificação para mercados relacionados como as plataformas *offshore* petrolíferas e as energias eólicas que irão proporcionar um crescimento sustentado para as empresas que se tornarem âncoras nestes segmentos. Deste modo, será este o caminho a percorrer pela Lisnave, podendo a vir a tornar-se um *player* de referência internacional, através do *know-how* acumulado e dos recursos técnicos e humanos únicos que possui.

10. Análise e discussão dos resultados de investigação

10.1. Evolução do desempenho financeiro da Lisnave durante o período 2008 - 2012

Neste ponto, iremos evidenciar a evolução económica, financeira e monetária da Lisnave durante os 5 anos analisados. Para tal, iremos apresentar as demonstrações financeiras históricas relativas a cada perspetiva de análise.

Ao nível da evolução económica, apresentamos de seguida a demonstração de resultados.

Quadro 16: Demonstração de resultados no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
1. Vendas e serviços prestados	150.542.408,43	118.717.213,99	102.509.656,77	79.874.385,76	82.607.431,50
2. Outros rendimentos e ganhos	8.161.984,49	4.999.483,44	3.706.412,21	3.831.327,68	2.747.152,02
3. TOTAL DE RENDIMENTOS	158.704.392,92	123.716.697,43	106.216.068,98	83.705.713,44	85.354.583,52
4. CMVMC	-9.283.534,26	-5.562.986,98	-5.347.171,40	-3.738.902,63	-5.248.386,15
5. Fornecimentos e serviços externos	-106.234.451,69	-75.899.782,85	-67.050.879,04	-53.656.983,68	-55.421.404,12
6. Gastos com o pessoal	-12.705.794,55	-15.343.719,03	-14.783.462,51	-14.367.269,79	-14.180.795,26
7. Imparidade de inventários			21.764,49	-14.195,17	-124.932,96
8. Imparidade dívidas a receber	-92.824,38	-32.284,78	10.000,00	-2.908,00	-219.276,16
9. Provisões	-850.000,00	-2.440.258,91	-93.457,62	-2.252.544,87	-865.852,02
10. Amortizações e depreciações	-2.032.196,75	-1.410.638,49	-873.282,60	-709.875,73	-688.826,42
11. Outros gastos e perdas	-6.369.481,65	-4.703.621,96	-655.332,48	-752.944,43	-756.303,48
12. TOTAL DE GASTOS	-137.568.283,28	-105.393.293,00	-88.771.821,16	-75.495.624,30	-77.505.776,57
13. Resultado Operacional	21.136.109,64	18.323.404,43	17.444.247,82	8.210.089,14	7.848.806,95
14. IRC	-5.815.267,05	-6.178.994,81	-5.474.089,80	-2.995.732,18	-2.863.599,56
15. Resultado Líquido do Período	15.320.842,59	12.144.409,62	11.970.158,02	5.214.356,96	4.985.207,39

Fonte: Relatórios de gestão e contas da Lisnave

Deste modo, podemos observar que em termos económicos a evolução não foi favorável. Isto porque, entre outros aspetos, o volume de negócios diminuiu quase para metade derivado da crise mundial que teve reflexo no número de encomendas realizadas pelo mercado internacional. Tal realidade, teve igualmente impacto nos resultados, uma vez que diminuíram de 15 milhões para cerca de 5 milhões de euros. De salientar ainda, a não existência de custos associados à decisão de financiamento, em virtude de a empresa privilegiar a utilização de capitais próprios.

Relativamente à evolução financeira verificamos que a redução do nível de atividade teve bastante impacto no capital investido, em virtude de que os saldos de ativos correntes, nomeadamente os de clientes, diminuíram bastante ao longo do período analisado.

No que diz respeito à estrutura financeira, observa-se que existiu uma descapitalização do património da empresa, que se deveu à diminuição dos resultados que não conseguiram compensar os sucessivos pagamentos de dividendos. Deste modo, existiu um crescimento da dívida para compensar a menor capacidade de autofinanciamento.

Quadro 17: Balanço da Lisnave no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Ativo					
Ativo Não Corrente	15.122.890,84	15.225.589,09	13.922.774,68	12.085.427,07	11.136.926,82
Ativos Fixos Tangíveis	7.422.456,74	5.871.798,83	5.700.610,80	5.202.186,35	4.936.442,22
Propriedades de Investimento	2.567.100,00	2.567.100,00	2.567.100,00	2.567.100,00	2.567.100,00
Ativos Intangíveis	4.066.486,58	5.360.954,89	4.448.306,89	3.403.527,89	2.874.347,89
Ativos por Impostos Diferidos	1.066.847,52	1.425.735,37	1.206.756,99	912.612,83	759.036,71
Ativo Corrente					
Inventários	2.188.059,77	2.446.866,54	2.250.986,51	2.378.743,05	2.097.436,66
Clientes	23.245.846,33	8.090.789,41	15.497.885,27	5.473.334,96	13.961.604,15
Adiantamentos a Fornecedores	1.402.757,97	958.292,31	395.077,16	546.160,75	335.148,21
Estado e Outros Entes Públicos	3.199.552,06	968.052,56	3.259.118,41	2.536.876,35	2.752.191,13
Outras Contas a Receber	6.427.454,88	2.397.740,07	6.070.216,44	1.932.920,19	1.117.911,35
Diferimentos	53.769,10	73.014,97	186.520,88	104.025,04	149.309,92
Caixa e Depósitos Bancários	40.748.577,24	37.826.611,93	30.857.077,10	32.345.748,36	30.968.883,66
Total Ativo	92.388.908,19	67.986.956,88	72.439.656,45	57.403.235,77	62.519.411,90
Capital Próprio + Passivo					
Capital Próprio					
Capital Realizado	5.000.000,00	5.000.000,00	5.000.000,00	5.000.000,00	5.000.000,00
Reservas Legais	1.398.173,26	1.398.173,26	1.398.173,26	1.398.173,26	1.398.173,26
Resultados Transitados	13.302.909,61	17.003.691,14	17.148.100,76	18.618.258,78	19.832.615,74
Resultado Líquido do Período	15.320.842,59	12.144.409,62	11.970.158,02	5.214.356,96	4.985.207,39
Total Capital Próprio	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39
Passivo					
Passivo não Corrente					
Provisões	2.875.130,00	4.157.498,32	3.480.956,50	5.173.317,24	5.802.427,77
Outras Contas a Pagar	4.670.000,00	5.360.972,81	4.161.230,81	3.093.602,81	2.573.005,81
Passivo Corrente					
Fornecedores	32.225.014,69	13.938.086,78	20.009.001,22	11.380.023,54	13.607.233,69
Adiantamento de Clientes	1.001,61	199.000,00	0,00	736.565,43	862.625,76
Estado e Outros Entes Públicos	4.524.440,38	2.000.253,89	432.308,80	361.345,51	750.481,97
Outras Contas a Pagar	13.071.396,05	6.784.871,06	8.839.727,08	6.427.592,24	7.707.640,51
Total do Passivo	57.366.982,73	32.440.682,86	36.923.224,41	27.172.446,77	31.303.415,51
Total Capital Próprio + Passivo	92.388.908,19	67.986.956,88	72.439.656,45	57.403.235,77	62.519.411,90

Fonte: Relatórios de gestão e contas da Lisnave

Quanto à evolução monetária da empresa, verifica-se que a capacidade de libertar fluxos de caixa também diminuiu ao longo do período analisado. No entanto, verifica-se que a grande razão para essa redução está associada ao facto da empresa continuar a pagar dividendos, quando os resultados tiveram uma forte diminuição devido à quebra na procura internacional.

Quadro 18: Demonstração de fluxos de caixa da Lisnave no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Fluxos de caixa das atividades operacionais					
Recebimento de clientes	148.430.670,24	139.111.123,13	92.324.738,04	101.406.203,52	74.442.898,44
Pagamento a fornecedores	-121.800.147,32	-117.071.688,97	-71.881.494,60	-83.762.675,82	-67.410.195,95
Pagamento a pessoal	-13.601.001,92	-12.525.068,47	-11.025.815,43	-10.869.355,25	-10.561.472,73
Caixa gerada pelas operações	13.029.521,00	9.514.365,69	9.417.428,01	6.774.172,45	-3.528.770,24
Pagamento/recebimento do IRC	-5.052.652,51	-9.445.849,83	-7.536.337,94	-2.362.571,18	-633.751,02
Outros pagamentos/ recebimentos	15.621.568,96	10.403.032,16	3.355.392,51	6.842.497,92	5.494.395,15
Fluxo das atividades operacionais (1)	23.598.437,45	10.471.548,02	5.236.482,58	11.254.099,19	1.331.873,89
Fluxo de caixa das atividades de investimento					
Pagamentos respeitantes a:					
Ativos fixos tangíveis	-1.745.926,88	-1.361.930,43	-702.094,57	-211.859,61	-174.025,33
Ativos intangíveis					
Investimentos financeiros	-4.066.486,58	-1.206.292,00			
Outros ativos					
Recebimentos respeitantes a:					
Ativos fixos tangíveis	0,00	0,00	32.251,00	0,00	0,00
Ativos intangíveis					
Investimentos financeiros					
Outros ativos					
Juros e rendimentos similares	303.287,84	1.252.550,30	537.528,63	1.008.120,00	1.519.712,45
Subsídios de investimento					
Dividendos					
Fluxos das atividades de investimento (2)	-5.509.125,62	-1.315.672,13	-132.314,94	796.260,39	1.345.687,12
Fluxos de caixa das atividades de financiamento					
Recebimentos respeitantes a:					
Financiamentos obtidos					
Realização de capital e outros inst. De cap. Próprio					
Cobertura de prejuízos					
Doações					
Outras operações de financiamento					
Pagamentos respeitantes a:					
Financiamentos obtidos					
Juros e gastos similares	0,00	-69.444,22	-60.345,60	-58.309,34	-52.211,51
Dividendos	-7.000.000,00	-12.000.000,00	-12.000.000,00	-10.500.000,00	-4.000.000,00
Redução de capital e outros inst. De cap. Próprio					
Outras operações de financiamento					
Fluxo das atividades de financiamento (3)	-7.000.000,00	-12.069.444,22	-12.060.345,60	-10.558.309,34	-4.052.211,51
Variação de caixa e seus equivalentes	11.089.311,83	-2.913.568,33	-6.956.177,96	1.492.050,24	-1.374.650,50

Fonte: Relatórios de gestão e contas da Lisnave

Relativamente aos indicadores de avaliação do desempenho económico, verificamos que embora em 2008 a empresa revele uma boa dinâmica comercial, em virtude de ter uma taxa de crescimento dos rendimentos operacionais na ordem dos 23%, nos anos seguintes houve uma quebra acentuada da atividade que se refletiu num valor do volume de negócios próximo de 50% do montante obtido no primeiro exercício. Assim, não admira que os meios libertos tenham diminuído ao longo dos anos analisados, condicionando a viabilidade económica e a própria capacidade de autofinanciamento (esta última ainda foi mais afetada por via da distribuição periódica de dividendos). No entanto, a empresa ainda apresenta em 2012 um valor de cerca de 3 milhões de meios libertos líquidos retidos, o que significa que, mesmo considerando o impacto negativo que a crise mundial teve no sector, a atividade ainda consegue gerar elevados excedentes potenciais para financiar os investimentos necessários ao funcionamento do negócio.

Deste modo, não surpreende que a empresa apresente no ano de 2012 um maior risco do negócio face a 2008, refletido numa margem de segurança inferior face ao ponto crítico. O comportamento dos custos variáveis foi muito similar ao longo dos anos e, portanto, significa que foi a diminuição do efeito escala, pelo menor volume de atividade, que incrementou o risco do negócio, aumentando a possibilidade de não cobertura dos encargos fixos. Porém, o grau económico de alavanca de 3,15 indica-nos que essa hipótese é muito remota.

Quanto à rendibilidade, seja qual for a perspetiva em análise (dos rendimentos operacionais, do investimento ou dos capitais próprios), também diminuiu ao longo dos anos analisados, derivado da menor escala da atividade, sendo de salientar a perda de valor para os acionistas na medida em que em 2008 detinham uma rendibilidade de cerca de 44%, enquanto em 2012 esse valor está na ordem dos 16%.

No que diz respeito, ao valor acrescentado gerado ao longo do período estudado, observamos que também houve uma diminuição fruto do menor volume de atividade. Face à empresa manter uma estrutura de custos semelhante ao longo dos anos, verifica-se que o VAB também diminuiu por colaborador. Porém, é curioso de verificar que o VAB criado face aos rendimentos operacionais manteve valores idênticos. Tal significa que, a empresa continua a manter uma posição competitiva forte e que não foi obrigada a descer muito os seus preços de venda para conseguir garantir o volume de clientes necessário para cobrir os custos da atividade.

De seguida, apresentamos um quadro com os indicadores económicos da Lisnave para o período de 2008 a 2012.

Quadro 19: Indicadores económicos da Lisnave no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Capacidade de gerar excedentes					
Taxa de crescimento dos Rend. OP.	22,72%	-22,05%	-14,15%	-21,19%	1,97%
Meios Libertos Brutos	24.111.130,77 €	22.206.586,61 €	18.379.223,55 €	11.189.612,91 €	9.747.694,51 €
Meios Libertos Líquidos	18.295.863,72 €	16.027.591,80 €	12.905.133,75 €	8.193.880,73 €	6.884.094,95 €
Meios Libertos Líquidos Retidos	6.295.863,72 €	4.027.591,80 €	2.405.133,75 €	4.193.880,73 €	2.884.094,95 €
Risco do Negócio					
Ponto Crítico	81.031.956,51	70.066.984,60	51.426.950,35	57.585.003,28	58.215.136,11
Margem de Segurança	96%	77%	107%	45%	47%
Margem Bruta	43.186.406,97	42.253.927,60	33.818.018,54	26.309.827,13	24.684.793,25
Coefficiente de Absorção de CV	27,21%	34,15%	31,84%	31,43%	28,92%
Grau Económico de Alavanca	2,04	2,31	1,94	3,20	3,15
Rendibilidade					
Rendibilidade operacional	13,32%	14,81%	16,42%	9,81%	9,20%
Rendibilidade líquida	9,65%	9,82%	11,27%	6,23%	5,84%
ROI	22,88%	26,95%	24,08%	14,30%	12,55%
RCP	43,75%	34,17%	33,70%	17,25%	15,97%
Contributo Económico					
VAB	43.186.406,97	42.253.927,60	33.818.018,54	26.309.827,13	24.684.793,25
VAB /colaborador	137.975,74	134.996,57	108.044,79	84.056,96	78.865,15
VAB / rendimentos operacionais	27,21%	34,15%	31,84%	31,43%	28,92%

Fonte: elaborado pelo autor

Em termos financeiros temos as seguintes considerações. A nível de indicadores de funcionamento e face a 2008, houve uma diminuição do prazo de pagamento, um ligeiro aumento do prazo de recebimento e uma subida mais acentuada da rotação de *stocks*, o que fez com que o ciclo de exploração aumentasse bastante ao longo do período analisado, tendo impacto negativo na tesouraria, através do incremento das necessidades de fundo de maneio. Contudo, face à grande capacidade de autofinanciamento, o fundo de maneio apresenta valores bastante elevados, que compensam facilmente essas necessidades financeiras do ciclo de exploração, gerando uma situação de tesouraria líquida positiva todos os anos.

Como tal, a empresa apresenta uma elevada sustentabilidade financeira, comprovada por uma autonomia financeira de cerca de 50% e uma solvabilidade muito próxima dos 100%, o que significa que a empresa facilmente cumpre os seus compromissos com terceiros. Assim, o nível de endividamento é de 50%, sendo constituído sobretudo por obrigações de curto prazo, que se situam na ordem dos 37%.

De seguida, apresentamos o quadro dos indicadores financeiros do período de 2008 a 2012.

Quadro 20: Indicadores financeiros da Lisnave no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Funcionamento					
Prazo Médio de Pagamento (em dias)	116,12	72,30	103,06	79,35	91,57
Prazo Médio de Recebimento (em dias)	64,17	29,77	66,46	37,76	73,54
Rotação de stocks (em dias)	86,03	160,98	154,07	232,85	146,27
Ciclo de exploração (em dias)	34,08	118,45	117,47	191,27	128,24
Tesouraria					
Fundo de Maneio	27.444.164,62 €	29.839.156,06 €	29.235.844,67 €	26.412.281,98 €	28.454.503,15 €
Necessidades de Fundo de Maneio	-6.660.471,45 €	-3.600.324,88 €	1.148.278,21 €	-1.438.794,33 €	4.075.348,65 €
Tesouraria Liquida	34.104.636,07 €	33.439.480,94 €	28.087.566,46 €	27.851.076,31 €	24.379.154,50 €
Sustentabilidade Financeira					
Autonomia Financeira	37,91%	52,28%	49,03%	52,66%	49,93%
Solvabilidade	61,05%	109,57%	96,19%	111,26%	99,72%
Caracterização do Endividamento					
Nível de Endividamento	62,09%	47,72%	50,97%	47,34%	50,07%
Peso do Endividamento MLP	8,17%	14,00%	10,55%	14,40%	13,40%
Peso do Endividamento CP	53,93%	33,72%	40,42%	32,93%	36,67%

Fonte: elaborado pelo autor

Quanto à evolução da situação monetária da empresa, verificamos que os indicadores de cobertura, evidenciam que os fluxos de caixa libertados pelo negócio cobrem facilmente os investimentos realizados na atividade, e que nos anos de 2009, 2010 e 2012, foram insuficientes para pagar os dividendos distribuídos, o que significa que a empresa se viu obrigada a recorrer a saldos de caixa formados em períodos anteriores para cumprir as suas obrigações perante os proprietários.

Em relação à qualidade dos fluxos operacionais, verificamos que os recebimentos estão anualmente na mesma ordem de grandeza face ao volume de negócios gerado. Já a comparação entre os fluxos operacionais e os meios libertos líquidos (tivemos que usar este indicador como referência uma vez que já inclui o impacto fiscal, tal como os fluxos operacionais calculados na demonstração de fluxos de caixa), evidencia-nos que existem diferenças acentuadas entre os excedentes potencialmente gerados e recebidos. Esta realidade é especialmente relevante em 2012, onde por via da diminuição do volume da atividade, se verifica uma quebra do valor recebido de clientes.

Finalmente, ao nível dos indicadores de rentabilidade, calculados com base nos fluxos de caixa, verificamos que os valores são piores que os obtidos através da utilização de rácios baseados nos resultados contabilísticos, havendo inclusivamente exercícios económicos em que a rentabilidade dos proprietários, determinada desta maneira é negativa, por via da diminuição das disponibilidades existentes na empresa.

De seguida, apresentamos o quadro com os indicadores monetários do período analisado.

Quadro 21: Indicadores monetários da Lisnave no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Indicadores de cobertura					
Cobertura da distribuição de resultados	196,65%	87,26%	49,87%	281,35%	33,30%
Cobertura dos investimentos	406,00%	407,74%	745,84%	5312,06%	765,33%
Indicadores de qualidade dos fluxos					
Qualidade dos recebimentos	103,37%	120,85%	90,08%	129,32%	93,65%
Qualidade dos fluxos operacionais	128,98%	65,33%	40,58%	137,35%	19,35%
Indicadores de rentabilidade financeira					
Rentabilidade financeira do ativo	19,25%	11,62%	6,26%	19,24%	1,85%
Rentabilidade financeira dos proprietários	31,66%	-8,20%	-19,59%	4,94%	-4,40%

Fonte: elaborado pelo autor

Em conclusão, podemos dizer que a diminuição do volume de atividade, devido à crise mundial acabou por ter impacto na evolução do desempenho financeiro da Lisnave durante o período de tempo entre 2008 e 2012, condicionando os meios libertos pela atividade e em consequência, o nível de rentabilidade gerado e a situação de tesouraria da empresa, que se tornou menos excedentária. Contudo, como as margens do negócio são elevadas e face aos excedentes acumulados em disponibilidades, relativos a exercícios anteriores, podemos dizer que a empresa continua a ser sustentável financeiramente.

10.2. Análise da criação de valor da atividade da Lisnave no período 2008 - 2012

Para o cálculo do capital investido, é necessária a elaboração do Balanço Funcional que segundo Neves (2012) permite evidenciar como a organização obtém e investe os seus recursos financeiros e, face ao Balanço Contabilístico, apresenta uma estrutura mais adequada para a análise da criação de valor. Esta nova apresentação dos dados contabilísticos permite isolar os capitais investidos, dos capitais próprios e do capital alheio remunerado, dando duas visões complementares sobre a atividade da empresa, ou seja, no lado esquerdo obtemos o valor dos investimentos necessários à atividade, corrigidos dos passivos negociados no âmbito do desenvolvimento do negócio, que permitem diminuir o esforço financeiro; no lado direito, estão as fontes de financiamento que têm um custo de capital associado e que podem ter origem nos proprietários ou nas instituições financeiras.

No caso específico da elaboração do Balanço Funcional da Lisnave, seguimos alguns procedimentos que passamos a apresentar. Os ativos não correntes são constituídos por todos os bens e direitos que têm liquidez superior a um ano, ajustados dos passivos de médio e longo prazo, que não têm qualquer custo associado. Deste modo, seguimos os procedimentos de Teixeira e Amaro (2013) e obtivemos os valores reais de investimentos que exigem fontes de financiamento com maior maturidade. Relativamente, às necessidades de fundo de maneio, e de acordo com as notas do anexo dos relatórios e contas, incluem nas necessidades cíclicas, os saldos de inventários, de clientes, adiantamentos a fornecedores, EOEP e diferimentos, visto que dizem respeito a operação do ciclo normal da atividade; os recursos cíclicos englobam as dívidas

a fornecedores, adiantamentos de clientes e EOEP. Já no que diz respeito às necessidades de fundo de maneo de extra-exploração, incorporam apenas os valores de outras contas a receber e a pagar, porque referem-se a direitos e obrigações perante terceiros de outras operações que saem do âmbito do ciclo de exploração da empresa. Quanto às fontes de financiamento presentes no lado direito da demonstração financeira, queremos salientar o facto de que a empresa não tem qualquer passivo financeiro, o que significa que perante a lógica da criação de valor, o custo do capital apenas irá ser condicionado pela rentabilidade exigida pelos proprietários e que o financiamento é exclusivamente feito através de capitais próprios.

Quadro 22: Balanço funcional da Lisnave no período de 2008 a 2012

Rúbricas	2008	2009	2010	2011	2012
Ativos Fixos Ajustados	7.577.760,84	5.707.117,96	6.280.587,37	3.818.507,02	2.761.493,24
NFM Exploração	-6.660.471,45	-3.600.324,88	1.148.278,21	-1.438.794,33	4.075.348,65
Necessidades Cíclicas	30.089.985,23	12.537.015,79	21.589.588,23	11.039.140,15	19.295.690,07
Recursos Cíclicos	36.750.456,68	16.137.340,67	20.441.310,02	12.477.934,48	15.220.341,42
NFM Extraexploração	34.104.636,07	33.439.480,94	28.087.566,46	27.851.076,31	24.379.154,50
Tesouraria Ativa	47.176.032,12	40.224.352,00	36.927.293,54	34.278.668,55	32.086.795,01
Tesouraria Passiva	13.071.396,05	6.784.871,06	8.839.727,08	6.427.592,24	7.707.640,51
Total de Investimento	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39
Capitais Próprios	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39
Passivo Financeiro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total de Financiamento	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39

Fonte: elaborado pelo autor

Assim, ao nível do custo médio ponderado do capital (WACC) utilizado para financiar a atividade da empresa, este apenas incorpora a rentabilidade exigida pelos proprietários, tendo esta sido determinada em função dos valores setoriais constantes na central de balanços do Banco de Portugal. Contudo, em virtude de a empresa ser líder do mercado português, optámos por utilizar os valores do 3º quartil do sector, que incorporam os 25% de empresas mais rentáveis da construção e reparação naval nacional.

Quadro 23: Custo médio ponderado do capital da Lisnave no período de 2008 a 2012

Rúbricas	2008	2009	2010	2011	2012
t- Taxa de imposto efetiva	27,51%	33,72%	31,38%	36,49%	36,48%
Kd- Custo do capital alheio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ke- Custo dos capitais próprios	21,37%	18,91%	18,85%	17,25%	15,30%
Capital Investido	35.021.925,46 €	35.546.274,02 €	35.516.432,04 €	30.230.789,00 €	31.215.996,39 €
Passivo Financeiro	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Peso do Passivo Financeiro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kd - ponderado	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CP- Capitais Próprios	35.021.925,46 €	35.546.274,02 €	35.516.432,04 €	30.230.789,00 €	31.215.996,39 €
Peso dos Capitais Próprios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ke ponderado	21,37%	18,91%	18,85%	17,25%	15,30%
WACC	21,37%	18,91%	18,85%	17,25%	15,30%

Fonte: elaborado pelo autor

Ao analisarmos a capacidade de criação de valor durante o período de 2008 a 2012, podemos chegar às seguintes conclusões:

- A rentabilidade da atividade (ROIC) diminuiu bastante ao longo do tempo, sendo uma consequência da redução acentuada da capacidade do negócio para libertar excedentes financeiros. Embora o nível de investimento também tenha diminuído ao longo dos anos, essa correção não foi suficiente para compensar os menores resultados obtidos;
- O custo do capital também foi diminuindo entre 2008 e 2012, o que nos evidencia que o impacto da crise internacional se deu a nível global do setor. Como tal, a rentabilidade das melhores empresas nacionais também foi-se tornando progressivamente inferior;
- Assim, embora a Lisnave genericamente tenha obtido uma rentabilidade superior ao custo de capital utilizado como referência para o financiamento da sua atividade, teve uma diminuição muito grande na capacidade de criação de valor do seu negócio, uma vez que em 2008 tinha uma rentabilidade supranormal de 22,38%, enquanto que em 2012 apresentava apenas uma margem de 0,67% face ao custo do capital.

Quadro 24: Valor criado pela Lisnave no período de 2008 a 2012 (valores em euros)

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
RLSAF	15.320.842,59	12.144.409,62	11.970.158,02	5.214.356,96	4.985.207,39
Total de Investimento	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39
ROIC	43,75%	34,17%	33,70%	17,25%	15,97%
Custo do Capital	21,37%	18,91%	18,85%	17,25%	15,30%
Rendibilidade Supranormal	22,38%	15,26%	14,85%	0,00%	0,67%
Valor Criado	7.836.657,12	5.422.609,20	5.275.310,58	-454,14	209.159,94

Fonte: elaborado pelo autor

10.3. A relação entre a criação de valor e os indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro no período 2008 - 2012

Para identificarmos quais as condicionantes principais da criação de valor determinámos os coeficientes de *Pearson* entre a rendibilidade supranormal (RS) e os indicadores económicos, financeiros e monetários. De seguida, apresentamos quadros com o resumo dos valores encontrados.

Quadro 25: Coeficientes de *Pearson* entre a RS e os indicadores económicos

Indicadores	Coeficiente de Pearson
Capacidade de gerar excedentes	
Taxa de crescimento dos Rendimentos Operacionais	40,44%
Meios Libertos Brutos	97,46%
Meios Libertos Líquidos	97,01%
Meios Libertos Líquidos Retidos	48,71%
Risco do Negócio	
Ponto Crítico	63,88%
Margem de Segurança	89,53%
Margem Bruta	93,91%
Coeficiente de Absorção de Custos Variáveis	-8,48%
Grau Económico de Alavanca	-94,50%
Rendibilidade	
Rendibilidade operacional dos Rendimentos Operacionais	80,16%
Rendibilidade líquida dos Rendimentos Operacionais	87,22%
Rendibilidade do Ativo	87,58%
Rend. Dos Capitais Próprios	99,72%
Contributo Económico	
Valor Acrescentado Bruto	93,91%
Valor Acrescentado Bruto p/colaborador	93,91%
Valor Acrescentado Bruto p/volume de negócios	-8,48%

Fonte: elaborado pelo autor

A nível económico, verificamos que os indicadores relativos aos meios libertos brutos e líquidos apresentam um relação muito forte com a rentabilidade supranormal, o que significa que a capacidade para libertar excedentes condicionou muito a criação de valor, indo ao encontro das análises realizadas anteriormente. Como tal, não surpreende que os indicadores margem de segurança, grau económico de alavanca, rentabilidade dos capitais próprios e valor acrescentado bruto, apresentem igualmente relações muito fortes com a rentabilidade supranormal, visto que no caso da Lisnave estão muito associados à capacidade de criação de economias de escala, em virtude de a empresa ter uma estrutura de custos fixos estável e estar dependente do nível de atividade para otimizar os recursos de que dispõe.

Quadro 26: Coeficientes de *Pearson* entre a RS e os indicadores financeiros

Indicadores	Coeficiente de <i>Pearson</i>
Indicadores de Funcionamento	
Prazo Médio de Pagamento (em dias)	53,41%
Prazo Médio de Recebimento (em dias)	4,36%
Rotação de mercadorias e matérias-primas (RMP) (em dias)	-73,46%
Ciclo de exploração	-84,01%
Indicadores de Tesouraria	
Fundo de Maneio	36,77%
Necessidades de Fundo de Maneio	-70,15%
Tesouraria Líquida	83,12%
Indicadores de Sustentabilidade Financeira	
Autonomia Financeira	-67,57%
Solvabilidade	-67,27%
Indicadores de Caracterização do Endividamento	
Nível de Endividamento	67,57%
Peso do Endividamento MLP	-76,72%
Peso do Endividamento CP	71,56%

Fonte: elaborado pelo autor

Relativamente à relação entre os indicadores financeiros e a RS, verificamos que não é tão forte como a que se verificava nos indicadores económicos. No entanto, destacam-se os seguintes pontos:

- Como seria de esperar, o ciclo de exploração apresenta uma relação forte e negativa com a RS, o que significa que, quanto menores são as necessidades financeiras da atividade normal, maior é a capacidade de criação de valor;
- Ao nível dos indicadores de tesouraria, verifica-se que quanto melhor é o indicador tesouraria líquida, maior é a RS e, confirma-se que as necessidades de fundo de maneio (tal como o ciclo de exploração) apresentam uma relação negativa com a criação de valor e condicionam mais a RS do que o fundo de maneio;

- No que diz respeito, aos indicadores de sustentabilidade financeira, verifica-se que a autonomia financeira e a solvabilidade apresentam uma relação negativa com a capacidade de criação de valor. Tal está associado, ao facto de que quanto maior é o investimento dos proprietários maior é o custo de capital exigido por eles, o que impõe a necessidade de que a atividade tenha uma maior capacidade de criação de rendibilidade para gerar valor financeiro;
- Quanto aos indicadores de caracterização da dívida, verifica-se que o nível de endividamento e o passivo de curto prazo, apresentam naturalmente uma relação positiva com a RS, por via da diminuição do peso do investimento dos proprietários. Já o passivo de médio e longo prazo, apresenta uma relação negativa, o que neste caso, se fica a dever ao facto de que, é constituído em grande medida por provisões que têm impacto nos custos dos exercícios e diminuem os resultados contabilísticos e consequentemente, a capacidade de libertação de resultados.

Quadro 27: Coeficientes de *Pearson* entre a RS e os indicadores monetários

Indicadores	Coeficiente de <i>Pearson</i>
Indicadores de cobertura	
Cobertura da distribuição de resultados	-9,93%
Cobertura dos investimentos	-64,79%
Indicadores de qualidade dos fluxos	
Qualidade dos recebimentos	-22,69%
Qualidade dos fluxos operacionais	15,69%
Indicadores de rendibilidade financeira	
Rendibilidade financeira do ativo	26,92%
Rendibilidade financeira dos proprietários	30,83%

Fonte: elaborado pelo autor

No que respeita aos indicadores monetários, destaca-se o facto de que apresentam relações pouco fortes com a RS. Os indicadores de cobertura apresentam, surpreendentemente, uma relação negativa com a criação de valor, enquanto os coeficientes de correlação dos indicadores de rendibilidade financeira têm sinal positivo mas com valores pequenos (26,92% e 30,83%). Quanto aos indicadores de qualidade de fluxos, apresentam igualmente coeficientes de correlação reduzidos, mas apresentam relações opostas (a qualidade dos recebimentos tem uma relação negativa e a qualidade dos fluxos operacionais tem uma relação positiva). Esta relação menos intensa entre a RS e os indicadores baseados nos fluxos de caixa gerados, poderá estar relacionada com o facto de que os recebimentos e pagamentos ocorridos em cada exercício incluem também fluxos de anos anteriores, o que condiciona a visão da criação de valor de cada período económico.

Concluindo, podemos dizer que no caso da Lisnave, são os indicadores económicos que apresentam uma relação mais intensa com a capacidade de criação de valor, podendo tal

realidade estar associada às oscilações que existiram no volume de atividade durante o período de tempo analisado, e que condicionaram fortemente as economias de escala que a empresa deixou de ter.

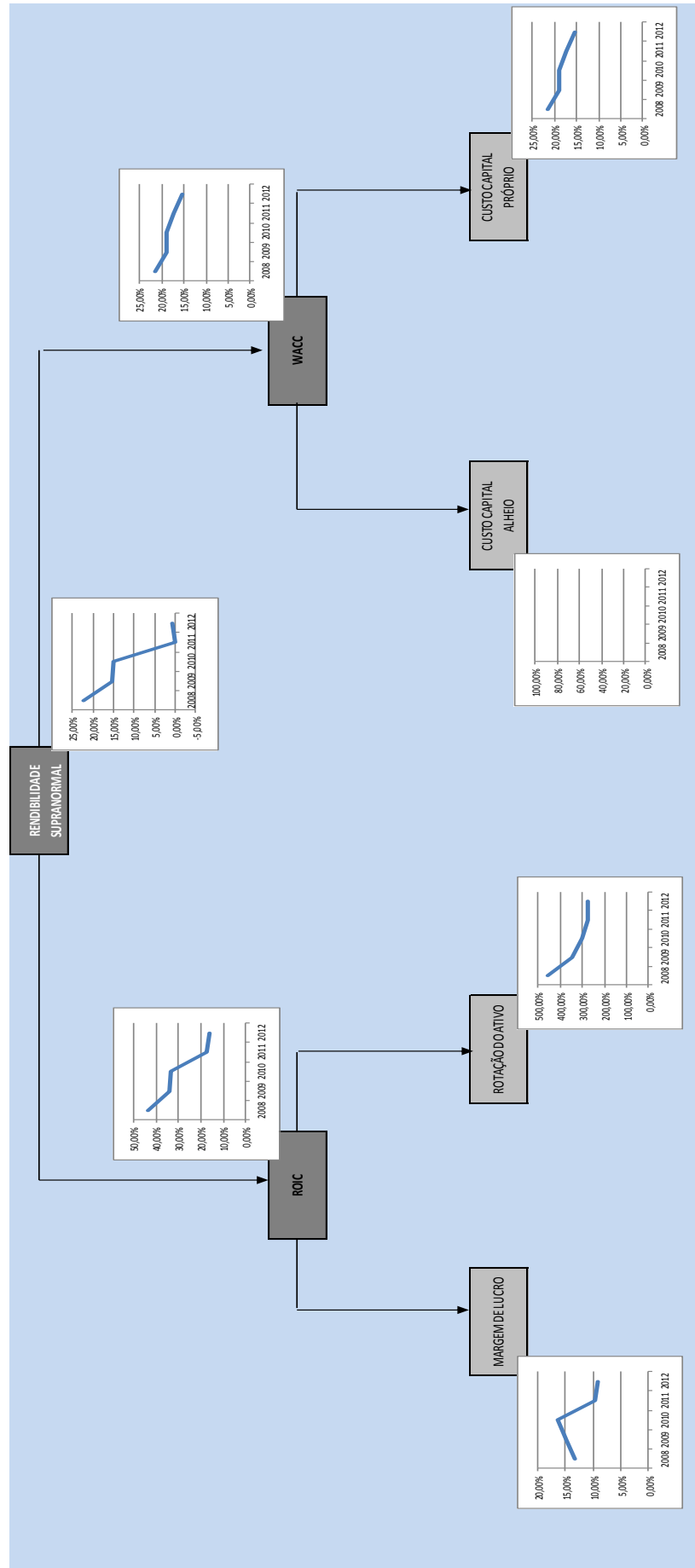
10.4. A monitorização da criação de valor através dos indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro no período 2008 - 2012

Para identificarmos as origens da criação de valor, recorreremos ao modelo apresentado no ponto relativo à metodologia de investigação, onde se pode verificar que a rendibilidade supranormal está associada a três grandes áreas da gestão financeira das empresas: capacidade de gerar resultados, capacidade de gestão dos investimentos e decisão de financiamento.

Assim, para uma análise mais pormenorizada das origens da criação de valor, dividimos o modelo apresentado pelas três grandes áreas de gestão financeira.

De seguida, apresentamos o primeiro nível de análise que contempla, para além da evolução da rendibilidade supranormal, o detalhe da rendibilidade criada e do custo do capital.

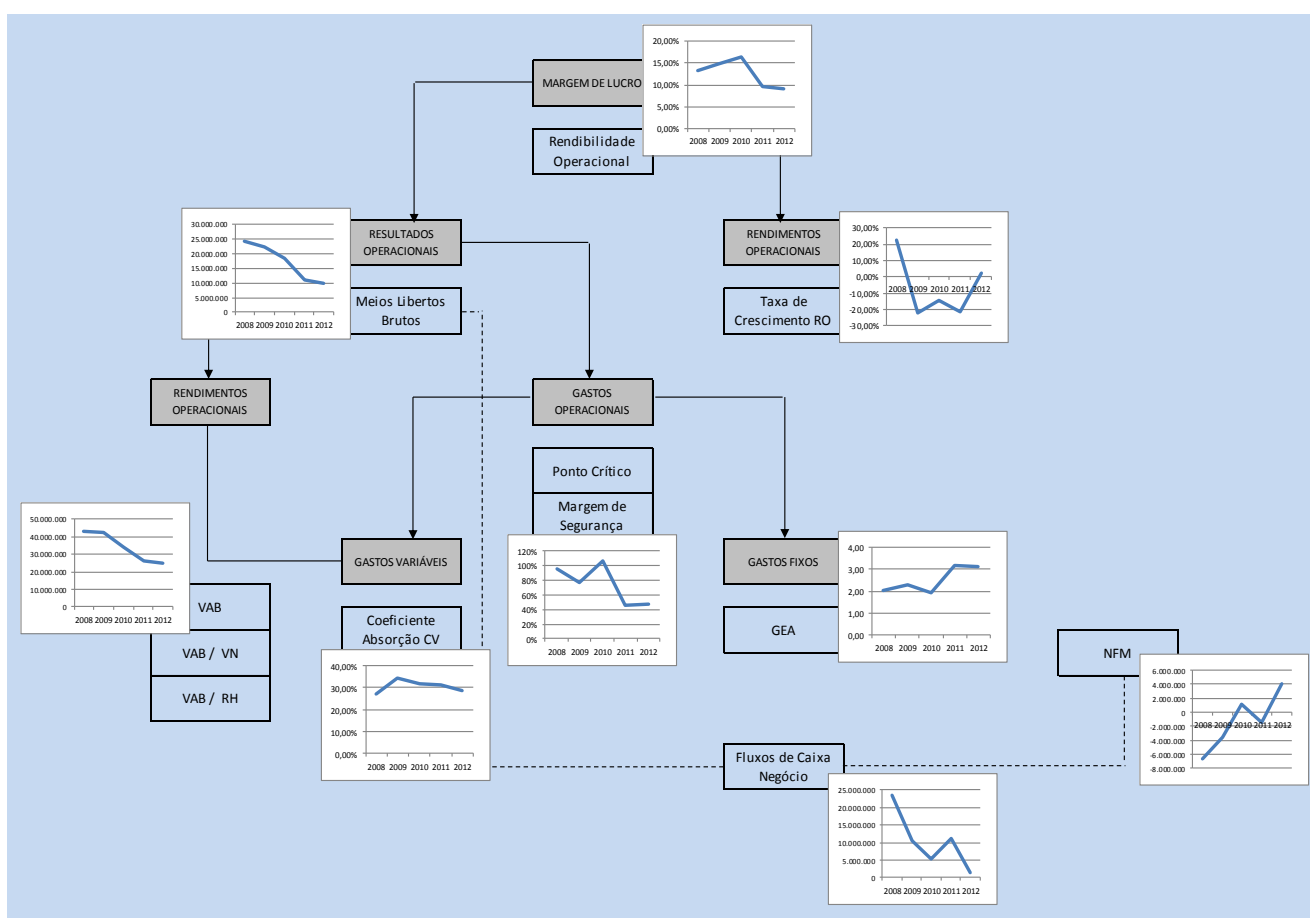
Figura 7: Evolução detalhada da Rentabilidade Supranormal



Fonte: elaborado pelo autor

Relativamente à evolução da RS verificamos que esta foi condicionada mais pela diminuição da rentabilidade da atividade do que pelo custo do capital. Ao nível da rentabilidade criada (ROIC), constatamos que a margem de lucro embora tenha diminuído, não foi de forma tão acentuada como a redução da rotação do ativo, o que evidencia claramente que a menor criação de valor está muito relacionada com a quebra do volume de atividade. Quanto ao custo do capital das fontes de financiamento, observa-se tal como referido anteriormente, que a atividade é financiada exclusivamente através de capitais próprios, tendo o custo destes diminuído ao longo do tempo, o que está relacionado com o impacto da crise internacional na rentabilidade do setor, que serviu de referência para determinarmos o custo do capital investido pelos proprietários.

Figura 8: Evolução detalhada da capacidade de gerar resultados



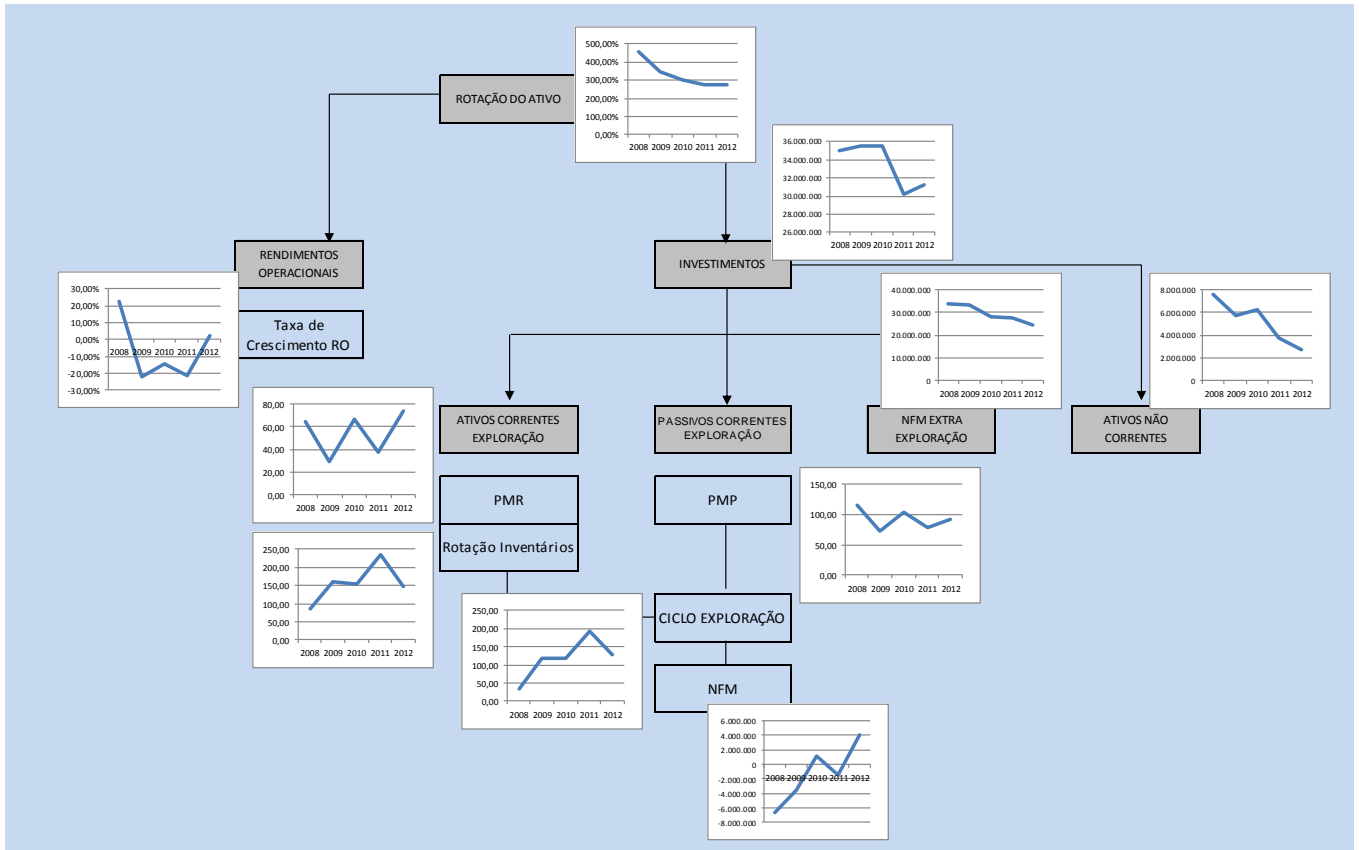
Fonte: Elaborado pelo autor

Ao analisarmos de forma mais detalhada cada um dos fatores que condiciona a rentabilidade criada, percebemos claramente o que condicionou positivamente e negativamente a criação de valor. A margem de lucro diminuiu ao longo dos anos, por via da redução dos rendimentos operacionais, refletida nos valores da sua taxa de crescimento, tendo um forte impacto na capacidade de gerar excedentes através do negócio (meios libertos brutos). Para

percebermos o comportamento dos diferentes gastos (fixos e variáveis) é essencial observar os indicadores coeficiente de absorção dos custos variáveis e o grau económico de alavanca; através deles, constatamos que a margem bruta do negócio (CCV), embora com uma ligeira quebra, manteve-se estável durante os anos analisados, enquanto o GEA aumentou, porque os gastos fixos passaram a ter um peso superior face ao menor volume de atividade, o que aumentou o risco do negócio (margem de segurança inferior). Assim, é este o fator essencial para explicar a diminuição da margem de lucro operacional, uma vez que a empresa deixou de gerar economias de escala tão acentuadas, sendo esta situação igualmente visível na evolução do VAB. Deste modo, não é de espantar o efeito negativo nos fluxos de caixa do negócio, que para além do impacto dos menores excedentes potenciais criados, ainda contemplam o aumento das necessidades de fundo de maneio, significando maior dificuldade na transformação dos resultados em liquidez e menos capitais disponíveis.

No que diz respeito à capacidade de gestão do investimento e, tal como anteriormente referido, a rotação do ativo diminuiu em virtude da quebra dos rendimentos operacionais. Contudo, verifica-se que o nível de investimentos também caiu, embora não de forma tão acentuada como os rendimentos. Essa diminuição ficou a dever-se à melhor gestão das necessidades de fundo de maneio extra-exploração, dos ativos não correntes e dos passivos de médio e longo prazo não remunerados (de recordar que para efeitos da medição da criação de valor estão a ajustar o valor dos ativos não correntes, em virtude de os financiarem). Porém, a evolução das NFM não foi positiva, fazendo com que a gestão do ativo pudesse ter contribuído mais para a criação de valor. De facto, verifica-se que enquanto o PMP teve um valor estável ao longo do tempo, o PMR e de rotação de *stocks* aumentaram, o que, obviamente, fez crescer o ciclo de exploração e as necessidades financeiras.

Figura 9: Evolução detalhada da decisão de investimento



Fonte: elaborado pelo autor

Relativamente ao custo do capital e também como já foi referido, foi diminuindo ao longo dos anos analisados, sendo função apenas da evolução do custo do capital próprio, uma vez que a empresa não utiliza endividamento remunerado.

Ao nível do comportamento do endividamento não remunerado, verifica-se que cresceu face ao primeiro ano analisado (2008) mas que estabilizou nos restantes exercícios. Tal tendência, também é possível observar na solvabilidade financeira. No que respeita à evolução da maturidade dos passivos, verifica-se um crescimento do endividamento de curto prazo em prol do de médio e longo prazo, o que poderá estar associado à maior dificuldade em negociar prazos de pagamento mais dilatados. Assim, embora o endividamento não seja remunerado e como tal, não tenha impacto direto no custo do capital, a sua evolução acaba por condicionar o custo do financiamento da atividade, porque coloca o ónus do risco apenas nos proprietários, que normalmente exigem remunerações superiores aos bancos, incrementando a rentabilidade exigida pelos investidores.

Deste modo, verificamos que embora o custo do capital próprio tenha diminuído para valores ligeiramente acima dos 15%, continua a ser uma remuneração muito superior à cobrada normalmente pelas instituições financeiras, condicionando a criação de valor obtida através da atividade nos anos analisados. Em simultâneo, mesmo com a menor capacidade para gerar excedentes financeiros, visível nos MLL, nos MLLR e na rentabilidade líquida, a acumulação de resultados e a anteriormente referida estabilização do endividamento, permitiram um aumento da autonomia financeira face a 2008, o que significa que a empresa continua a ser sustentável financeiramente. Este aumento do património (que é investimento indireto dos proprietários pela não distribuição de dividendos) em conjunto com a diminuição dos resultados, teve um impacto negativo na RCP durante os anos estudados, mostrando a menor capacidade de criação de valor para os investidores. Finalmente, verifica-se que o facto de a atividade não libertar o mesmo nível de resultados evidenciado em 2008, condicionou a evolução do fundo de maneio, que mesmo tendo aumentado, não conseguiu cobrir o efeito negativo ocorrido nas necessidades de fundo de maneio, gerando uma tesouraria líquida menos excedentária.

Assim, é observa-se que existe uma relação direta entre a criação de valor e a situação de tesouraria da empresa, seja por via dos resultados criados (o que condiciona positivamente o FM), seja pela gestão dos investimentos (valores dos ativos não correntes e das NFM).

Em conclusão, podemos referir que a explicação da evolução da criação de valor da Lisnave no período de 2008 a 2012 assenta nos seguintes fatores principais:

- Diminuição da rentabilidade, sobretudo devido ao menor volume da atividade com impacto direto na rotação do ativo;
- Incremento das NFM, por via do aumento dos prazos de recebimento e de rotação de stocks, que condicionaram os níveis de investimentos e, conseqüentemente, da rentabilidade da atividade;
- Financiamento exclusivo através de capitais próprios, que tem um custo superior ao endividamento financeiro.

Conclusões

Este trabalho tinha como objetivo principal de investigação, evidenciar que a integração da avaliação tradicional do desempenho financeiro com a lógica da criação de valor, permitia demonstrar melhor as origens do valor financeiro das empresas.

Para tal, realizámos uma revisão bibliográfica que permitiu, para além da clarificação de conceitos como desempenho, avaliação do desempenho e desempenho financeiro, evidenciar, numa primeira fase, os diferentes indicadores normalmente utilizados na avaliação do desempenho financeiro histórico, dividindo-se em económicos, financeiros e monetários, consoante a demonstração financeira que têm por base o seu cálculo. Em seguida, estudámos os indicadores que pretendem medir a criação de valor, tendo verificado que podem ser determinados em função de resultados, da rentabilidade e dos fluxos de caixa gerados.

Relativamente ao estudo empírico, após a análise do sector da construção e reparação naval, concluímos que poderá ser uma atividade importante no futuro próximo da economia portuguesa, através do incremento de exportações de elevado valor acrescentado. Já o estudo da empresa Lisnave, Estaleiros Navais, SA, permitiu observar que se trata do *player* nacional principal e que a sua atividade nos tempos mais recentes sofreu o impacto da forte crise internacional.

Quanto aos resultados de investigação, verificámos que a crise internacional fez o volume dos rendimentos operacionais atuais diminuírem para cerca de metade do valor constante no primeiro ano analisado (2008), o que teve forte impacto na evolução dos indicadores económicos, financeiros e monetários, normalmente utilizados na avaliação tradicional do desempenho financeiro. Assim, consequentemente, o indicador utilizado para medir a criação de valor, a rentabilidade supranormal, evidenciou uma menor capacidade da atividade para gerar excedentes financeiros face ao custo do capital exigido pelos investidores. Em seguida, de forma a determinarem-se relações entre os indicadores tradicionalmente tidos como referência e a rentabilidade supranormal criada, verificou-se que eram os de origem económica, que apresentavam um comportamento mais similar à evolução da criação de valor, sendo por isso, os que mais facilmente explicavam a origem do valor financeiro. Nos restantes indicadores calculados, destaque para as NFM que apresentavam uma relação negativa e significativa face à rentabilidade supranormal, ou seja, quanto maior fosse o ciclo de exploração do negócio, maiores os investimentos necessários e menor a criação de valor obtida. Finalmente, o modelo elaborado de monitorização da criação de valor da empresa durante os anos estudados (de 2008 a 2012) permitiu concluir que os principais condicionantes da capacidade de criação de valor da Lisnave foram os seguintes:

- Diminuição do volume da atividade, tendo impacto direto na rentabilidade criada através da menor capacidade de rotação do ativo;

- Aumento das NFM, pelo incremento dos prazos de recebimento e de rotação de stocks, que condicionaram os níveis de investimentos e, conseqüentemente as necessidades financeiras da atividade;
- Financiamento exclusivo através de capitais próprios, com remunerações superiores às exigidas pelas instituições financeiras.

No que diz respeito a limitações da investigação, destacamos o facto de a empresa não ter endividamento remunerado, o que não permitiu ter uma imagem completa sobre a evolução de todos os fatores que condicionam a criação de valor.

Por isso, como linhas de investigação futuras, pretendemos estender o estudo a outras empresas de diversos sectores de atividade, como forma de otimizar o modelo elaborado para monitorizar a capacidade de criação de valor.

Referências Bibliográficas

Araújo, C., Pinto, E., Lopes, J., Nogueira, L., Pinto, R. (2008) Estudo de Caso. Disponível em: Janeiro, 2008, em: URL.

Adams, C., Neely, A. (2002) *The Performance Prism*. Person Education Limited. London: 2002. Disponível em: URL.

BANCO DE PORTUGAL (2013). – Estatísticas online – Quadros predefinidos – Rácios Sectoriais. Disponível em: <http://www.bportugal.pt/PAS/sem/src/%28S%28miy5hnyeeqs1pf55xl1kmjq3%29%29/Analise.aspx?book={C3555AE3-C9E8-44AD-8277-066F27F09B48}&Page={18A0481F-3809-4343-B469-132DAF0D57AE}>. Acesso em: 01-12-2013.

BANCO DE PORTUGAL (2013). – Estatísticas online – Quadros predefinidos – Rácios Sectoriais. Disponível em: <http://www.bportugal.pt/PAS/sem/src/%28S%28miy5hnyeeqs1pf55xl1kmjq3%29%29/Analise.aspx?book={499765FD-02E7-434F-BFEA-7D480D527836}&Page={6A515D32-D9C6-49C6-A549-71BD7D8CD2E2}>. Acesso em: 11-12-2013.

Brito, V. (2011) Construção e Reparação Naval- uma indústria que deve ser mantida. Disponível em: http://www.revistademarinha.com/index.php?option=com_content&view=article&id=2079:construcao-e-reparacao-naval-uma-industria-que-deve-ser-mantida&catid=101:actualidade-nacional&Itemid=290. Acesso em: 24-02-2014.

Bortoluzzi, S., Ensslin, S., Lyrio, M., Ensslin, L. (2011) Avaliação de desempenho económico-financeiro: uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia multicritério de apoio à decisão construtivista (MCDA-C). Revista Alcance - Eletrônica, Vol. 18 - n. 2 - p. 200-218. Congresso Brasileiro do Custos, Curitiba, Brasil. Disponível em 06-01-2012 em <http://ieducorp.com/pdf/avaliacaoecon.pdf>

Carvalho das Neves, J. (2007) Análise e Relato Financeiro – Uma visão integrada de gestão. Editora: Texto.

Damodaran, A. (2007) Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications.

Esperança, J. P., Matias, F. (2009) Finanças Empresariais. 2ª Edição. Alfragide: Texto Editora.

Freire, Adriano (1998); Estratégia – Sucesso em Portugal; Editora: Verbo.

Hansen, D.R., Mowen, M.M. (2001) Gestão de custos: contabilidade e controle. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2001.

Jensen, Michael C. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review, vol. 76, nº 2: pag. 323–329, May 1986.

Jorge, J. C. T. V. M. (2010) Avaliação do Desempenho de uma Empresa através de Rácios Financeiros: Caso da Indústria Hoteleira. Tese de mestrado, ISEG. Disponível em 20-03-2011 em http://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/2223/1/Jo%C3%A3odaMaiaJorge_TFM.pdf

Jordan, H., Carvalho das Neves, J., Rodrigues, A.R. (2007) Controlo de Gestão- Ao Serviço da Estratégia e dos Gestores. 8ª Edição. Lisboa: Áreas Editora.

Kaplan, R. S., Norton, D. P. (1996) Using the balanced scorecard as a strategic management system. *Harvard Bus. Rev.*, 74(1), 75–85

Laranjeira, G. J. F. (2008) Proposta de um modelo de avaliação de eficiência relativa para aferir o desempenho empresarial. Tese de mestrado, ISCTE. Disponível em 22-02-2012 em <http://repositorio-iul.iscte.pt/handle/10071/2069>.

Lisnave (2008) Relatório de Gestão e Contas Consolidadas. Disponível em Março de 2009 em: http://www.lisnave.pt/pdf/lisnave_report2008.pdf

Lisnave (2009) Relatório de Gestão e Contas Consolidadas. Disponível em Março de 2010 em: <http://www.lisnave.pt/pdf/R&C2009ok.pdf>

Lisnave (2010) Relatório de Gestão e Contas Consolidadas. Disponível em Março de 2011 em: <http://www.lisnave.pt/pdf/LisnaveR&C2010PT.pdf>

Lisnave (2011) Relatório de Gestão e Contas Consolidadas. Disponível em Março de 2012 em: http://www.lisnave.pt/pdf/R&C2011_PT_WEB.pdf

Lisnave (2012) Relatório de Gestão e Contas Consolidadas. Disponível em Março de 2013 em: http://www.lisnave.pt/pdf/R&C2012_WEB_POR_v2.pdf

Luitz, M. P., Rebelato, M. G., (2003) Avaliação do desempenho organizacional. XXIII ENEGEP, Ouro Preto: Brasil.

.Mcnaair, C. J., Lynch, R. L., Cross, K. F. (1990). Do Financial and NonFinancial Performance Measures Have to Agree? *Management Accounting*, pp. 28-35.

Menezes, H. C. (2010) Princípios de Gestão Financeira. 12ª Edição. Lisboa: Editorial Presença.

Monteiro, M. J. (2006). Análise de Decisão. *Balanced Scorecard: Alcançar a visão da empresa*. Disponível em: URL.

Mota, A. G., Custódio, C. (2008) *Finanças da Empresa- Manual de informação, análise e decisão financeira para executivos*. 4ª Edição. Lisboa: Bnomics.

Neves, J. C. (2011) *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. 2ª Edição. Lisboa: Texto Editora.

Neves, J. C. (2012) *Análise e Relato Financeiro – Uma visão integrada de gestão*. 5ª Edição. Lisboa: Texto Editora.

Neely, A. (2002) *Avaliação do Desempenho das Empresas – Porque, o que e como*. Lisboa: Editorial Caminho.

Oliveira, A., Mello, L. (2010) *Eficiência e eficácia da despesa pública no ensino superior*. Disponível em: URL.

Otley, D. (1999) *Performance Management: A Framework for Management Control Systems Research*. *Management Accounting Reserarch*, vol. 10, pag. 363-382.

Pinto, F. (2009) *Balanced Scorecard: alinhar mudança, estratégia e performance nos serviços públicos*. Lisboa: Edições Silabo.

Porter, M. E. (1989) *Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior*. 11ª Edição, Rio de Janeiro: Campus.

Renato (2010) Custo Médio Ponderado e EVA – Conceitos. Disponível em Março de 2010 em: URL.

Ribeiro, J. S. (2003) Modelo de identificação de grupos estratégicos para a indústria metalomecânica de produção, por encomenda, de bens de equipamentos. Tese de doutoramento, ISCTE.

Rodrigues, J. (2012) Avaliação do Desempenho das Organizações. Lisboa, Escolar Editora.

Roldão, V. S., Ribeiro, J. S. (2004) Organização da Produção e das Operações – da concepção do Produto à Organização do Trabalho. Louça: Monitor.

Santos, T. A. M. & Marçal, P. J. M. (2007) Balanço. Disponível em: Maio, 2007, em: URL.

Santos, A. J. R. (2008) Gestão Estratégica – Conceitos, modelos e instrumentos. Lisboa; Escolar Editora.

Silva e Menezes (2001) Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação. 3ª Edição.

Silva, E. S., Queirós, M. (2010) Gestão Financeira – Análise de Investimentos. Porto: Vida Económica.

Silva, J. (2005) Avaliação do Desempenho Organizacional. Disponível em: URL.

Shank, K. e Govindarajan, V. (1993) Strategic cost management: the new tool for competitive advantage. New York: The Free Press. Disponível em: URL.

Sousa, J., Duarte, F. (2008) Modernização e Inovação na Construção e Reparação Naval. Disponível em: URL.

Vasconcelos, F., Cyrino, A. (2000) Vantagem Competitiva: os modelos teóricos atuais e a convergência entre estratégia e teoria organizacional. RAE. São Paulo, v. 40, n. 4, p. 20- 37.

Teixeira, A. B., Alves, T. (2003) A Contabilidade e o Valor, na Perspectiva dos Utilizadores da Informação Financeira. XV Encontro nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos. Leiria, Portugal.

Teixeira, A., Teixeira, N., Mata, C. (2011), O Balanced Scorecard Dinâmico e o Desempenho Organizacional, XII Congresso Internacional de Custos, Ponta do Leste, Uruguai

Teixeira, N., Amaro, A. (2013), Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor, Revista Universo Contábil, VOL. 9, Nº4

Teixeira, N., Pardal, P. (2005a), Modelo Integrado de Análise do Desempenho Histórico de Empresas, XIII Congresso da Associação Espanhola de Contabilidade e Administração, Espanha

Teixeira, N., Pardal, P. (2005b), A Viabilidade e a Capacidade de Autofinanciamento, Revista da CTOC nº69

Teixeira, N. (2007a), Modelo de Controlo de Gestão – Sector das tecnologias de informação, Tese de Mestrado não publicada, ISCTE

Teixeira, N. (2007b); A demonstração de fluxos de caixa e a informação para gestão; Estudo apresentado no âmbito do Concurso de provas públicas para Professor Adjunto na ESCE na área científica de Contabilidade (edital nº 317/2006)

Teixeira, N. (2008a) A Rendibilidade e a Criação de Valor. XIII Encontro AECA – Aveiro, Portugal

Teixeira, N. (2008b); A caracterização da estrutura financeira do sector das tecnologias de informação; Estudo apresentado no âmbito do Concurso de provas públicas para Professor Adjunto na ESCE na área científica de Finanças (edital nº 682/2008).

Teixeira, N. (2013a), A avaliação do risco e da criação de valor no contexto empresarial, in Empreendedorismo, Coesão Social e Dinâmicas Empresariais, Caderno da Sociedade e Trabalho nº17, GEP/MSESS

Teixeira, N. (2013b), A avaliação do desempenho financeiro do sector das tecnologias de informação, Tese de doutoramento não publicada, ISCTE

Teixeira, N., Mata, C., Pardal, P., Teixeira, Ana (2012), A aplicação da rendibilidade supranormal para a avaliação da criação de valor; XXIII Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica; Málaga; Espanha

Yin, R. K. (2009) Case Study Research: Design and Methods. Fourth Edition.

Young, S. D., O'Byrne, S. F. (2001) EVA and Value-Based Management. New York; MacGraw-Hill.