

FINANÇAS

CRIAÇÃO DE VALOR NOS 3 MAIORES SETORES DE ATIVIDADE DA REGIÃO DE SETÚBAL

RESUMO

Com a atual competitividade das empresas, é enaltecida a importância da avaliação da criação de valor para os seus investidores. Assim, o objetivo principal deste trabalho é conhecer o desempenho na criação de valor, no quinquénio de 2014 a 2018, dos três principais setores de atividade do distrito de Setúbal (Indústrias Transformadoras, Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de Veículos e Motociclos e Transportes e Armazenagem).

Para tal, optou-se por uma metodologia de estudo de caso múltiplo ou comparativo em relação aos três setores, com o intuito de caracterizar a capacidade de criação de valor financeiro e identificar as principais diferenças nos desempenhos entre setores.

Os resultados obtidos permitem concluir que, apenas o setor do Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de Veículos e Motociclos, apresentou uma evolução positiva da Rendibilidade Supranormal, de 2014 para 2018.

Foram, ainda, identificadas diferenças estatisticamente na capacidade de criação de valor financeiro, entre os 3 setores, destacando-se os valores relevantes no custo do capital.

PALAVRAS-CHAVE: Rendibilidade Supranormal, Criação de valor, Setores de atividade, Distrito de Setúbal.

ABSTRACT

The current competitiveness of companies, the importance of evaluating the value creation for investors' is highlighted. Thus, the main objective of this work is to know the performance in value creation, in the period from 2014 to 2018, of the three main activities sector in the region of Setúbal (Manufacturing Industries, Wholesale and Retail; Repair of Vehicles and Motorcycles and Transport and Storage).

To this end, we opted for a multiple or comparative case study methodology in relation to the three sectors, in order to characterize the capacity to create financial value and identify the main differences in performance between sectors.

The results obtained allow us to conclude that only the Wholesale and Retail sector; Repair of Vehicles and Motorcycles, presented a positive evolution of the Supranormal Profitability.

Statistically differences were also identified in the ability to create financial value between the 3 sectors, highlighting the relevant values in the cost of capital.

KEY-WORDS: Value creation, Supranormal Profitability, Activities sector, Region of Setúbal

1. INTRODUÇÃO

Com a atual competitividade das empresas, provocada pelo ambiente de incerteza e mudança constantes, foi enaltecida a importância da avaliação do desempenho das empresas e da criação de valor para os seus investidores. Assim, considerou-se pertinente o desenvolvimento do tema aplicado ao estudo comparativo entre os 3 maiores setores de atividade do Distrito de Setúbal.

A escolha deste tema, justificou-se também pelo facto da maioria dos estudos consultados sobre a análise da criação de valor, serem referentes a uma única empresa em específico, tal como desenvolveram os autores Teixeira e Jorge (2016) e Teixeira e Russo (2014). Pelo que, este estudo, pretende contribuir para a literatura existente, pois é preconizado efetuar a análise criação de valor das empresas de três setores do distrito de Setúbal, um dos distritos nacionais com maior potencial de desenvolvimento. Para a seleção dos três principais setores, consideraram-se os que mais representaram o distrito, em termos de número de trabalhadores, volume de negócios, exportações e valor acrescentado bruto, considerando o estudo “As 1.000 maiores empresas do distrito de Setúbal 2017” (Dominguinhos et al. 2018). Assim, foram selecionados os setores das Indústrias Transformadoras, do Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de Veículos e Motociclos e dos Transportes e Armazenagem.

O objetivo geral deste estudo é conhecer o desempenho financeiro através da ótica da criação de valor relativo aos principais setores de atividade do distrito de Setúbal, no período de 2014 a 2018. Foram ainda definidos os seguintes objetivos específicos:

- Caracterização da capacidade de criação de valor financeiro;
- Identificação das principais diferenças no desempenho económico, financeiro e monetário entre setores.

Quanto à metodologia usada, optou-se por uma abordagem quantitativa, denominada de estudo de caso múltiplo ou comparativo, com o intuito de poder caracterizar a capacidade de criação de valor financeiro dos três setores e, ainda, identificar as principais diferenças entre os mesmos. Para tal, recorreu-se, respetivamente:

- Aos indicadores de criação de valor médios anuais de cada setor;
- Aos resultados das médias agregadas obtidas para os indicadores de criação de valor de cada setor e de cada uma das 250 empresas de cada setor e aos resultados dos testes ANOVA e *Multiple Comparisons*.

Ao nível da estrutura, este trabalho, para além da Introdução, apresenta mais cinco pontos. No ponto 2 é feito o enquadramento da análise do desempenho financeiro através da lógica da criação de valor. No ponto seguinte caracterizam-se os 3 maiores setores de atividade do distrito de Setúbal. O ponto 4 descreve-se a metodologia aplicada. No ponto seguinte são apresentados e discutidos os resultados obtidos. E por fim, apresentam-se as conclusões.

2. ANÁLISE DO DESEMPENHO FINANCEIRO ATRAVÉS DE LÓGICA DA CRIAÇÃO DE VALOR

A avaliação do desempenho financeiro através da criação de valor representa uma das áreas mais importantes no contexto do meio empresarial (Teixeira e Amaro, 2013). Esta avaliação, é considerada percussora a nível motivacional e também orientadora de diversas decisões pelo que, as empresas não podem continuar a utilizar medidas de avaliação do desempenho que contrariem os objetivos que vão ao encontro da criação de valor (Neves, 2012).

Seguidamente, serão abordados os indicadores de análise do desempenho financeiro através de lógica da criação de valor, considerando as três perspetivas defendidas por Teixeira e Amaro (2013): Resultados contabilísticos, Rendibilidade e Fluxos de caixa.

2.1. Indicadores com base nos Resultados

A análise do desempenho financeiro através da lógica da criação de valor, pode ser realizada com o recurso a indicadores com base nos resultados (Teixeira e Amaro, 2013) que provêm da Demonstração dos Resultados (DR). Neste âmbito, Neves (2011), destaca os indicadores *Economic Value Added* (EVA®) e o *Cash Value Added* (CVA), como os mais referidos na literatura.

O EVA® corresponde ao resultado de exploração deduzido da remuneração do capital investido na atividade, acentuando o papel de investidor dos proprietários, considerando o custo de todo o capital, medindo o valor económico acrescentado pela gestão (Rodrigues, 2010). Em rigor, corresponde ao resultado operacional líquido de imposto (ROLI) depois da remuneração dos capitais investidos. Assim, o EVA® reflete o custo de oportunidade exigido pelos proprietários e parceiros financeiros, como forma de remuneração do risco de investimento, apresentando o valor criado após se remunerarem os financiadores da atividade (Teixeira, 2008b). O indicador considera o custo de financiamento dos credores financeiros e o custo de oportunidade exigido pelos proprietários, como forma de remuneração do risco de investimento (Teixeira, 2008b).

O CVA, foi proposto pela empresa *Boston Consulting Group* e tem um cálculo semelhante ao EVA®. Porém, em alternativa aos ROLI, são utilizados os meios operacionais líquidos de impostos (MOLI). Assim, são considerados os custos não desembolsáveis como excedentes criados na atividade, que servem igualmente para remunerar os investidores, não sendo os resultados influenciados pelas políticas contabilísticas das empresas relativamente ao registo de amortizações e depreciações e de imparidades e provisões (Teixeira e Amaro, 2013). Na tabela 1, encontram-se as fórmulas relativas aos indicadores EVA® e CVA:

Tabela 1 - Cálculo dos Indicadores com base nos Resultados

$$\text{EVA}^{\circledast} = \text{RO} \times (1 - t) - \text{CI} \times \text{WACC} \quad [1]$$

onde RO - Resultado Operacional; t – taxa de imposto sobre o rendimento; CI - Capital Total Investido; WACC - Custo Médio Ponderado do Capital.

$$\text{CVA} = \text{MOLI} - \text{WACC} * \text{CI} \quad [2]$$

onde MOLI - Meios Operacionais Líquidos de Imposto (Resultados Operacionais – Imposto sobre os Resultados Operacionais + Amortizações e Depreciações do Exercício + Provisões e Imparidades do Exercício); WACC - Custo Médio Ponderado do Capital; CI - Capital Total Investido.

OU

$$\text{CVA} = \text{EVA}^{\circledast} + \text{Amortizações e Depreciações} + \text{Provisões e Imparidades} \quad [3]$$

Fonte: Neves (2011)

O resultado do EVA® pode ter as seguintes interpretações (Teixeira e Martins, 2015):

- Se EVA® > 0, significa que existe criação de valor, ou seja, o valor criado pela exploração foi suficiente para remunerar todos os capitais investidos, existindo uma utilização adequada dos recursos;
- Se EVA® = 0, significa que não existiu criação de valor, ou seja, o valor gerado pela atividade apenas cobre o custo do capital investido;
- Se EVA® < 0, significa que existiu destruição de valor, ou seja, o valor criado pela exploração não foi suficiente para remunerar os capitais investidos no seu total, não sendo a empresa capaz de cobrir todos os seus custos.

2.2. Indicadores com base na Rendibilidade

O conceito de rendibilidade, independentemente do indicador utilizado para a sua quantificação, relaciona os resultados obtidos com os meios utilizados para a sua consecução (Menezes, 2010). Os indicadores de rendibilidade são utilizados com o intuito de determinar a eficiência de utilização dos ativos de uma empresa, revelando aspetos da situação económica e relacionando os resultados obtidos com as atividades que os geram (Silva, 2013).

Os indicadores de rendibilidade mais utilizados na avaliação do desempenho financeiro das empresas são a rendibilidade do ativo (ROI - *Return on Investment*) e a rendibilidade dos capitais próprios (RCP) (Neves, 2011). Assim, a criação de valor existe quando o ROI é superior ao custo de financiamento da atividade (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*) ou quando a RCP mostra ser superior ao custo do capital próprio esperado (Neves, 2012). Porém, existem outros indicadores associados à rendibilidade: a Rendibilidade Supranormal (RS) e o *Cash Flow Return On Investment* (CFROI) (Teixeira *et al.*, 2013).

A RS permite identificar a capacidade de criação de valor de um negócio com base no ROI e nas demonstrações financeiras (DF) elaboradas regularmente pelas empresas. Isso permite avaliar a criação de valor, tanto no momento da decisão da criação do negócio, como durante o seu desenvolvimento normal (Teixeira *et al.*, 2013). A sua fórmula de cálculo é a descrita na tabela 2:

Tabela 2 - Cálculo do Indicador Rendibilidade Supranormal

$$RS = (ROI - WACC) * CI \quad [4]$$

onde ROI – Rendibilidade do ativo; WACC – Custo de Financiamento da Atividade; CI – Capital Total Investido.

Fonte: Neves (2011)

Tendo em consideração a fórmula de cálculo da RS que faz referência ao WACC, pode-se ainda referir que (Teixeira, 2008b):

- Se $ROI > WACC$, significa que o EVA® é positivo, porque a empresa gerou maior rendibilidade face ao custo do investimento na atividade, existindo criação de valor;
- Se $ROI < WACC$, significa que o EVA® é negativo, porque a rendibilidade gerada (ou valor criado) não foi suficiente para cobrir a remuneração dos investidores, tanto alheios como proprietários, não existindo criação de valor;
- Se $ROI = WACC$, significa que o EVA® é igual a zero, porque a empresa apenas consegue gerar rendibilidade para cobrir o custo dos capitais investidos na sua atividade, não havendo criação de valor acima do exigido pelos investidores.

Como pode ser percebido, existe uma relação entre o ROI e o WACC que vai ao encontro do conceito de RS e que evidencia a capacidade da organização em criar valor, face ao custo do capital que utilizou. Assim, a diferença entre o ROI e o WACC multiplicada pelo valor do investimento proporciona o mesmo resultado que o EVA® (Teixeira e Amaro, 2013). Logo a RS, permite-nos obter o mesmo resultado que o EVA®, o que indica que, através destes dois indicadores, é possível auferir, com o mesmo nível de confiança, a capacidade de criação de valor de uma empresa (Teixeira, 2013a).

O CFROI, foi criado pela *CSFB-Holt Value*, surgindo como alternativa ao ROI na avaliação do desempenho financeiro de empresas. O CFROI tem como objetivo a determinação de uma taxa interna de rendibilidade (TIR), considerando o valor atual do investimento, a sua vida útil e também os Meios Libertos Operacionais Líquidos de Impostos (MLOLI) gerados no ano, sendo estes tidos como referência para os exercícios seguintes (Neves, 2011).

Para Neves (2011), o cálculo do CFROI, obedece a diversos passos, entre eles, a correção dos MLOLI, ao nível de preços correntes, onde os rendimentos, os gastos e os ativos monetários são ajustados à inflação. Outro dos passos necessários para obter este indicador, é também o cálculo da TIR, que deve ser comparada com o WACC, de modo a apurar a criação de valor (Venantzi, 2010), através do indicador *Value to Cost Ratio*. O *Value to Cost Ratio* corresponde ao quociente entre a rendibilidade gerada (TIR) e o custo do capital (WACC)

sendo que, um valor deste indicador superior a 1 significa que, a remuneração gerada, é superior à exigida pelos investidores da atividade, existindo criação de valor (Teixeira e Amaro, 2013).

A fórmula de cálculo do CFROI é a que se segue (tabela 3):

Tabela 3- Cálculo do Indicador CFROI

$$\text{CFROI} = -\text{AEPC} + \frac{\text{MLOLIPC}}{1 + \text{TIR}} + \dots + \frac{\text{MLOLIPC}}{(1 + \text{TIR})^N} + \frac{\text{VR}}{(1 + \text{TIR})^N} \quad [5]$$

onde AEPC - Ativo Económico a Preços Correntes; MLOLIPC - Meios Libertos Operacionais Líquidos a Preços Correntes; TIR - Taxa Interna de Rendibilidade; VR - Valor Residual; N - Número de anos de vida útil do projeto.

Fonte: Neves (2011)

2.3. Indicadores com base nos Fluxos de Caixa

O fluxo de caixa é um conceito importante, considerado um complemento indispensável para a análise da gestão financeira. Caso o analista financeiro não disponha de uma demonstração de fluxos de caixa (DFC) normalizada, este pode obter as informações desde que tenha acesso à DR do período e também ao balanço do início e do final do período (Neves, 2012).

De acordo com Teixeira e Amaro (2013) destacam-se os seguintes os indicadores de criação de valor, com base nos fluxos de caixa: Fluxo de Caixa Livre (FCL), Fluxo de Caixa Operacional (FCO), Valor Económico Criado (VEC) e Taxa Interna de Rendibilidade Efetiva (TIRE).

O FCL, representa o excesso financeiro líquido, ou seja, o remanescente gerado pelas atividades operacionais, de investimento e de financiamento externo que fica disponível para os proprietários ou detentores de capital (Neves, 2002). Já o FCO, revela a margem gerada pelas operações, após cobertos os investimentos em ativos fixos e as necessidades de fundo de maneio (NFM), essenciais para o seu desenvolvimento, independentemente da forma de financiamento selecionada (Neves 2002).

Neves (2011), recomenda a utilização da TIRE e do VEC, que são ambos indicadores de desempenho baseados nos fluxos de caixa históricos. Desde modo, o cálculo destes indicadores assenta na capitalização dos diversos fluxos de caixa para o final do último ano em análise, o que permite verificar a rendibilidade gerada ao longo da implementação dos investimentos durante a sua vida útil. Estes indicadores proporcionam também uma análise da capacidade de criação de valor, pois ambos consideram a remuneração exigida pelos detentores de capital e pelas instituições financeiras na medição do desempenho financeiro (Teixeira e Amaro, 2013).

A TIRE, corresponde à taxa média ponderada da rendibilidade gerada pelo capital investido (Neves, 2012). O VEC, corresponde a um método de análise financeira histórica equivalente ao valor atual líquido (VAL) utilizado na análise dos projetos de investimento. No cálculo do VEC, os fluxos de caixa são capitalizados para o último ano da análise (contrariamente ao VAL, que atualiza os fluxos de caixa para a data do início do projeto), permitindo constatar se a gestão de uma empresa criou ou destruiu valor (Neves, 2012). Segundo Teixeira e Amaro (2013), este indicador proporciona uma análise igual do desempenho financeiro e da capacidade da criação de valor das organizações relativamente aos indicadores EVA® e RS, desde que os princípios adotados sejam os mesmos para todos estes indicadores e exista a comparação dos referidos indicadores com o WACC.

Porém, ao contrário dos restantes indicadores, o VEC e a TIRE necessitam de informação de diversos exercícios económicos para darem uma visão sobre a capacidade de criação de valor, o que representa um ponto fraco na sua escolha para monitorizar o desempenho financeiro das empresas (Neves, 2012).

Na tabela 4 que se segue encontram-se as fórmulas relativas aos indicadores referidos:

Tabela 1 - Cálculo dos Indicadores com base nos Fluxos de Caixa

$$\text{FCL} = \text{RL} + \text{A} + \text{P} - \Delta\text{NFM} - \text{I} - \text{R} + \text{E} \quad [6]$$

onde 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.

$$\text{FCO} = \text{RO} \times (1 - t) + \text{A} + \text{P} - \Delta\text{NFM} - \text{I} \quad [7]$$

onde 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).

$$\text{VEC} = \text{FCO}_1 \times (1 + \text{Custo Capital})^{(n-1)} + \text{FCO}_2 \times (1 + \text{Custo Capital})^{n-2} + \dots + \text{FCO}_n \quad [8]$$

$$\text{TIRE} = 0 = \text{FCO}_1 \times (1 + \text{TIRE})^{(n-1)} + \text{FCO}_2 \times (1 + \text{TIRE})^{n-2} + \dots + \text{FCO}_n \quad [9]$$

Fonte: Neves (2011)

Como é possível verificar nas fórmulas apresentadas, para o cálculo do VEC e da TIRE são necessários dados de vários anos, para se obter uma imagem mais concreta da criação de valor (Teixeira *et al.*, 2013), o que pode ser desvantajoso. No entanto, Teixeira *et al.* (2013), referem que o EVA® e a RS (quando utilizados corretamente) apresentam avaliações de desempenho idênticas às efetuadas pelos métodos dos fluxos de caixa, o que facilita a análise do desempenho histórico periódico, já que não são necessários diversos exercícios para se avaliar a criação de valor.

Conclui-se que, todos os indicadores apresentados relativamente à criação de valor referentes às três diferentes perspetivas, têm como objetivo averiguar se existiu ou não a criação valor.

Assim, a análise financeira com base na lógica da criação de valor deve concluir se a empresa tem ou não criado valor para os investidores e explicar as razões da sua origem, contribuindo para as orientações estratégicas futuras da empresa (Neves, 2012).

Pode-se, ainda, referir que todos os indicadores apresentados nas três perspetivas, têm em consideração uma variável comum, o WACC, que será abordado no suponto seguinte.

2.4. Custo do Capital

O WACC corresponde ao custo médio ponderado do capital e inclui, o custo do capital alheio (ajustado das poupanças fiscais) e o custo do capital próprio (capital investido pelos empreendedores) que deve evidenciar a taxa de retorno esperada pelos investidores, de modo a serem compensados pelo risco (Teixeira e Alves, 2003).

O WACC é constituído pela soma dos custos dos capitais próprios e dos passivos remunerados, ponderados pelo seu peso no financiamento do ativo. Sendo que, os gestores devem ter atenção as fontes de financiamento mais baratas, com o intuito de diminuir o custo do capital necessário para financiar a atividade, reduzindo o custo do investimento e contribuindo para uma maior capacidade de criação de valor (Teixeira, 2008b). A sua fórmula é a que se segue (tabela 5):

Tabela 2 - Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital

$$\text{WACC} = (\text{CP} / \text{A}) \times \text{Ke} + (\text{P} / \text{A}) \times \text{Kd} \times (1 - t) \quad [10]$$

onde 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.

Fonte: Teixeira e Alves, 2003

3. METODOLOGIA

3.1. Objetivos do estudo

O objetivo geral deste trabalho de investigação é conhecer a capacidade de criação de valor dos principais setores de atividade do distrito de Setúbal. De modo a atingir o objetivo geral e também orientar a presente pesquisa, foram definidos os seguintes objetivos específicos, relativamente aos 3 maiores setores de atividade do Distrito de Setúbal:

- Caracterização da capacidade de criação de valor financeiro;
- Identificação das principais diferenças no desempenho entre setores.

3.2. Caracterização dos 3 maiores setores de atividade do Distrito de Setúbal

O distrito de Setúbal é considerado o 8º maior distrito português, com 13 conselhos pertencentes a duas regiões NUTS III: Área Metropolitana de Lisboa e Alentejo Litoral.

O distrito de Setúbal apresenta potencial para o desenvolvimento de vantagens competitivas em diferentes áreas, proporcionadas pela sua proximidade ao mar, redes de transportes, vias de comunicação e capacidade de captar investimentos ao nível dos setores produtivos. Assim, optou-se pela análise dos 3 setores de atividade que mais têm contribuído para o distrito de Setúbal, relativamente ao número de trabalhadores, VN, exportações e VAB, considerando o estudo “As 1.000 maiores empresas do distrito de Setúbal 2017” (tabela 3). Tendo em conta os critérios de seleção, os setores das Indústrias Transformadoras que comporta à produção de bens e serviços e envolvem a produção de bens de consumo, de bens intermédios e de investimento, o setor do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc. que se caracteriza pela revenda, sem transformação dos produtos adquiridos e o setor dos Transportes e Armazenagem que compreende o transporte de passageiros e de mercadorias, regular ou não, por via férrea, estrada, água e por oleodutos ou gasodutos, assim como as atividades auxiliares do transporte, foram considerados os 3 maiores do distrito de Setúbal.

Tabela 3 - Distribuição das 1.000 maiores empresas do distrito de Setúbal por setor de atividade em 2017

	Nº de Empr.	Nº Trab.	Vol. Neg.	% VN no dist.	Valor Export.	VAB
Indústrias transformadoras	185	19 291	7 050 540 914 €	45,91%	3 053 051 452 €	1 194 074 552 €
Comércio por grosso e a retalho; Rep veic. e motoc.	424	11 397	4 803 039 079 €	31,28%	1 554 324 203 €	447 172 102 €
Transportes e armazenagem	63	6 947	1 650 050 912 €	10,74%	74 604 178 €	915 381 038 €
Construção	93	3 725	366 284 874 €	2,39%	35 801 446 €	126 543 127 €
Actividades administrativas e dos serviços de apoio	36	14 227	242 008 887 €	1,58%	14 180 380 €	166 490 166 €
Captação, tratamento, distrib. água; saneam. Gest. Resíd. e despol	22	1 028	239 702 987 €	1,56%	39 489 917 €	65 632 046 €
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	44	1 389	235 369 958 €	1,53%	18 138 187 €	62 751 335 €
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	26	814	167 486 673 €	1,09%	88 193 786 €	33 728 586 €
Actividades de saúde humana e apoio social	12	3 057	166 488 199 €	1,08%	85 382 €	78 948 184 €
Actividades imobiliárias	35	409	153 608 515 €	1,00%	4 933 702 €	75 763 358 €
Alojamento, restauração	31	3 261	134 277 364 €	0,87%	209 651 €	47 323 460 €
Electricidade, Gás, Vapor, Água quente e fria e ar frio	3	41	63 660 736 €	0,41%	0 €	-2 457 595 €
Educação	7	777	30 678 116 €	0,20%	368 163 €	22 928 729 €
Activ. artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	8	297	23 195 374 €	0,15%	922 633 €	7 732 526 €
Outras actividades de serviços	4	393	14 685 413 €	0,10%	0 €	7 558 875 €
Actividades de informação e de comunicação	6	140	14 208 255 €	0,09%	7 563 692 €	6 000 817 €
Indústria Extrativa	1	21	1 851 148 €	0,01%	0 €	649 686 €

Fonte: Adaptado de Dominginhos *et al.* (2018)

3.3. Método aplicado

Considerando o principal objetivo da dissertação, optou-se por uma metodologia, que compreende uma abordagem quantitativa, denominada de estudo de caso múltiplo ou comparativo. A abordagem quantitativa é baseada na observação de factos que são objetivos, de acontecimentos e de fenómenos que efetivamente existem, independentemente do investigador em questão (Freixo, 2010). O estudo de caso múltiplo ou comparativo, permite o estudo de dois ou mais casos que, posteriormente, podem ser comparados e debatidos (Bogdan e Biklen, 1994). Desta forma, pretende-se o cálculo dos indicadores associados à avaliação do desempenho financeiro através da lógica de criação de valor, dos três setores e a sua análise comparativa.

No que respeita ao período de tempo de análise dos indicadores, este compreende os exercícios económicos de 2014 a 2018, perfazendo um total de 5 anos de análise. Com 5 anos de análise, é pretendido que sejam evitados eventuais enviesamentos nas DF decorrentes de situações de carácter extraordinário, que possam ter ocorrido num determinado exercício em específico.

Como fontes de informação, serão utilizadas as DF, nomeadamente, os Balanços e as DR de cada uma das 250 maiores empresas de cada setor. Os Balanços e as DR de 250 empresas de cada setor, serão obtidas através da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI).

Em relação à avaliação do desempenho financeiro através da lógica da criação de valor, o indicador a calcular e a analisar, será a RS. A escolha, recaiu sobre este indicador dado que a RS permite avaliar facilmente a criação de valor de cada período, por basear-se num rácio bastante divulgado, o ROI. A RS permite medir a capacidade de criação de valor face à remuneração pretendida pelos investidores, sendo um indicador mais fácil de implementar pelos empreendedores e que contribui para a sustentabilidade dos negócios, através da possibilidade de serem tomadas melhores decisões (Teixeira, 2008a). Porém, como é pretendido perceber se a atividade tem ou não capacidade de gerar excedentes que rentabilizem o investimento total, a fórmula do ROI deve sofrer alguns ajustamentos, obtendo-se o indicador *Return on Invested Capital* - ROIC (Teixeira 2008b e Neves, 2011). O ROIC substitui os RO pelos resultados líquidos sem alavancagem financeira (RLSAF) e, em vez do ativo líquido, o investimento é representado pelos capitais investidos, que consideram os ativos corrigidos dos passivos não remunerados (Teixeira e Amaro, 2013). A fórmula é a seguinte:

Tabela 7 - Cálculo do *Return on Invested Capital*

$$\text{ROIC} = \text{RLSAF} / \text{Investimento total} \quad [11]$$

No numerador do ROIC, deverão ser utilizados os RLSAF que medem a capacidade da atividade global da empresa em remunerar o investimento necessário. Devem ser incluídas todas as rubricas que contribuem para os resultados, exceto os custos financeiros de extraexploração, consequentes da decisão de financiamento (Teixeira, 2008a). O efeito fiscal deve ser considerado (visto que parte dos resultados obtidos, na prática, pertencem ao estado). Assim, não devem ser considerados os gastos financeiros e as poupanças fiscais, pois é pretendido medir a capacidade da atividade em gerar excedentes e, estas rúbricas, têm origem nas decisões de financiamento (Teixeira, 2008b e Neves, 2011). Os RLSAF têm como fórmula:

Tabela 8 - Cálculo dos Resultados Líquidos sem Alavancagem Financeira

$$\text{RLSAF} = (\text{RO} + \text{Rendimentos Financeiros}) * (1 - t) \quad [12]$$

onde RO - Resultados Operacionais; t - Taxa Efetiva de Imposto

Fonte: Teixeira (2008b) e Neves (2011)

No denominador do ROIC, o ativo líquido, é substituído pelo investimento total que é determinado no balanço funcional. O ativo líquido é substituído pelo investimento total, porque no ciclo de exploração, os créditos obtidos através de fornecedores e outros credores financiam parte do seu valor, existindo assim uma diminuição das necessidades financeiras (Teixeira, 2008b e Neves, 2011). Esta rubrica contempla os valores tanto dos bens como dos direitos onde o capital se encontra investido, sendo este valor corrigido pelos passivos não remunerados negociados pela empresa (Teixeira, 2008b). Neste sentido, o investimento total inclui os ativos não correntes, NFM e NFM extraexploração, estando excluídos os passivos remunerados (também não considerados no numerador) que são créditos relativos às decisões de financiamento (Teixeira, 2008b) (ver tabela 9).

Tabela 9 - Cálculo do Investimento Total

Rúbricas	Valor
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 (2008b)

Quanto ao custo do capital investido, este será determinado através do cálculo do WACC que, como já se viu, está associado à fórmula da RS. No entanto, para o seu cálculo, é necessário igualmente a construção de um balanço funcional. Em relação ao balanço contabilístico, o balanço funcional apresenta uma estrutura mais adequada para a análise da criação de valor, pois isola os capitais investidos (relativamente aos capitais próprios e alheios remunerados), seguindo a metodologia acima referida, proporcionando duas visões complementares sobre a atividade da empresa, nomeadamente, o valor do investimento necessário para o desenrolar do negócio e o peso das fontes de financiamento utilizadas (Teixeira e Amaro, 2013). A sua estrutura é a que se segue (tabela 10):

Tabela 10 - Estrutura do Balanço Funcional

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

Fonte: Teixeira (2008b)

O WACC inclui o capital próprio, o investimento, o custo do capital próprio (K_e), o custo do capital alheio (K_d), passivo e a taxa efetiva de imposto sobre o rendimento (t) (Teixeira e Alves, 2003).

A relação entre o capital próprio e o investimento proporciona o peso do capital próprio no financiamento da atividade e a relação entre o passivo e o investimento proporciona o peso do capital alheio, no financiamento. O peso do capital próprio e do capital alheio, podem ser obtidos pela relação entre os capitais próprios e o investimento e pela relação entre o passivo financeiro e o investimento, respetivamente, possíveis de calcular através do balanço funcional.

A taxa efetiva de imposto sobre o rendimento, será obtida através da relação entre o IRC, presente na DR, e o valor dos resultados antes de impostos (RAI) (Neves, 2011). O K_d será determinado através da relação entre os valores médios nacionais de cada setor, relativos aos gastos financeiros e ao passivo financeiro, calculados através dos quadros dos setores do Banco de Portugal. O custo do capital próprio corresponderá à RCP média nacional de cada setor, também calculada através dos quadros dos setores do Banco de Portugal.

Em relação às técnicas estatísticas utilizadas, os testes estatísticos de diferenças entre médias (ANOVA e *Multiple Comparisons (Tukey)*), servirão para comparar as diferenças detetadas entre os setores estudados e perceber se os dados financeiros das 250 empresas de cada setor são estatisticamente diferentes no intervalo de 2014 a 2018.

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1. Caracterização da capacidade de criação de valor financeiro

O balanço funcional, apresenta uma estrutura mais adequada para a análise da criação de valor, face ao balanço contabilístico. Assim, em primeiro lugar, destacam-se alguns aspetos, relativos às rúbricas do balanço funcional:

- Na rúbrica “Ativos Fixos Ajustados”, considera-se os ativos não correntes, subtraídos dos passivos não correntes não remunerados (provisões, responsabilidades por benefícios pós emprego, passivos por impostos diferidos e outras contas a pagar não correntes). Assim, o ativo líquido é corrigido pelos passivos não remunerados que, por sua vez, compensam as necessidades financeiras provocadas pela atividade e diminuem o valor real de investimento necessário (Teixeira e Amaro, 2013);
- Na rúbrica “NFM Exploração”, às necessidades cíclicas (inventários, ativos biológicos, clientes, adiantamentos a fornecedores, EOEP – saldos ativos e diferimentos ativos) são subtraídos os recursos cíclicos (fornecedores, adiantamentos de clientes, EOEP – saldos passivos e diferimentos passivos) enquanto que, na rúbrica “NFM Extraexploração”, aos valores da tesouraria ativa (acionistas / sócios correntes, outras contas a receber, ativos financeiros detidos para negociação, outros ativos financeiros correntes, ativos correntes não detidos para venda, outros ativos correntes e caixa e depósitos bancários),

- são subtraídos os valores da tesouraria passiva (acionistas / sócios, outras contas a pagar correntes, passivos financeiros detidos para negociação, outros passivos financeiros, passivos não correntes detidos para venda e outros passivos correntes). Assim, é possível verificar a rentabilidade associada à atividade de exploração e à atividade global (Teixeira e Amaro, 2013);
- Os valores da rubrica “Capitais Próprios” correspondem aos valores do total do capital próprio. Os valores da rubrica “Passivo Remunerado”, dizem respeito aos valores dos financiamentos obtidos correntes e não correntes, existentes no balanço de cada setor. Com as fontes de financiamento isoladas no passivo, foi possível identificar o peso de cada uma, no financiamento da atividade (Teixeira e Amaro, 2013).

Em diante, são então analisados e apresentados os Balanços Funcionais de cada setor, de forma a calcular o WACC, também por setor.

Pelos valores exibidos no Balanço Funcional para as Indústrias Transformadoras (tabela 11 (a)), o nível de investimento associado à atividade do setor, foi aumentando, ao longo do período analisado. Sendo que, no total, o valor do investimento aumentou em 5.322 milhares de €, de 2014 para 2018. Quanto às fontes de financiamento selecionadas para fazer face ao investimento, o setor, privilegiou o financiamento através de capitais próprios, em todos os anos.

Por sua vez, considerando o Balanço Funcional do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc.(tabela 11 (a)), percebe-se que este setor, mostrou uma diminuição nível de investimento de cerca de 3.279 milhares de €, de 2014 para 2018. Este setor, também privilegiou, como fonte de financiamento do investimento, os capitais próprios que, exibiram valores mais altos face aos do passivo financeiro, em todos os anos analisados.

Tendo em conta o Balanço Funcional dos Transportes e Armazenagem (tabela 11 (a)) percebe-se que, neste setor, o nível de investimento, cresceu em cerca de 20.356 milhares de €, de 2014 para 2018. Quanto às fontes de financiamento embora, de 2014 até 2017, o setor tenha financiado o investimento, na maioria, através de passivos financeiros, em 2018, o setor privilegiou os capitais próprios como fonte de financiamento do respetivo investimento.

Através dos balanços funcionais, foi então possível calcular o WACC por setor (tabela 11 (b)).

Para o WACC das Indústrias Transformadoras, o K_e , foi superior ao K_d , ao longo do período analisado, excetuando em 2014 em que, o K_e , foi inferior ao K_d . Visto que, o peso do capital próprio no financiamento foi superior, em todos os anos, ao peso do capital alheio, o investimento foi financiado, na sua maioria, por fontes de financiamento mais caras, o que originou um maior WACC do que se o investimento tivesse sido financiado, na sua maioria, por capitais alheios (excetuando em 2014 em que, o investimento, foi financiado sobretudo através da fonte de financiamento menos onerosa). Como tal, pode-se ainda dizer que, o WACC, mostrou um aumento desfavorável de cerca de 4,19%, de 2014 para 2018.

Por sua vez, no setor do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc., o K_e , também foi superior ao K_d , no período analisado. Por sua vez, este setor, também privilegiou o capital próprio no financiamento, em todos os anos, o que originou um maior peso do capital próprio, face ao peso do capital alheio. Logo, este setor, também financiou o investimento através de fontes de financiamentos mais caras, em todos os anos analisados. Considerando o aumento consecutivo do K_e e, do peso dos capitais próprios no financiamento, não é de estranhar que, o WACC necessário para financiar a atividade, tenha evidenciado um aumento desfavorável de 2,43%, 2014 para 2018.

Nos Transportes e Armazenagem, o K_e foi superior ao K_d , em todos os anos analisados. Logo, atendendo que, o peso do capital alheio no financiamento no investimento, foi superior ao peso do capital próprio (exceto em 2018), o setor, financiou o seu investimento através de fontes de financiamento mais baratas, o que proporcionou um WACC menor do que, se o setor tivesse financiado o investimento, na maioria, através de capitais próprios, tal como ocorreu em 2018. No entanto, o peso do capital próprio foi aumentando ao longo dos anos e, por isso, houve um aumento desfavorável do WACC em 2,33%, de 2014 para 2018.

Em conclusão, quanto ao WACC constatou-se que, os 3 setores, exibiram um aumento do custo do capital, de 2014 para 2018. Contudo, o setor que mostrou um maior aumento do WACC, foi o das Indústrias Transformadoras (+4,19%), em relação aos setores do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc (+2,43%) e o dos Transportes e Armazenagem (+2,33%).

Após o cálculo do WACC, foi então possível obter a RS de cada setor (tabela 11 (c)).

Quanto à RS, no setor das Indústrias Transformadoras, o ROIC foi superior ao WACC, no período de 2014 até 2017. Logo, neste período, o setor, gerou uma rentabilidade superior à rentabilidade exigida pelos investidores, existindo criação de valor e capacidade de remunerar os capitais investidos, principalmente em 2017, em que a margem foi mais elevada. Em contrapartida, em 2018, o WACC foi superior ao ROIC, logo, a rentabilidade gerada, já não foi suficiente para cobrir a remuneração dos investidores, não existindo criação de valor neste ano e, existindo um decréscimo de 6,43%, de 2014 para 2018.

Na RS, no Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc., o ROIC foi superior ao WACC, em todos os anos. Assim, no período analisado, existiu criação de valor, pois o setor, gerou uma rentabilidade superior ao custo do investimento da atividade. De 2014 para 2018, a RS subiu em 2,37%, resultado do acréscimo do valor relativo ao ROIC que, por sua vez, foi proporcionado pela diminuição do valor do investimento. Em termos de valor criado ao longo do período, o setor criou valor através da exploração, suficiente para remunerar os capitais investidos, principalmente em 2018, onde o valor foi mais elevado e, superior, em 117 milhares de €, face ao valor criado em 2014.

Na RS, nos Transportes e Armazenagem, no período analisado, o ROIC foi inferior ao WACC. Logo, neste período, a rentabilidade gerada não foi suficiente para cobrir a rentabilidade exigida pelos investidores, não existindo criação de valor, o que pode ser verificado através das margens negativas de RS evidenciadas, que foram aumentando progressivamente, ao longo do período analisado, existindo uma diminuição da RS em cerca de 3,63%, de 2014 para 2018. Assim, o valor criado diminuiu em 2.423 milhares de €, de 2014 para 2018.

Em síntese, na análise da criação de valor pode-se dizer que, apenas o setor do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc., foi capaz de exibir uma rentabilidade gerada superior à rentabilidade exigida pelos seus investidores e, conseqüentemente, uma RS positiva, em todos os anos analisados, mostrando ainda, de 2014 para 2018, uma evolução favorável da sua RS (+2,37%), contrariamente aos setores das Indústrias Transformadoras (-6,43%) e dos Transportes e Armazenagem (-3,63%). Este setor, também foi o único que exibiu um valor criado positivo em todos os anos em análise, mostrando que utilizou os seus recursos adequadamente ao longo de todo o período analisado exibindo, de 2014 para 2018, um aumento do valor criado (+117 milhares de €), ao invés dos setores das Indústrias Transformadoras (-703 milhares de €) e dos Transportes e Armazenagem (-2.423 milhares de €).

Após a análise da evolução do desempenho económico, financeiro, monetário e da criação de valor dos três setores, através dos indicadores calculados em termos anuais médios, considerou-se, ainda, relevante a identificação das principais diferenças no desempenho económico, financeiro e monetário entre setores. Assim, nos subpontos seguintes, pretende-se não só identificar as diferenças existentes entre setores, como identificar as que são estatisticamente significativas.

Tabela 11 – Resultados

(a) BALANÇO FUNCIONAL (valores médios anuais em milhares de €)															
Rúbricas	Indústrias transformadoras					Comércio por grosso e a retalho					Transportes e armazenagem				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Ativos Fixos Ajustados	6 093	6 924	6 865	8 333	9 303	9 027	9 402	9 639	10 512	7 718	6 506	29 115	31 076	32 295	33 883
NFM Exploração	2 935	2 292	2 218	3 041	3 483	556	626	746	594	994	26	5 029	5 560	5 923	5 542
- Necessidades Cíclicas	6 026	5 577	6 221	7 188	8 067	2 938	3 164	3 050	4 407	3 443	1 430	5 985	6 548	7 003	6 360
- Recursos Cíclicos	3 091	3 285	4 004	4 147	4 584	2 381	2 539	2 304	3 813	2 449	1 404	956	988	1 081	819
NFM Extraexploração	66	837	1 163	158	1 629	3 246	1 090	1 012	1 659	838	26 129	23 882	22 212	22 433	13 592
- Tesouraria Ativa	2 454	2 899	2 934	2 291	3 401	5 458	3 326	3 538	4 668	5 233	26 795	28 426	26 627	26 516	18 298
- Tesouraria Passiva	2 388	2 062	1 771	2 133	1 771	2 212	2 236	2 526	3 010	4 395	666	4 544	4 415	4 083	4 706
Total de Investimento	9 094	10 053	10 246	11 532	14 415	12 830	11 118	11 396	12 765	9 551	32 661	58 026	58 849	60 650	53 016
Capitais Próprios	7 007	8 143	8 385	8 985	10 757	8 386	7 076	7 432	8 265	8 379	-1 206	17 558	21 050	24 615	27 729
Passivo Financeiro	2 086	1 911	1 861	2 547	3 658	4 444	4 042	3 964	4 501	1 172	33 867	40 468	37 799	36 035	25 288
Total de Financiamentos	9 094	10 053	10 246	11 532	14 415	12 830	11 118	11 396	12 765	9 551	32 661	58 026	58 849	60 650	53 16

(b) CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL (valores médios anuais)															
Rúbricas	Indústrias transformadoras					Comércio por grosso e a retalho					Transportes e armazenagem				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Custo do capital próprio (Ke)	3,64%	9,56%	7,04%	11,66%	9,85%	5,73%	6,66%	8,31%	10,24%	8,82%	8,52%	14,61%	18,69%	17,86%	15,37%
Peso do capital próprio no financiamento	77,06%	81,00%	81,83%	77,91%	74,62%	65,36%	63,65%	65,21%	64,74%	87,73%	-3,69%	30,26%	35,77%	40,59%	52,30%
Custo do capital alheio (Kd)	5,32%	4,59%	3,53%	3,34%	3,15%	5,05%	4,44%	3,69%	3,29%	3,03%	5,52%	5,06%	4,59%	4,19%	4,19%
Peso do capital alheio no financiamento	22,94%	19,01%	18,17%	22,09%	25,38%	34,64%	36,35%	34,79%	35,26%	12,27%	103,69%	69,74%	64,23%	59,41%	47,70%
Taxa efetiva de IRC	22,62%	10,24%	21,17%	15,27%	25,87%	-10,03%	11,08%	-8,56%	0,06%	3,90%	-31,93%	33,26%	31,07%	19,75%	23,31%
Custo médio ponderado do capital (WACC)	3,75%	8,53%	6,27%	9,71%	7,94%	5,67%	5,68%	6,81%	7,79%	8,10%	7,24%	6,78%	8,72%	9,24%	9,57%

(c) RENDIBILIDADE SUPRANORMAL (valores médios anuais)															
Rúbricas	Indústrias transformadoras					Comércio por grosso e a retalho					Transportes e armazenagem				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
R. L. sem Alavancagem Financeira (RLSAF)	724	1 254	1 137	1 872	824	1 153	1 086	1 240	1 346	1 316	1 568	1 941	1 779	2 115	1 856
Total de Investimento	9 094	10 053	10 246	11 532	14 415	12 830	11 118	11 396	12 765	9 551	32 661	58 026	58 849	60 650	53 016
<i>Return on Invested Capital (ROIC)</i>	7,96%	12,48%	11,10%	16,24%	5,72%	8,98%	9,77%	10,88%	10,54%	13,77%	4,80%	3,34%	3,02%	3,49%	3,50%
Custo médio ponderado do capital (WACC)	3,75%	8,53%	6,27%	9,71%	7,94%	5,67%	5,68%	6,81%	7,79%	8,10%	7,24%	6,78%	8,72%	9,24%	9,57%
Rendibilidade Supranormal (RS)	4,21%	3,95%	4,83%	6,53%	-2,22%	3,31%	4,09%	4,07%	2,75%	5,68%	-2,44%	-3,43%	-5,69%	-5,76%	-6,07%
Valor criado	383	397	495	753	-321	425	455	464	351	542	-797	-1 992	-3 351	-3 491	-3 219

4.2. Identificação das principais diferenças no desempenho entre setores

Considerando as médias agregadas de 2014 a 2018 da RS e das rúbricas associadas ao seu cálculo (tabela 12), pode-se dizer que, a capacidade de criar de valor, foi praticamente igual nos setores das Indústrias Transformadoras e do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc., ambos apresentam percentagens de RS na ordem dos 3%. Isto porque, também as rúbricas relativas ao WACC e ao ROIC, evidenciaram percentagens similares para ambos os setores na ordem dos 7% e dos 11%, respetivamente. Em relação ao ROIC, ressalva-se ainda que, os valores dos RLSAF e do total do investimento na ordem dos 1.000 milhares de € e dos 11.000 milhares de €, respetivamente, também foram idênticos em ambos os setores.

Contrariamente, o setor dos Transportes e Armazenagem, não foi capaz de criar valor, evidenciado uma percentagem negativa de RS na ordem dos -4,68%. Deste modo, também as percentagens associadas ao WACC e ao ROIC deste setor, foram bastante diferentes das demais, e situaram-se na casa dos 8% e dos 4%, respetivamente. Em relação ao ROIC, refere-se ainda que, embora os RLSAF também se tenham situado na ordem dos 1.000 milhares de € tal como nos restantes setores, o valor associado ao total do investimento foi superior a 50.000 milhares de € e elevadíssimo face ao valor dos restantes setores analisados.

Tabela 12–Rendibilidade Supranormal por setor (Médias Agregadas de 2014 a 2018)

INDICADOR DA CRIAÇÃO DE VALOR			
RÚBRICAS	MÉDIAS AGREGADAS DE 2014 A 2018		
	Indústrias Transformadoras	Comércio por grosso e a retalho (...)	Transportes e Armazenagem
- Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	7,24%	6,81%	8,31%
- Return on Invested Capital (ROIC)	10,70%	10,79%	3,63%
Resultados Líquidos sem Alavancagem Financeira (RLSAF)	1 162	1 228	1 852
Total de Investimento	11 068	11 532	52 641
- Rendibilidade Supranormal (RS)	3,46%	3,98%	-4,68%

Fonte: Elaboração Própria (2020)

Para além de serem identificadas as principais diferenças na capacidade de criar valor entre os três setores, considerou-se pertinente comparar as diferenças detetadas entre setores, com o intuito de constatar se estas seriam ou não estatisticamente significativas e, ainda, identificar os setores entre os quais existiriam, efetivamente, essas diferenças estatisticamente significativas. Para tal, recorreu-se a dois testes estatísticos, mais concretamente, a testes ANOVA e a testes de *Multiple Comparisons (Tukey)*. De referir que, para os testes referidos, como *inputs*, foram consideradas as médias agregadas de 2014 a 2018 de cada uma das 250 empresas de cada setor, obtidas para os indicadores de criação de valor.

4.2.1. Testes ANOVA

A metodologia da Análise de Variância (ANOVA), permite comparar médias de mais de duas situações e, tem por base, a comparação das variâncias das variáveis envolvidas. Deste modo, o teste ANOVA, ao comparar as médias calculadas, permite detetar a existência de diferenças estatisticamente significativas entre os setores em estudo.

Considerando os *outputs* proporcionados pelos testes ANOVA efetuados (tabela 13), os valores dos *p-values* mostram a existência de diferenças estatisticamente significativas entre os três setores relativos à criação de valor. Os testes da ANOVA efetuados para o indicador relativo à criação de valor (RS), assim como para as suas componentes percebeu-se que, efetivamente, existiram diferenças estatisticamente significativas entre setores em relação à RS, para a qual o *p-value* obtido de 0,083 foi inferior ao α de 0,1. Para o WACC que, apesar de não ser considerado como um indicador, é um componente essencial para o cálculo da RS, evidenciou-se um *p-value* de 0,000 inferior ao α de 0,01. Logo, pode dizer-se que, o WACC, contribuiu relevantemente para a existência de diferenças estatisticamente significativas entre setores, no que respeita à

RS. Ao contrário, para as demais componentes associadas à RS, constatou-se que não existiram diferenças estatisticamente significativas entre setores.

Tabela 134 - Principais resultados obtidos para os testes da ANOVA (por cada indicador da criação de valor)

RESULTADOS OBTIDOS PARA O TESTE ANOVA - INDICADORES DA CRIAÇÃO DE VALOR		
RÚBRICAS	Fatores F	Sig's.
- Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	53,637	0,000***
- <i>Return on Invested Capital</i> (ROIC)	1,237	0,291
Resultados Líquidos sem Alavancagem Financeira (RLSAF)	0,127	0,881
Total de Investimento	0,749	0,473
- Rendibilidade Supranormal (RS)	2,497	0,083*
- Valor Criado	1,550	0,213

Legenda: *Significativo para $\alpha < 0,1$; **Significativo para $\alpha < 0,05$; ***Significativo para $\alpha < 0,01$

Fonte: Elaboração Própria

Contudo, apesar dos resultados dos testes ANOVA evidenciarem quais as diferenças que são estatisticamente significativas entre setores, estes testes não proporcionam informação acerca de quais os setores é que apresentaram as diferenças estatisticamente significativas. Assim, foi necessário recorrer aos resultados dos testes estatísticos de *Multiple Comparisons* (Tukey).

4.2.2. Testes de *Multiple Comparisons* (Tukey)

Quanto aos resultados dos testes de *Multiple Comparisons* (Tukey), efetuados ao indicador da criação de valor (RS) e ao seu componente (WACC), observou-se o seguinte:

Rendibilidade Supranormal (RS): O setor do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc., face ao dos Transportes e Armazenagem, evidenciou uma capacidade, substancialmente superior, em criar valor e, por sua vez, em remunerar os capitais investidos, dado que demonstrou uma RS de 3,98%, estatisticamente superior, à RS de -4,68% dos Transportes e Armazenagem (tabela 14). Detetaram-se diferenças estatisticamente relevantes entre os setores do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc. e dos Transportes e Armazenagem (*p-value* de 0,070 inferior ao α de 0,1) (tabela 15).

Custo Médio Ponderado do Capital (WACC): As Indústrias Transformadoras e o Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc., em relação aos Transportes e Armazenagem, apresentaram um custo do capital necessário para financiar a atividade substancialmente inferior, dado que evidenciaram WACC de 7,24% e de 6,81%, respetivamente, estatisticamente inferiores, ao WACC de 8,31% (tabela 14). Constataram-se diferenças significativas entre os setores das Indústrias Transformadoras e dos Transportes Armazenagem (*p-value* de 0,000 inferior ao α de 0,01) e entre os setores do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc. e dos Transportes e Armazenagem (*p-value* de 0,000 inferior ao α de 0,01) (tabela 15). Como o WACC é um componente essencial ao cálculo da RS constatou-se que, as diferenças estatisticamente significativas detetadas para este componente em relação ao Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc. e aos Transportes e Armazenagem, contribuíram, relevantemente, para a existência de diferenças estatisticamente significativas, entre estes setores, no que diz respeito ao indicador RS.

Tabela 14 - Indicador da criação de valor e componente com diferenças estatisticamente significativas entre setores (Médias Agregadas de 2014 a 2018 por setor)

INDICADORES DA CRIAÇÃO DE VALOR POR SETOR (valores médios agregados de 2014 a 2018)			
RÚBRICAS	MÉDIAS AGREGADAS DE 2014 A 2018		
	Indústrias Transformadoras	Comércio por grosso e a retalho (...)	Transportes e Armazenagem
- Rendibilidade Supranormal (RS)	3,46%	3,98%	-4,68%
- Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	7,24%	6,81%	8,31%

Fonte: Elaboração Própria (2020)

Tabela 15 - Principais resultados obtidos para o teste de *Multiple Comparisons (Tukey)* (para o indicador da criação de valor RS e para sua componente WACC)

RESULTADOS OBTIDOS PARA OS TESTES DE <i>MULTIPLE COMPARISONS (TUKEY)</i> - INDICADORES DA CRIAÇÃO DE VALOR			
RÚBRICAS	MÉDIAS AGREGADAS DE 2014 A 2018		
	Indústrias Transformadoras / Comércio por Grosso e a Retalho (...)	Indústrias Transformadoras /Transportes e Armazenagem	Comércio por Grosso e a Retalho (...)/ Transportes e Armazenagem
- Rendibilidade Supranormal (RS)	0,354	0,649	0,070*
- Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	0,943	0,000***	0,000***

Legenda: *Significativo para $\alpha < 0,1$; **Significativo para $\alpha < 0,05$; ***Significativo para $\alpha < 0,01$

Fonte: Elaboração Própria

5. CONCLUSÃO

Este trabalho teve como principal objetivo, conhecer a capacidade de criação de valor dos principais setores de atividade do distrito de Setúbal, nomeadamente, os setores das indústrias transformadoras, do Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de veículos e motocicletas, e dos Transportes e Armazenagem.

Os resultados sobre a análise da capacidade de criação de valor financeiro evidenciaram que, somente o setor do Comércio por Grosso e a Retalho; Rep. de veic. e motoc., mostrou uma evolução favorável considerando o resultado obtido para o indicador RS. Contrariamente os restantes setores que, em 2018, apresentaram valores negativos para a RS, isto é, geraram rendibilidades inferiores às exigidas pelos investidores. Aqui, destaca-se que, embora o setor dos Transportes e Armazenagem tenha sido aquele que apresentou maior capacidade de gerar excedentes, foi também, o que apresentou maiores níveis de investimento na atividade, o que contribuiu para a destruição de valor ao longo dos anos analisados.

Através da realização dos testes estatísticos ANOVA e de *Multiple Comparisons (Tukey)* destaca-se, nomeadamente, as dificuldades do setor dos Transportes e Armazenagem para criar um nível de rendibilidade capaz de remunerar o elevado volume de investimento na atividade.

Como principal limitação à investigação há a referir o facto de se ter estudado os setores apenas no distrito de Setúbal, o que dificulta a generalização das características encontradas no desempenho financeiro de cada setor de atividade.

Assim, como linha de investigação futura, em alternativa à da capacidade de criação de valor financeiro, aplicada aos três maiores setores do distrito de Setúbal, considera-se que, seria igualmente importante, o desenvolvimento do mesmo tipo de estudo, mas em relação aos três maiores setores a nível nacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bogdan, R., & Biklen, S. (1994). *Investigação Qualitativa em Educação*. Porto, Portugal: Porto Editora.
- Dominguinhos, P., Pinto, S., & Ribeiro, S. (2018). *1.000 maiores empresas do Distrito de Setúbal 2017*. Instituto Politécnico de Setúbal (IPS), Setúbal, Portugal. Recuperado de https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/25727/1/1000%20maiores%20Set%3%BAbal_2017.pdf.
- Freixo, M. (2010). *Metodologia Científica: Fundamentos, Métodos e Técnicas*. Lisboa, Portugal: Instituto Piaget.
- INE. (2007). *Classificação Portuguesa das Atividades Económicas - Revisão 3*. Recuperado de https://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf.
- INE. (2019). Categoria C/Detalhes. Recuperado a 4 de Dezembro de 2019 em <http://smi.ine.pt/Categoria/Detalhes/2859887?modal=1>.
- Menezes, H. C. (2010). *Princípios de Gestão Financeira* (10ª ed.). Lisboa, Portugal: Presença.
- Neves, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa, Portugal: McGraw-Hill de Portugal.
- Neves, J. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2ª ed.). Lisboa, Portugal: Texto Editora.
- Neves, J. (2012). *Análise e Relato Financeiro: Uma Visão Integrada de Gestão* (6ª ed.). Alfragide, Portugal: Texto Editores.
- Rodrigues, J. (2010). *Avaliação do Desempenho das Organizações*. Lisboa, Portugal: Escolar Editora.
- Silva, E. S. (2013). *Gestão financeira: Análise de Fluxos Financeiros* (5ª ed.). Porto, Portugal: Vida Económica Editorial.
- Teixeira, A., & Alves, T. (2003). *A Contabilidade e o Valor, na perspetiva dos utilizadores da informação financeira*. XV Encontro Nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos?
- Teixeira, A., & Martins, V. (2015). *A Criação de Valor e o Economic Value Added: Um Estudo de Caso*. Recuperado de <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/7940/1/A%20CRIACAO%20DE%20VALOR%20E%20O%20EVA%20com%20autores.pdf>.
- Teixeira, N. (2008a). *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 n° 682/2008).
- Teixeira, N. (2008b). *A Rendibilidade e a Criação de Valor*. XIII Encontro AECA – Aveiro, Portugal.
- Teixeira, N. (2013). *A Avaliação do Risco e da Criação de Valor no Contexto Empresarial*. Empreendedorismo, Coesão Social e Dinâmicas Empresariais, Caderno da Sociedade e Trabalho n°17, GEP/MSESS. Recuperado em: <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/22967/1/a%20avaliacao%20do%20risco%20e%20da%20criacao%20de%20valor%20no%20contexto%20empresarial.pdf>.
- Teixeira, N., & Amaro, A. (2013). *Avaliação do Desempenho Financeiro e da Criação de Valor – Um estudo de caso*. Recuperado a 2020 de Fevereiro de 2 em <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/3535>.
- Teixeira, N., & Jorge, N. (2016). *Avaliação do Desempenho Financeiro e a Criação de Valor - Uma Visão Integrada*, I Congresso de Contabilidade Pública - O SNC na Administração Pública - O Desafio da Mudança. Setúbal, Portugal. Recuperado em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/22911/1/avaliacao%20de%20desempenho%20financeiro%20e%20a%20criacao%20de%20valor%20uma%20visao%20integrada.pdf>.
- Teixeira, N., Russo, A. (2014). *Criação de Valor - Estudo do Caso MARFILPE* (Dissertação de Mestrado). Instituto Politécnico de Setúbal (IPS), Setúbal, Portugal. Recuperada de https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/8197/1/DISSERTA%3%87%3%83O%2024%202015%20entregue%20reformulada_verificada%2025%20202%202015%20FINAL.pdf.

- Teixeira, N., Mata, C., Pardal, P., & Teixeira, A. (2013). *A Aplicação da Rendibilidade Supranormal para a Avaliação da Criação de Valor*. XXIII Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica; Málaga; Espanha. Recuperado em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/5414/1/A%20aplica%20a%20rendibilidade%20supranormal%20para%20a%20avalia%20da%20cria%20de%20valorENVIADO.pdf>.
- Venanzi. (2010). *Financial Performance Measures and Value Creation: A Review*. Recuperado a 8 de Abril de 2020 em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1716209.