

INSTITUTO POLITÉCNICO DE SETÚBAL
ESCOLA SUPERIOR DE CIÊNCIAS EMPRESARIAS



**AS FONTES DE FINANCIAMENTO E A
CRIAÇÃO DE VALOR FINANCEIRO NAS
EMPRESAS**

GUILHERME LIQUISSI KUANDO

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários

À obtenção do grau de

MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

ORIENTADOR: Professor Doutor Nuno Teixeira

SETUBAL, 2015

Dedico esta dissertação aos meus queridos
pais Júlio Augusto Kuando e Joaquina Senda
Tchingomba, por serem a razão da minha existência,
a minha falecida prima (mana Helena) que a sua alma
descanse em paz

AGRADECIMENTOS

A Deus Supremo e poderoso que graças à sua compaixão tem guiado a minha vida, dando-me saúde e proteção. Ao Professor Doutor Nuno Teixeira os meus sinceros agradecimentos pelo seu incansável empenho e suporte ao longo da realização do trabalho. Aos meus amigos de luta Osvaldo e Cristóvão o meu muito obrigado por fazerem parte desta batalha, e foram um porto seguro para mim.

Aos meus pais pelo suporte e vossas orações, pelo suporte financeiro e moral. Graças a vocês pude alcançar este feito com muito sacrifício. A Sua Excelência Camarada João Ernesto Dos Santos Liberdade, Governador da província do Moxico pela sua boa-fé e generosidade. Aos meus irmãos: Adilson, Tácio Lucas e Dionísio. Ao meu Primo João David Abrão pelo suporte prestado.

Por fim aos meus colegas de turma, a todos amigos e familiares que dum forma direta e indireta puderam prestar seu apoio na minha vida durante a minha permanência em Portugal. Hoje atingi este grau académico com a vossa ajuda.

Por tudo que vocês fizeram muito obrigado e que Deus pai Celestial vos abençoe.

ÍNDICE

ÍNDICE DE FIGURAS.....	vi
ÍNDICE DE QUADROS E TABELAS	vii
LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SIMBOLOS.....	viii
RESUMO	x
ABSTRACT.....	xi
1 INTRODUÇÃO	1
2 ENQUADRAMENTO TEÓRICO	3
2.1 Conceito de criação de valor financeiro	3
2.2 A avaliação da criação de valor financeiro	4
2.3 Custo do Capital	10
2.4 As Fontes de Financiamento e a criação de valor	12
3 Estudo Empírico	20
3.1 Objetivo de Investigação.....	20
3.2 Metodologia de Investigação	20
3.3 Apresentação das Empresas estudadas	25
3.4 Evolução económica e financeira das empresas.....	26
3.4.1 Evolução económica e financeira da Novabase	26
3.4.2 Evolução económica e financeira da Glintt.....	33
3.5 Evolução da capacidade de criação de valor financeiro das empresas.....	39
3.5.1 Evolução da capacidade de criação de valor financeiro da Novabase	40
3.5.2 Evolução da capacidade de criação de valor financeiro da Glintt	43
3.6 A importância das fontes de financiamento na criação de valor financeiro	45
3.6.1 As fontes de financiamento e a criação de valor financeiro na Novabase	46
3.6.2 As fontes de financiamento e a criação de valor financeiro na Glintt.....	48
4 CONCLUSÃO	52
BIBLIOGRAFIA.....	54

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 Exemplo da proposição I de Modigliani e Miller	14
Figura 2 Exemplo dois da proposição I de Modigliani e Miller	15
Figura 3 Exemplo da proposição II de Modigliani e Miller	17
Figura 4 Lógica da estrutura de capitais em função dos custos e benefícios	19

ÍNDICE DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 Estrutura de Balanço Funcional.....	22
Tabela 1 Demonstração de Resultados Consolidados 2007 – 2014 (milhares de euros)	28
Tabela 2 Balanços – Estrutura de ativos 2007-2014 (milhares de euros)	29
Tabela 3 Balanços – Estrutura de fontes de financiamento 2007-2014 (milhares de euros)	30
Tabela 4 Indicadores económicos 2007 - 2014	31
Tabela 5 Indicadores Financeiros 2007 – 2014	32
Tabela 6 Demonstração dos Resultados Consolidados 2007 – 2014 (milhares de Euros)...	34
Tabela 7 Balanços – Estrutura de ativos 2007 – 2014 (milhares de euros).....	35
Tabela 8 Balanços – Estrutura de fontes financiamento 2007 – 2014 (milhares de euros)..	36
Tabela 9 Indicadores Económicos 2007 – 2014	37
Tabela 10 Indicadores financeiros 2007 – 2014.....	39
Tabela 11 Balanço Funcional 2007 – 2014 (milhares de euro).....	40
Tabela 12 Custo Médio Ponderado do Capital 2007 - 2014.....	41
Tabela 13 Rendibilidade Supranormal 2007 - 2013 (valores em milhares de euros).....	42
Tabela 14 Balanço Funcional 2007 – 2014 (milhares de euro).....	43
Tabela 15 Custo Médio Ponderado do Capital 2007 - 2014.....	44
Tabela 16 Rendibilidade Supranormal 2007 - 2013 (valores em milhares de euros).....	45
Tabela 17 Coeficientes de Pearson relativos ao valor criado 2007 - 2013.....	46
Tabela 18 Coeficientes de Pearson relativos ao WACC 2007 - 2013	47
Tabela 19 Modelo Aditivo da RCP 2007 - 2013	48
Tabela 20 Coeficientes de Pearson relativos ao valor criado 2007 - 2013.....	48
Tabela 21 Coeficientes de Pearson relativos ao WACC 2007 - 2013	49
Tabela 22 Modelo Aditivo da RCP 2007 - 2013	50

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SIMBOLOS

A – Amortização e Depreciação do Exercício
AEPC – Ativo Económico a Preços Correntes
CAE – Classificação das atividade económicas
CAPM – Capital Assent Prince Model
CFROI – Cash Flow Return on Investment
Cli-1 – Capitais Investidos do Período anterior
CMPC – Custo Médio Ponderado do Capital
CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CP – Capital Próprio
CV – Custo das Vendas
E – Empréstimos obtidos
CVA – Cash Value Added
EVA – Economic Value Added
FCFE - Free Cash Flow to Equity
FCFF - Free Cash Flow to Firm
FCL – Fluxo de Caixa Livre
FCO – Fluxo de Caixa Operacional
FSE – Fornecimento de Serviço Externo
I – Investimento em Capital Fixo
IRC – Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas coletivas
Kd – Custo do Capital Alheio
Ke – Custo do Capital Próprio
Km – Custo Médio de Capital
MOLI – Meios Operacionais Líquidos de Impostos
M&M – Modigliani e Miller
MLOLIPC – Meios libertos operacionais líquidos de impostos a preços correntes
NC – Necessidade Cíclica
Necessidade em Fundo de Maneio
P – Provisões e Imparidades do Exercício
R – Reembolsos de capital dos empréstimos obtidos
RAI – Resultado Antes de Imposto
RC – Recursos Cíclicos
RCP – Rendibilidade dos Capitais Próprios
Rd - Rendibilidade esperada da dívida
Re - Rendibilidade esperada do Capital Próprio
RL – Resultado líquido

RLSAF – Resultado Líquido sem a Alavanca Financeira
RO – Resultado Operacional
ROLI – Resultado Operacional Líquido de Imposto
ROE – Return On Equity
ROI – Return On Investment
ROIC – Return On Investment Capital
RS – Resultado Supranormal
t – Taxa de Imposto
TIC´s – Tecnologias de Informação e Comunicação
TIR – Taxa Interna de Rendibilidade
TIRE – Taxa Interna de Rendibilidade Efetiva
VAB – Valor Acrescentado Bruto
VAL – Valor Atual Líquido
VEC – Valor Económico Criado
VR – Valor Residual
WACC – Weight Average Cost of Capital
 Δ NFM –Variação das Necessidadesem Fundo de maneiio.

RESUMO

Todas as empresas com fins lucrativos têm como principal objetivo criar valor financeiro e satisfazer os interesses dos seus proprietários. Ora o presente estudo procura analisar o impacto das fontes de financiamento no desempenho financeiro, identificando se a escolha de capitais próprios ou alheios condiciona a capacidade de criação de valor financeiro.

No enquadramento teórico, para além de se terem debatido e desenvolvido alguns conceitos associados à avaliação da criação de valor financeiro, foram estudados diferentes indicadores que pretendem medir a capacidade dos negócios para gerarem excedentes superiores à remuneração pretendida pelos investidores, bem como as principais teorias sobre o custo das diferentes fontes de financiamento.

Como metodologia de investigação, utilizou-se o estudo de caso, tendo sido analisados os relatórios e contas consolidadas dos exercícios de 2007 a 2014 de duas empresas do setor das tecnologias de informação com estruturas financeiras diferentes. Verificou-se através da caracterização da evolução económica e financeira e da avaliação da criação de valor financeiro, que durante o período analisado o desempenho das empresas não foi o melhor, tendo existido destruição de valor. Para além disso, confirmou-se que as estruturas financeiras tinham condicionado negativamente o custo do capital, uma vez que nem sempre as empresas utilizaram as fontes de financiamento mais adequadas à criação de valor. Por último, evidenciou-se que a decisão de financiamento deve ter, também, em consideração o modelo aditivo da rendibilidade dos capitais próprios porque este baseia-se na rendibilidade efetivamente criada enquanto o método do custo médio ponderado assenta na rendibilidade esperada.

Palavras-chave: Criação de valor financeiro; Custo do capital; Estrutura Financeira

ABSTRACT

All non-lucrative businesses have as their main goal to create financial value and satisfy their business associates. Therefore, this essay intends to analyze the impact caused by the financial sources in the financial performance, identifying whether the choice of private or borrowed capitals affects the creation of financial value or not. In the theoretical context, besides the study of some concepts associated to the evaluation of the capacity to create financial value, there were also identified some indicators which intend to measure the capacity of the businesses to generate surpluses above the return intended by the investors as well as the main theories on the different financial sources. The study of case was used as an investigation methodology and therefore there was an analysis of the reports and accounts from the fiscal periods from 2007 to 2014 from two businesses on the field of information techniques with different financial structures. Through the characterization of its economic and financial evolution and through the creation of financial value it was shown that during the analyzed period the businesses' performance was not the best, and there was value destruction. What is more, it could be confirmed that the financial structures affected negatively the capital costs as the businesses did not use the proper financial sources to create value. Finally, it was evident that the financial decision must also have into consideration the additive model of their own capitals profitability created effectively, as on the other hand the weighted average cost relies on the expected profitability because it is based in the profitability effectively created and the method of weighted average cost is set on the expected profitability.

Keywords: Creating financial value; Cost of capital; Financial Structure

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, o contexto empresarial tornou-se mais complexo, fruto da globalização das economias, da competitividade internacional e das inovações constantes ao nível dos produtos, mercados e processos de trabalho.

Neste contexto, as políticas de gestão das empresas são cada vez mais um fator determinante e necessário para fazer face a essas transformações, sendo a capacidade de criação de valor financeiro fundamental para garantir a competitividade no mercado e a sustentabilidade do negócio ao longo do tempo, contribuindo para a obtenção dos meios humanos, materiais e financeiros necessários ao desenvolvimento da atividade.

A criação de valor financeiro é considerada como um dos objetivos principais das empresas. Nesse sentido, a escolha das fontes de financiamento condiciona a capacidade dos negócios para rentabilizar a atividade de acordo com as expectativas dos investidores e, por isso, é um tema importante e atual no âmbito da investigação na teoria financeira.

Assim, o objetivo deste estudo é perceber o impacto das fontes de financiamentos na criação de valor financeiro para os investidores. Como metodologia de investigação, utilizou-se o estudo de caso, tendo sido analisados os relatórios e contas consolidadas dos exercícios de 2007 a 2014 de duas empresas do setor das tecnologias de informação com estruturas financeiras diferentes. As empresas foram selecionadas, em virtude de pertencerem a um dos setores de atividade que mais contribui para as exportações de Portugal de elevado valor acrescentado e, porque se encontram cotadas na bolsa de valores de Lisboa, estando, por isso, os relatórios e contas disponíveis no site da CMVM.

O trabalho, é composto por duas partes principais: o enquadramento teórico e o estudo empírico.

No enquadramento teórico, para além de se terem debatido e desenvolvido alguns conceitos associados à avaliação da criação de valor financeiro, foram estudados diferentes indicadores que pretendem medir a capacidade dos negócios para gerarem excedentes superiores à remuneração pretendida pelos investidores, bem como as principais teorias sobre o custo das diferentes fontes de financiamento.

No estudo empírico são descritos, mais em pormenor, os objetivos e a metodologia de investigação e é realizada uma apresentação das duas empresas a estudar. De seguida, é efetuada relativamente a cada uma delas, a caracterização da evolução económica e financeira, a avaliação da capacidade de criação de valor financeiro e a análise do respetivo impacto das estruturas financeiras selecionadas ao longo do tempo.

2 ENQUADRAMENTO TEÓRICO

2.1 Conceito de criação de valor financeiro

Rappaport (1998), através do seu livro “*Creating Shareholdder Value*” foi um dos primeiros autores a chamar a atenção para a importância da criação de valor no contexto empresarial, como um fator fundamental para o sucesso sustentado das organizações com fins lucrativos. De facto, nesse trabalho referia que as empresas que conseguissem criar excedentes capazes de remunerar as rendibilidades exigidas pelos diferentes investidores (proprietários e instituições financeiras), contribuía igualmente para a criação de riqueza e para o desenvolvimento das organizações e das economias.

Assim, o conceito de criação de valor financeiro está associado à capacidade dos excedentes criados pelo negócio serem capazes não só de cobrir os custos decorrentes da atividade, mas também de garantirem uma rendibilidade face ao investimento necessário, superior à remuneração exigida pelos investidores (Teixeira *et al.*, 2012). Nesse sentido, a gestão procurará a otimização do lucro a longo prazo, assegurando a sobrevivência, o crescimento e o desenvolvimento sustentado da empresa (Silva *et al.*, 2009).

Segundo Neves (2011) a criação de valor financeiro é fruto da tomada decisão em três áreas distintas da gestão das empresas: decisões operacionais, de investimentos e de financiamento. As decisões operacionais dizem respeito à gestão corrente do ciclo de exploração da atividade da empresa e, estão normalmente associadas à negociação de prazos de recebimento e de pagamento com terceiros e ao montante necessários para garantir o nível de serviço pretendido junto de clientes; as decisões de investimento consistem na escolha dos ativos mais adequados para se atingirem os objetivos estratégicos e para garantirem a sustentabilidade financeira ao longo do tempo das organizações; as decisões de financiamento consistem na negociação dos capitais necessários para financiar os investimentos estratégicos e os défices de tesouraria do ciclo de exploração, em montantes, maturidades e custos ajustados à rendibilidade gerada pela atividade.

Ainda segundo Neves (2012), a fonte de criação de valor da empresa não é a sua situação financeira, mas sim a sua capacidade para gerar vantagens competitivas sustentáveis face à concorrência. Contudo, Teixeira (2008), destaca que a avaliação do desempenho financeiro

histórico das empresas, embora não evidencie diretamente as origens da criação do valor no negócio, permite destacar os resultados das decisões tomadas, contribuindo para a monitorização da evolução das diferentes rubricas económicas e financeiras e para uma ação atempada sobre os desvios ocorridos. Assim, pretende-se que os gestores tenham um maior controlo do negócio e um maior conhecimento sobre as variáveis chave com maior impacto na rentabilidade gerada, e que tenham uma maior capacidade para otimizar a criação de valor ao longo do tempo, garantindo o autofinanciamento da empresa e a remuneração pretendida pelos investidores.

Nesse sentido, têm sido desenvolvidos vários indicadores que pretendem dar uma visão sobre a capacidade de criação de valor financeiro, que irão ser abordados no ponto seguinte do trabalho.

2.2 A avaliação da criação de valor financeiro

A avaliação da criação de valor financeiro pode ser realizada através de três tipologias de indicadores, de acordo com a sua forma de cálculo. Assim, podem ser determinados indicadores de avaliação da criação de valor financeiro com base nos resultados, na rentabilidade e nos fluxos de caixa (Teixeira *et al.*, 2012).

Esses indicadores, podem ser determinados, tendo como objetivo a aferição da criação de valor para os proprietários ou da capacidade do negócio para remunerar os diferentes investidores (Neves, 2012). Nesta dissertação, o estudo irá focar-se na capacidade do negócio para gerar excedentes que sejam capazes de garantir a remuneração pretendida pelos proprietários e instituições financeiras.

Tendo como referência as tipologias de cálculo anteriormente referidas, neste ponto irão ser estudados os seguintes indicadores:

- Com base em resultados: *Economic value added* (EVA) e o *Cash value added* (CVA);
- Com base na rentabilidade: Rentabilidade Supranormal (RS) e *Cash flow return on Investment* (CFROI);
- Com base nos fluxos de caixas: Valor económico criado (VEC).

Através dos indicadores de resultados pretende-se observar se os resultados gerados na atividade conseguem ser superiores ao custo do investimento realizado.

O EVA verifica se o negócio é capaz de gerar um resultado superior ao custo do capital investido, ou seja, à rentabilidade exigida pelos diferentes investidores (proprietários e instituições financeiras). Calcula-se através da comparação entre os resultados operacionais líquidos de imposto (ROLI) e os resultados exigidos pelos proprietários e pelos credores, determinados pela multiplicação entre o valor do investimento realizado e a taxa de rentabilidade pretendida (Neves, 2012).

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

Assim, o EVA mede o valor financeiro criado face à rentabilidade esperada dos capitais investidos na atividade, contemplando na sua determinação os custos decorrentes do capital alheio e do capital próprio, que normalmente não é considerado na avaliação do desempenho financeiro das empresas (Silva e Queirós, 2010).

O CVA pretende avaliar a criação de valor financeiro, através da combinação das vantagens dos indicadores baseados nos resultados com o conceito de fluxos de caixa (Young e O'Byrne, 2001). Assim, a sua fórmula de cálculo distingue-se do EVA, porque considera os Meios Operacionais Líquidos de Impostos (MOLI), que para além de contemplarem os resultados operacionais líquidos de impostos, incluem os custos não desembolsáveis (imparidades, provisões, amortizações e depreciações do exercício), uma vez que estes representam custos que não exigem qualquer saída monetária à empresa e por isso são excedentes financeiros que devem ser considerados na monitorização da capacidade de criação de valor (Teixeira e Pardal, 2005). Em simultâneo, ao serem incluídos os custos não desembolsáveis, não se afetam os resultados em função das políticas contabilísticas aplicadas pelas empresas relativamente a essas rubricas (Teixeira e Amaro, 2013).

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

ou

$$\text{CVA} = \text{EVA} + \text{custos não desembolsáveis}$$

Ainda relativamente aos indicadores de avaliação da criação de valor com base nos resultados, Young e O'Byrne (2001) defendem a utilização do EVA em prol do CVA, visto que, apresenta a vantagem de mostrar a capacidade do negócio para gerar excedentes face a todos os custos normais da atividade.

Relativamente aos indicadores de avaliação da criação de valor financeiro com base na rendibilidade destacam-se na bibliografia, de acordo com Teixeira e Amaro (2013), a Rendibilidade Supranormal (RS) e o *Cash Flow Return On Investment* (CFROI).

A RS tem por base os mesmo princípios de cálculo que o EVA e, nesse sentido, determina a diferença entre a rendibilidade gerada e o custo do investimento necessário (Teixeira, 2008). O ROI representa a rendibilidade da atividade, em virtude de que compara os resultados gerados pelo negócio com o investimento realizado. O custo do capital, pode ser determinado de diversas formas. Devido à sua importância na avaliação da criação de valor financeiro, irá ser abordado num ponto específico mais à frente no trabalho.

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

Assim, existe criação de valor financeiro se a rendibilidade gerada for maior que o custo do capital. Para se obter um valor em unidades monetárias, multiplica-se a margem determinada pelo montante do investimento na atividade, devendo o resultado ser semelhante ao alcançado através do cálculo do EVA (Teixeira, 2013).

Pela própria terminologia pode-se definir que rendibilidade supranormal significa rendibilidade acima do esperado, ou seja, acima do normal, e que vai permitir que haja criação de valor para os vários financiadores dos capitais investidos (credores e proprietários).

Quanto ao CFROI, foi criado pela *CSFB-Holt Value Associats* como uma opção relativamente ao ROI (Neves, 2011). Contudo, dos indicadores abordados no trabalho, é o mais difícil de calcular.

Em termos de cálculo, pretende determinar uma taxa interna de rendibilidade (TIR) à imagem da avaliação tradicional dos projetos de investimento onde se considera um investimento inicial, seguido de diversos fluxos de caixa durante uma série de exercícios

económicos em estudo. Para o efeito, tem em referência o valor atual dos ativos não correntes e das necessidades de fundo de maneo existentes, para determinar o montante de investimento inicial do negócio. Os anos a analisar têm como base a vida útil média dos ativos não correntes da atividade. Relativamente aos fluxos de caixa periódicos, considera nos diversos exercícios estudados, os meios libertos operacionais líquidos de impostos gerados no primeiro ano, não sendo estes corrigidos por quaisquer investimentos em fundo de maneo, porque considera-se também ao longo do tempo, o valor das necessidades de fundo de maneo determinadas no primeiro ano.

Finalmente, os diversos valores considerados terão que contemplar o impacto da inflação e, considera-se no último exercício analisado (de acordo com a vida útil média dos ativos não correntes) o valor residual do património existente (Neves, 2012).

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

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

Face às dificuldades inerentes à metodologia de cálculo, Neves (2011) refere várias críticas ao CFROI:

- É muito difícil de incorporar no cálculo o impacto da inflação pois este varia muito consoante a natureza dos ativos e dos passivos existentes;
- Os meios libertos operacionais líquidos de imposto variam muito de valor periodicamente e por isso, não é correto considerar-se que são iguais ao longo dos diferentes períodos analisados;
- O investimento em fundo de maneo não é considerado, porque as necessidades financeiras mantêm-se iguais ao longo dos exercícios, transformando os meios libertos em fluxos de caixa, o que também não é real e não evidencia a verdadeira capacidade do negócio para criar valor.

Deste modo, pode-se dizer que o CFROI recorre a procedimentos semelhantes aos da avaliação tradicional de projetos de investimento. Assim, pretende analisar se os investimentos existentes conseguem criar uma rentabilidade atrativa, tendo por referência a sua capacidade atual para gerar excedentes financeiros e que estes são constantes ao longo da vida útil dos ativos. Contudo, tem por referência meios libertos e não fluxos de caixa gerados.

Com este indicador, pode se concluir que há ou não criação de valor financeiro através do *Value to Cost Ratio* que compara a TIR calculada com o custo do capital. O *value to cost ratio* é determinado através da seguinte fórmula:

$$\text{Value to Cost Ratio} = \frac{\text{CFROI}}{\text{Custo do capital}}$$

Os fluxos de caixa são cada vez mais importantes na avaliação do desempenho financeiro das empresas, pois evidenciam a capacidade da atividade para gerar excedentes monetários ao longo dos exercícios económicos e não são condicionados pelas políticas contabilísticas relacionadas com os custos não desembolsáveis, como as amortizações e depreciações e imparidades, que têm impacto na nos resultados ou nos meios libertos, enviesando a avaliação da criação de valor financeiro, quando esta é efetuada através destes indicadores (Esperança e Matias, 2009).

Como tal, contribuem para uma análise mais completa da situação de tesouraria das empresas, evidenciando os fluxos monetários reais resultantes da diferença entre as entradas e saídas de fundos (Silva e Queirós, 2010).

Jensen (1986), destacou a importância dos fluxos de caixa para a avaliação do desempenho financeiro, tendo criado o conceito de *Free Cash Flow*, que subdividiu ainda em *Free Cash Flow to Equity* – FCFE (em português designa-se por Fluxo de Caixa Livre) e em *Free Cash Flow to Firm* - FCFF (Fluxo de Caixa operacional).

O Fluxo de Caixa Livre (FCL) evidencia o excedente gerado ao longo dos diferentes ciclos de atividades da empresa (operacionais, de investimento e de financiamento externo) que fica disponível para os proprietários. Calcula-se da seguinte forma (Neves, 2012):

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

Legenda:

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

O Fluxo de Caixa Operacional (FCO) tem como objetivo evidenciar os fluxos monetários criados pelo negócio, após serem cobertos os custos da atividade, bem como os investimentos e as necessidades financeiras relativas às políticas comerciais assumidas (necessidades de fundo de maneiio), para garantir o seu normal funcionamento. Nesse caso, não se têm em consideração os fluxos decorrentes da decisão de financiamento. É calculado da seguinte forma (Neves, 2012):

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

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 maneiio de exploração; I – Investimento em capital fixo (exploração)

Deste modo os FCL evidenciam os fluxos monetários disponíveis para rentabilizar os capitais investidos pelos proprietários, após serem cobertos todos os pagamentos da atividade. Já os FCO representam os excedentes criados pela atividade operacional após se cobrirem todos os pagamentos relativos ao ciclo de exploração, que poderão remunerar os vários investidores, detentores do capital e instituições financeiras (Neves, 2012).

Em linha com os anteriores indicadores de avaliação da criação de valor abordados, para se medir a capacidade de criação de valor com base nos fluxos de caixa, é fundamental considerar-se também o custo do capital investido, ou seja, a rendibilidade pretendida pelos investidores. Nesse sentido, Neves (2011) refere que deverão ser utilizados os indicadores Valor Económico Criado (VEC) e Taxa Interna de Rendibilidade Efetiva (TIRE), que são determinados em função dos fluxos de caixa históricos.

A sua forma de cálculo assenta na capitalização dos vários fluxos de caixa dos períodos estudados, para o final do último ano em análise, evidenciando a rentabilidade criada pelos investimentos realizados anteriormente.

Assim, o VEC e a TIRE efetuam a ligação entre as previsões na avaliação dos projetos de investimento e a monitorização da sua evolução na realidade, por via da confrontação entre os valores previsionais dos indicadores VAL e TIR (valor atual líquido e taxa interna de rentabilidade) e os fluxos de caixa efetivamente gerados relativamente à rentabilidade pretendida. O VEC e TIRE baseiam-se nas seguintes formas de cálculo (Neves, 2011):

$$\text{VEC} = \text{FCO}_1 \times (1 + \text{custo capital})^{(n-1)} + \text{FCO}_2 \times (1 + \text{custo capital})^{(n-2)} + \dots + \text{FCO}_n$$

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

Em conclusão, constata-se que os vários indicadores de avaliação da criação de valor financeiro, em qualquer uma das perspetivas abordadas (com base nos resultados, na rentabilidade e nos fluxos de caixa), assentam na comparação entre os excedentes criados pelo negócio e os esperados pelos investidores, tendo por referência o custo do capital pretendido pelos proprietários e instituições financeiras.

Nesse sentido, de seguida irá ser abordado o conceito do custo do capital, bem como as suas diferentes metodologias de cálculo.

2.3 Custo do Capital

O custo de capital representa a rentabilidade que determinada aplicação de fundos monetários deve gerar de acordo com a remuneração pretendida pelos investidores, tendo em consideração o risco desse investimento. Relativamente ao contexto empresarial, o custo do capital está associado às decisões de gestão sobre os ativos a adquirir e a forma como devem ser financiados, tendo em conta o objetivo de criação de valor financeiro e de remuneração dos investidores (Neves, 2002).

A atividade das empresas é financiada essencialmente por via de capitais próprios e alheios, tendo ambos um custo específico, que está associado ao risco de cada um dos diferentes investidores. Assim, é vulgar considerar-se que os capitais próprios têm uma remuneração superior. Isto porque, na maioria dos casos os proprietários são também os gestores e, por isso, deverão ser compensados pela preocupação diária com a gestão do negócio. Em simultâneo, em termos legais, há, ainda que ter em conta, que em caso de falência da empresa, só após se cumprirem as obrigações perante os passivos existentes, é que os proprietários poderão beneficiar do património remanescente. Deste modo, o investimento de capitais próprios incorpora um maior nível de risco e como tal, deverá também ter associado, igualmente, uma maior rendibilidade (Teixeira, 2008).

Tendo presente que as fontes de financiamento detêm custos financeiros diferentes, o conceito de custo médio ponderado do capital, mais conhecido pela sua designação em inglês, o WACC - *weight average cost of capital*, pretende evidenciar o custo do capital investido nos negócios, de acordo com a importância dos diferentes investidores no financiamento da atividade. Pode ser determinado da seguinte forma (Teixeira e Alves, 2003):

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

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.

Assim, considerando que o WACC nos evidencia a rendibilidade esperada pelos investidores, relativamente aos capitais que investiram, a estrutura de capital a deverá ter em conta o custo associado a cada tipologia de fonte de financiamento, de modo a minimizar o custo do capital da atividade, e em simultâneo, maximizar o valor financeiro da empresa (Teixeira *et al.* 2012).

Para além disso, pela fórmula anterior, observa-se que o WACC contempla a soma dos custos dos capitais próprios e dos passivos, sendo estes ponderados pelo seu peso no financiamento do ativo líquido (muitas vezes também designado por investimento).

O custo dos passivos remunerados, é determinado normalmente em função das taxas de juro negociadas com os parceiros financeiros, ou em alternativa, por via da divisão dos gastos financeiros do período pelo valor da dívida remunerada no final do ano anterior (Neves, 2012).

Relativamente ao custo do capital próprio, quando as empresas estão cotadas em bolsa, é usualmente considerada a rendibilidade esperada, calculada por meio do *Capital Asset Price Model* (CAPM), que evidencia a remuneração que deverá ser exigida pelos detentores do capital, tendo em referência a rendibilidade do mercado e o risco específico das ações da empresa. Nas empresas não cotadas em bolsa, pode ser determinado, em função da rendibilidade média dos capitais próprios do setor de atividade ou, da soma de um prémio de risco, determinado de acordo com o risco do mercado onde a empresa atua, ao custo dos passivos remunerados da empresa (Neves, 2012).

Deste modo, constata-se que a seleção das fontes de financiamento da atividade condiciona o custo do capital a exigir pelos diferentes investidores e, conseqüentemente, a capacidade de criação de valor financeiro por parte do negócio. Isto porque, quanto maior for a rendibilidade exigida, maiores terão que ser os excedentes a criar pelo negócio, para que este seja um investimento atrativo, tanto para os proprietários, como para os parceiros financeiros.

Nesse sentido, o impacto das fontes de financiamento na criação de valor financeiro, tem sido um tema bastante estudado ao longo dos anos por diferentes investigadores na área financeira. Assim, no ponto seguinte do trabalho, irão ser abordados alguns dos trabalhos de investigação mais importantes sobre a constituição da estrutura de capitais e a maximização do valor financeiro da empresa.

2.4 As Fontes de Financiamento e a criação de valor

As empresas em geral atuam com o propósito de maximizar a criação de valor e, conseqüentemente, a riqueza para os proprietários. Neste contexto, a estrutura de capitais torna-se relevante na medida, em que as empresas se defrontam com a problemática da escolha da fonte de financiamento que melhor se adequa em termos de custos, maturidades e montantes, relativamente às necessidades financeiras da atividade.

De acordo com Rocha *et al.* (2007) a decisão da estrutura de capitais está consubstanciada na conjugação de várias combinações de fontes de financiamento à disposição da empresa, desde lucros retidos, emissão de novas ações, empréstimos bancários, *leasings*, empréstimos obrigacionistas, apoios estatais, entre outras possibilidades. Contudo, de uma maneira geral, as fontes de financiamento disponíveis podem ser subdivididas em capitais próprios ou capitais alheios, devendo a sua escolha ter em atenção as suas características específicas e a forma como podem minimizar o custo do capital investido e, nesse sentido, contribuir para a otimização da criação de valor.

Modigliani e Miller (1958), foram os primeiros investigadores a referirem-se de forma sistemática à importância da decisão de financiamento para a criação de valor financeiro, tendo desenvolvido a teoria da “estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento”.

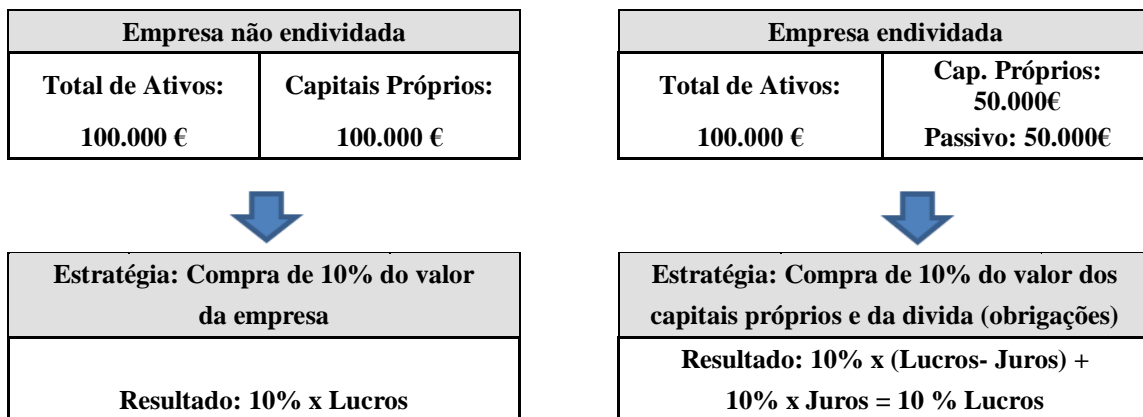
Nesse primeiro trabalho, Modigliani e Miller, começaram por defender a irrelevância da estrutura financeira. Assim, a estrutura de capitais era irrelevante para o valor da empresa visto que, em mercados financeiros com funcionamento perfeito, aplicações que gerassem ganhos semelhantes deveriam apresentar custos iguais. A título de exemplo, os resultados a obter em obrigações e em ações de uma determinada empresa deveriam ser os mesmos. Nesse sentido, a criação de valor estaria somente associada à capacidade dos investimentos gerarem ganhos. Com base neste pressuposto definiram duas proposições:

- Proposição I: O valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital;

- Proposição II: a taxa esperada de remuneração das ações de uma empresa endividada aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento (Passivo/Capitais Próprios).

Relativamente à proposição I apresenta-se de seguida um exemplo, onde se pode observar que os investidores obtêm exatamente os mesmos resultados, quer apliquem na empresa, fundos em capitais próprios ou em endividamento, na figura de obrigações com remuneração através de juros.

Figura 1: Exemplo da proposição I de Modigliani e Miller



Fonte: Adaptado de Parreira, 2013

Deste modo, e tal como os autores referem, em mercados financeiros com funcionamento perfeito, independentemente do tipo de fonte de financiamento utilizada, capitais próprios ou alheios, os investidores irão beneficiar dos mesmos resultados, o que implica que ativos que geram ganhos semelhantes, também deverão ter custos idênticos.

Assim, na empresa não endividada, o investidor ao adquirir 10% do valor do capital próprio irá ter um ganho equivalente a 10% do lucro gerado.

No caso da empresa endividada, o investidor compra 10% do montante da dívida, constituída por obrigações, e do capital próprio. Assim, irá ter direito a 10% do valor dos lucros líquidos dos juros a pagar, mas também irá usufruir de um benefício de 10% do valor da dívida, na figura de juros.

Sendo assim, o volume de investimento é idêntico em ambos os casos bem como, o valor dos resultados que cada investidor beneficia.

No entanto, analisemos agora um segundo exemplo da proposição I de Modigliani e Miller.

Figura 2: Exemplo dois da proposição I de Modigliani e Miller

Empresa não endividada		Empresa endividada	
Total de Ativos: 100.000 €	Capitais Próprios: 100.000 €	Total de Ativos: 100.000 €	Cap. Próprios: 50.000€ Passivo: 50.000€
↓		↓	
Estratégia: Compra de 10% do valor da empresa, pedindo 50% do valor emprestado Investimento Real = 10.000€		Estratégia: Compra de 10% do valor dos capitais próprios Investimento Real = 5.000€	
Resultado: 10% x (Lucros - Juros pagos)		Resultado: 10% x (Lucros - Juros da empresa)	

Fonte: Adaptado de Parreira, 2013

Sendo assim, verifica-se novamente que em mercados financeiros com funcionamento perfeito, se os investidores puderem negociar fundos com os mesmos custos que os obtidos pelas empresas, os ganhos irão ser semelhantes, independentemente das fontes de financiamento selecionadas.

No exemplo da empresa não endividada o investidor assume a dívida, pedindo um empréstimo de 50% do valor do património que irá adquirir. Deste modo, irá beneficiar de 10% dos lucros, tendo que em contrapartida que pagar os juros pelo empréstimo negociado.

Relativamente à empresa endividada, o investidor compra um valor monetário menor do património da sociedade, em virtude de que esta possui um capital próprio inferior porque, neste caso, é a empresa que assume o financiamento bancário para financiamento da atividade. No entanto, em termos monetários, o ganho do investidor é igual ao do exemplo anterior, pois os lucros que beneficia irão estar corrigidos dos juros a pagar pela empresa.

Porém, ao observar-se melhor este segundo exemplo, constata-se que embora os ganhos dos investidores em unidades monetárias sejam iguais, os valores investidos na empresa são diferentes o que, comparando os resultados obtidos por cada unidade de capital investida garante rendibilidades também diferentes. Assim, nasce a proposição II de Modigliani e Miller.

Na proposição II, os investigadores defendem que a rendibilidade esperada dos ativos, é resultado da média ponderada das rendibilidades esperadas das fontes de financiamento selecionadas.

$$\text{Rendibilidade esperada dos Ativos} = (P/\text{Ativos}) \times R_d + (CP/\text{Ativos}) * R_e$$

Sendo:

R_d = Rendibilidade esperada da dívida

R_e = Rendibilidade esperada do Capital Próprio

P = Passivo

CP = Capitais Próprios

Ao desenvolverem a equação, determinaram uma nova fórmula que ficou conhecida pelo denominado “efeito de alavanca financeiro”.

$$\text{Rendibilidade esperada dos CP} = R_a + (R_a - R_d) * \text{Passivo} / CP$$

Sendo:

R_a = Rendibilidade esperada do activo

R_d = Rendibilidade esperada da dívida

CP = Capital Próprio

P = Passivo

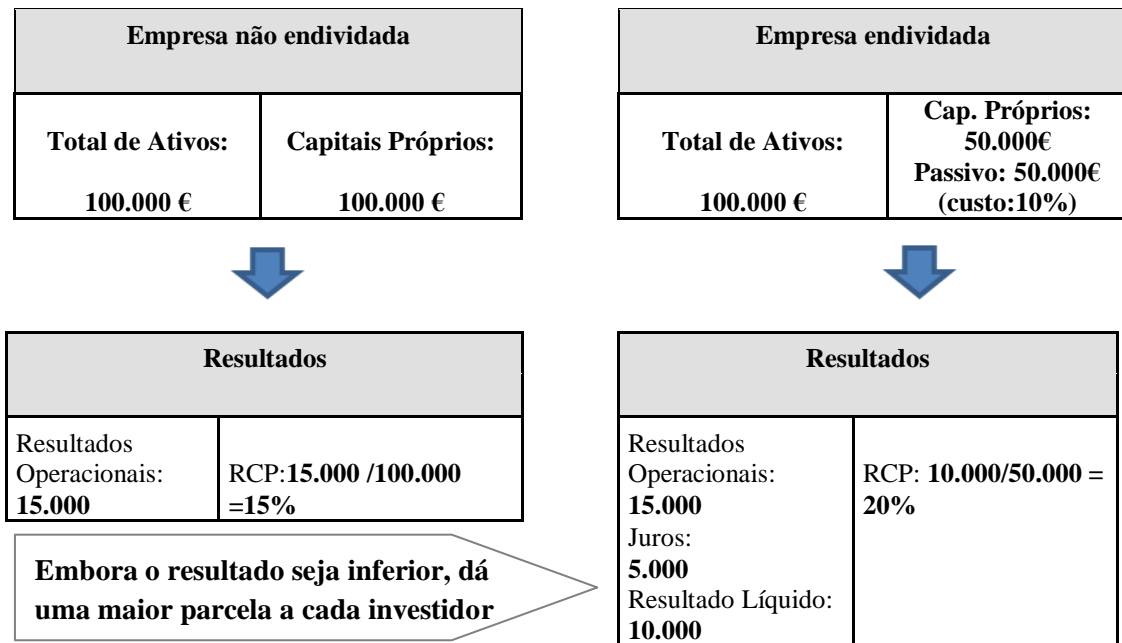
O efeito de alavanca financeiro reside no facto de que se $R_a > R_d$, ou seja, se a rendibilidade da atividade for superior aos custos financeiros exigidos, a rendibilidade dos capitais próprios incrementa proporcionalmente ao endividamento negociado, representado pelo rácio da estrutura de capitais (passivo sobre capitais próprios).

Deste modo, pode-se deduzir que, se os mercados tiverem um funcionamento perfeito, a seleção das fontes de financiamento não tem impacto nos resultados obtidos nem no valor da empresa. Contudo, ao optar-se pelo endividamento em prol de capitais próprios, permite que os investidores obtenham um maior ganho por unidade monetária investida, o que lhes proporciona maior rendibilidade.

Para além disso, há a referir que a proposição II, também contempla outra conclusão importante, ou seja, menciona que os proprietários deverão aumentar a rendibilidade exigida como contrapartida do maior risco financeiro relativo ao maior endividamento da empresa, tornando-se também por esse meio, a estrutura financeira importante para a remuneração a obter pelos proprietários e para a definição do custo do capital a exigir à atividade.

A seguir, apresenta-se um novo exemplo da proposição II:

Figura 3: Exemplo da proposição II de Modigliani e Miller



Fonte: Adaptado de Parreira, 2013

Deste modo, na empresa não endividada, o resultado obtido por cada investidor é de 15% do valor do investimento inicial. No caso da empresa endividada, verifica-se que perante um montante semelhante de investimento (100.000 unidades monetárias) e um resultado inferior devido aos juros a pagar às instituições financeiras, a rentabilidade obtida por cada investidor é superior. Tal, fica a dever-se ao facto de que, o valor de investimento necessário de colocar pelos proprietários é menor, e por isso comparando os *outputs* gerados com os *inputs* aplicados na atividade, verifica-se que há uma maior remuneração do capital investido.

Num trabalho seguinte em 1963, Modigliani e Miller identificaram a importância do efeito fiscal, reconhecendo o valor criado pelas poupanças fiscais decorrentes dos juros, pelo facto de poderem ser consideradas como custos financeiros e os lucros não. Assim, o tratamento fiscal diferente levava as empresas a seleccionar o capital alheio nas suas estruturas financeiras, uma vez que diminuía o custo efetivo da dívida remunerada face ao financiamento através de capitais próprios. Deste modo, passaram a defender que a estrutura financeira ótima deveria ser composta totalmente por capitais alheios.

Durante a década de 70, vários investigadores tornaram relevante a teoria dos custos de falência (Kraus e Litzenger (1973), Scott (1976), Warner (1977), Kim (1978) e Haugen e Senbet (1978)). Verificaram que a teoria apresentada por Modigliani e Miller, não considerava os custos de falência que poderiam ser muito elevados. Estes custos dividiam-se em diretos, como por exemplo a alienação dos ativos por valores inferiores aos reais, e indiretos devido à ameaça de falência, podendo levar os clientes a procurar alternativas no mercado e à recusa de crédito ou de fornecimento por parte dos fornecedores. Quanto maior fosse o endividamento, maior possibilidade existiria de haver ineficiências na atividade relacionadas com a eventual falência da empresa.

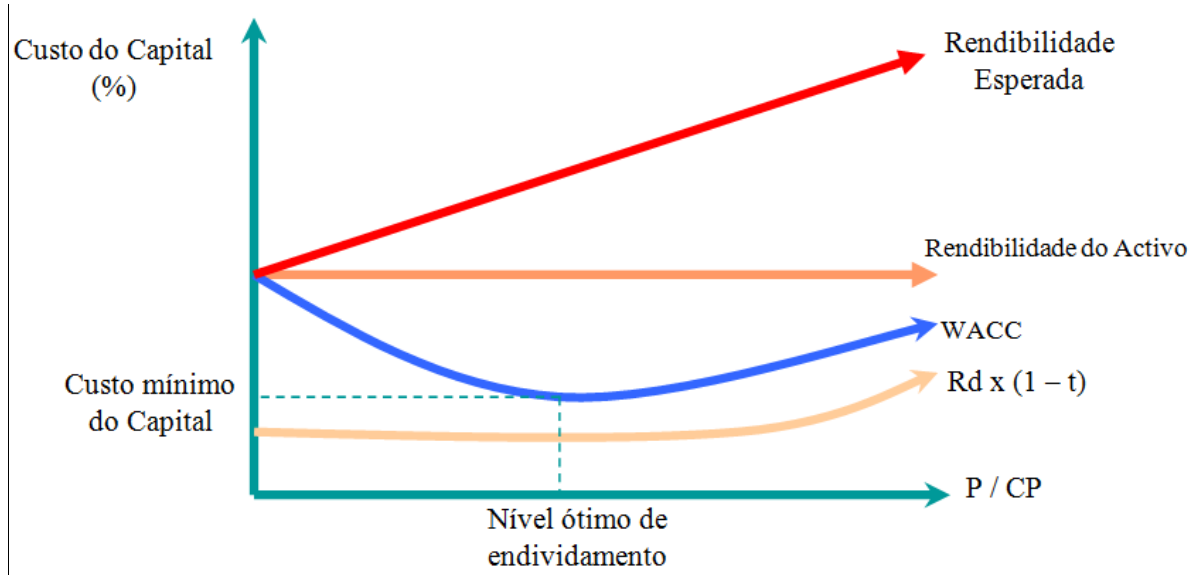
Em simultâneo, a teoria dos custos de falência, destacava também que o custo do capital alheio deveria ser inferior ao custo do capital próprio, pois os proprietários e instituições financeiras tinham diferentes níveis de risco. Isto porque, em caso de falência, e de acordo com a legislação comercial, os credores têm preferência sobre os proprietários no acesso ao património.

Assim, o financiamento alheio tem um impacto positivo no custo de financiamento global da empresa. No entanto, a partir de determinado nível de endividamento, o risco financeiro irá aumentar, refletindo-se num custo superior do capital alheio, deixando de ser vantajoso o recurso a fontes de financiamento externas.

Em conclusão, pode-se afirmar que de acordo com a estrutura de capitais em função dos custos e benefícios, criada por Modigliani e Miller e desenvolvida posteriormente por vários investigadores, apresenta as seguintes ideias chave:

- O custo médio ponderado do capital, vai diminuindo pelo recurso à dívida em virtude desta, ter geralmente um custo inferior ao capital próprio;
- A partir de um determinado nível de endividamento, o risco financeiro aumenta e os custos de falência fazem aumentar o custo do capital alheio;
- Em simultâneo, fruto do maior risco, os proprietários vão exigir uma rentabilidade superior;
- Como tal, o custo médio ponderado do capital vai aumentar.

Figura 4: Lógica da estrutura de capitais em função dos custos e benefícios



Fonte: Adaptado de Ross *et al.* (2002)

3 ESTUDO EMPÍRICO

3.1 Objetivo de Investigação

Este trabalho tem como principal objetivo, estudar o impacto das fontes de financiamento no desempenho financeiro, identificando se a escolha de capitais próprios ou alheios condiciona a capacidade de criação de valor financeiro.

Para a avaliação da capacidade de criação de valor financeiro, irá ser utilizada a Rendibilidade Supranormal abordada no enquadramento teórico.

O trabalho de investigação irá incidir sobre duas das maiores empresas nacionais do setor das tecnologias de informação e comunicação, a NOVABASE e a GLINTT. Assim, pretende-se estudar duas empresas pertencentes a uma das indústrias que mais contribui para as exportações nacionais de elevado valor acrescentado e que se encontram cotadas na bolsa de valores portuguesa, estando a sua informação financeira disponível no site da CMVM.

A elaboração do trabalho, irá basear-se nas seguintes etapas:

- Análise do desempenho económico e financeiro histórico das empresas, considerando as suas demonstrações financeiras;
- Análise da sua capacidade para criar valor financeiro durante os anos estudados;
- Análise do impacto da estrutura financeira na criação de valor.

3.2 Metodologia de Investigação

Tendo em consideração que o objetivo desta dissertação é o estudo do impacto da estrutura financeira na capacidade de criação de valor, optou-se pela metodologia de investigação designada por estudo de caso.

Freixo (2010) refere que o estudo de caso é uma metodologia de investigação indicada para situações em que pretendemos compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidas várias variáveis a analisar.

Yin (2009) defende que a abordagem metodológica do estudo de caso permite, através da obtenção de informação privilegiada e, muitas vezes confidencial, da unidade de análise, observar respostas potenciais às questões que se pretendem comprovar empiricamente. Contudo, destaca também a importância da triangulação de informação através da utilização de diferentes fontes de dados.

Já Ryan *et al.* (2002) salientam que os estudos de caso apresentam como limitações, o enviesamento provocado pela própria visão do investigador, a subjetividade e as questões éticas na relação estabelecida entre o investigador e os sujeitos alvos da investigação.

A opção pelo estudo de caso, deveu-se ao facto de se ter acesso à informação económica e financeira das empresas em questão, através do site da CMVM, e poderem-se aplicar e interpretar mais facilmente os indicadores de criação de valor financeiro.

Para além disso, convém referir que as empresas também foram selecionadas devido ao facto de, embora atuarem na mesma indústria, apresentarem estruturas financeiras bastante diferenciadas. No caso da NOVABASE, o peso médio do passivo remunerado no financiamento do ativo, ao longo do período analisado é de 13%, enquanto o mesmo indicador na GLINTT, possui o valor de 27%.

Como fontes de informação foram utilizados os relatórios e contas dos exercícios entre 2007 e 2014. Para a realização do trabalho foram consideradas as demonstrações financeiras consolidadas em virtude de integrarem uma visão global de ambos os grupos económicos estudados, permitindo ter uma melhor identificação das opções estratégicas ao nível da estrutura financeira utilizada. Assim, foram realizadas análises de conteúdo no que diz respeito à recolha dos dados económicos e financeiros estudados.

Relativamente aos conceitos financeiros utilizados na elaboração do trabalho para verificar a capacidade de criação de valor financeiro há a destacar os procedimentos seguidos na determinação das seguintes variáveis: capital investido, passivo financeiro e custo do financiamento da atividade, onde se incluem o custo médio ponderado do capital, o custo do capital próprio e o custo do capital alheio.

O capital investido, deverá ser calculado através da elaboração de um balanço funcional que, segundo Neves (2012), ilustra as fontes de financiamento da empresa e a forma como

aplica os seus recursos financeiros. Em seguida, apresenta-se um exemplo da estrutura que um balanço funcional deve contemplar.

Quadro 1: Estrutura de Balanço Funcional

RUBRICAS	Ano n
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: Adaptado de Neves (2011)

Relativamente ao balanço contabilístico, esta demonstração financeira tem uma estrutura mais objetiva para a avaliação da criação de valor. Isto porque, a estrutura do balanço funcional evidencia os capitais investidos e identifica os capitais próprios e o capital alheio remunerado, obtendo-se duas imagens complementares sobre a gestão financeira da empresa: o montante de investimento imprescindível para o desenvolvimento do negócio (capitais investidos líquidos dos passivos não financeiros que atenuam o investimento no negócio associado aos prazos de recebimento e de rotação de inventários) e o peso das fontes de financiamento utilizadas, sendo esta informação essencial para medirmos a rentabilidade esperada pelos investidores.

Ao nível do estudo da criação de valor, irá ser utilizada a Rentabilidade Supranormal. De acordo com Teixeira e Amaro (2013) os indicadores de criação de valor, desde que sejam utilizados os mesmos princípios financeiros, permitem obter o mesmo resultado matemático. Assim, optou-se pela RS, porque o seu cálculo pode ser feito anualmente, o que permite evidenciar a capacidade periódica de criação de valor, e também devido a que a informação necessária para a sua determinação, pode ser facilmente obtida através das demonstrações financeiras elaboradas pelas empresas.

No que diz respeito à RS, de acordo com Teixeira (2008) e Neves (2011), não deve ser utilizado o método de cálculo tradicional do ROI, uma vez que se pretende evidenciar a capacidade global da atividade para criar resultados que permitam rentabilizar o investimento total. Assim, em alternativa deverá ser considerado o indicador denominado por *Return on invested capital* (ROIC).

Nesse sentido, no numerador, devem ser incluídos, para além dos resultados operacionais, os rendimentos obtidos através das aplicações de capital, uma vez que são usualmente resultado de excessos de tesouraria, originados na atividade operacional. Para além disso, deve-se ainda refletir o efeito fiscal, porque uma parte importante dos resultados alcançados, destina-se a cumprir as obrigações perante o estado. Por outro lado, não se incluem os gastos financeiros líquidos de poupanças fiscais, porque estas rubricas estão associadas às decisões de financiamento. Assim, determinam-se os resultados líquidos sem alavanca financeira (RLSAF), que são calculados por meio da seguinte fórmula:

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

Legenda:

RLSAF - resultados líquidos sem alavanca financeira; RO - resultados operacionais; t - taxa efetiva de imposto

Quanto ao denominador, no lugar do ativo líquido deverá ser utilizado o investimento total obtido na elaboração do balanço funcional. Isto porque, no ciclo de exploração, os créditos obtidos na negociação com fornecedores e restantes credores, compensam parte do valor investido na atividade, reduzindo as necessidades financeiras. Deste modo, a rubrica investimento total, inclui os valores dos bens e direitos que exigiram investimento de capital, corrigidos dos passivos não financeiros, negociados no decorrer do funcionamento normal do negócio.

Nesse sentido, e de acordo com a estrutura do balanço funcional anteriormente apresentada, o investimento total engloba os ativos não correntes, as necessidades de fundo de maneiio de exploração e as necessidades de fundo de maneiio de extra-exploração. Como tal, excluem-se apenas os passivos financeiros, como empréstimos bancários e *leasings*, que são dívidas constituídas em sintonia com a decisão de financiamento, que também não foi contemplada nos resultados incluídos no numerador.

Assim, o *ROIC* é determinado através da seguinte fórmula:

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

Legenda:

ROIC - *return on invested capital*; RLSAF - resultado líquido sem alavanca financeira

Quanto ao custo do capital a exigir pelos investidores (próprio e alheio), vai ser determinado por meio do *weighted average capital cost* (WACC), que para o seu cálculo exige o conhecimento do valor das seguintes variáveis: taxa de imposto efetiva (t), custo do capital alheio (Kd), custo do capital próprio (Ke), capital investido, passivo financeiro e capital próprio.

A taxa de imposto efetiva é função da relação entre o imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas – IRC, incluído na demonstração de resultados de cada ano e o valor de resultados antes de impostos – RAI (Neves, 2011).

O custo do capital alheio vai ser obtido através da relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados e o valor do passivo financeiro que consta anualmente no balanço funcional (Neves, 2011).

O custo de capital próprio foi calculado de acordo com a rendibilidade dos capitais próprios relativa ao 3º quartil do setor de atividade (códigos de atividade 62 – Consultoria e programação informática e atividades relacionadas e 63 – Serviços de Informação e comunicação), visto que as empresas em estudo são duas das maiores do seu setor em Portugal. Para tal, teve-se por base a informação disponibilizada pelo Banco de Portugal (central de balanços) no período considerado.

De notar que, estando as empresas cotadas em bolsa, poderia ter sido utilizado o modelo CAPM para determinar a rendibilidade a exigir pelos proprietários. Contudo, face à crise económica e financeira que Portugal tem atravessado nos últimos anos, os valores anuais da rendibilidade do mercado (PSI 20) eram em vários casos negativos, o que impossibilitava a sua utilização. Em alternativa, também poderia ter sido usado como referência o rácio de distribuição de dividendos. No entanto, verificou-se que em vários anos não existiu distribuição de resultados o que também dificultava a utilização desta referência.

Finalmente, os valores dos capitais investidos, capital próprio e passivo financeiro, são os que estão incluídos anualmente no balanço funcional.

3.3 Apresentação das Empresas estudadas

As empresas alvo deste trabalho de investigação têm os seus negócios incluídos, no âmbito da classificação das atividades económicas (revisão 3), nas divisões 62 – Consultoria e programação informática e atividades relacionadas e 63 – Atividades dos serviços de informação. Deste modo, fazem parte da indústria das Tecnologias de Informação e Comunicação, comumente denominadas de TIC's.

A Glintt – Global Intelligent Technologies é uma das maiores empresas portuguesas que opera na indústria das TIC's, está cotada na Bolsa de valores de Lisboa (*Euronext Lisbon*) e desenvolve o seu negócio em mercados internacionais diversificados, abrangendo atualmente países da Europa, África e América Latina. A nível nacional a Glintt apresenta igualmente uma grande diversificação de soluções para vários setores como a Banca, as Telecomunicações, a Saúde, o Comércio, a Indústria e a administração Pública. Salienta-se que, a empresa optou pelo processo de expansão e internacionalização da atividade através da criação de filiais nos mercados de destino, sendo os países mais importantes no volume de negócios a Alemanha, Reino Unido, França e Holanda. De entre as últimas filiais criadas destacam-se, pela dimensão dos mercados que abrangem, a Glintt Espanha, a Glintt Polónia e a Glintt Brasil. Ao nível da sua oferta, a GLINTT possui uma marca muito forte no setor da saúde, sendo hoje líder na Península Ibérica em *software* de gestão de farmácias com cerca de 8 mil instalações em Espanha e cerca de 2,5 mil em Portugal.

A Novabase, Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A, foi criada com o nome Novabase – Sistemas de informação e Base de Dados, Lda, e é a empresa mais antiga do grupo. Foi criada no dia 11 de Maio de 1989, e a sua atividade principal é a produção e comercialização de sistemas informáticos. A Novabase faz parte das empresas portuguesas líderes no setor das Tecnologias de informação em Portugal, possui negócios nos vários continentes, e as suas ações estão cotadas na bolsa de valores de Lisboa desde Julho de 2000. Atualmente a Novabase, investe acima dos 10 milhões de euros em investigação e desenvolvimento, tendo projetos em 33 países nos 5 continentes.

Ao nível da oferta a Novabase apresenta fortes competências em vários setores de atividade como as Telecomunicações e Media, Serviços Financeiros, Administração Pública, Saúde, Energia e Utilities, Aeroespacial, Transportes e Industria, desenvolvendo soluções globais à medida dos clientes.

3.4 Evolução económica e financeira das empresas

O período de tempo analisado diz respeito a 7 anos e inclui os exercícios económicos de 2007 até 2014. Assim, pretende-se estudar a evolução do desempenho financeiro das empresas durante 8 anos, evitando-se eventuais deturpações nas demonstrações financeiras derivadas de acontecimentos de carácter extraordinário que possam ter condicionado os resultados.

No espaço de tempo que decorreu entre 2007 e 2014, o mundo dos negócios foi bastante afetado por vários fatores, destacando-se a crise financeira internacional de 2008, que condicionou de uma maneira geral o contexto empresarial mundial e a crise das dívidas públicas em 2011, que teve como resultado o abrandamento global das economias e a menor procura de serviços na área das tecnologias de informação e de comunicação.

Nesse sentido, julga-se que o período analisado poderá ser interessante para evidenciar o impacto de tais constrangimentos não controláveis pelas empresas, na evolução da sua capacidade de criação de valor financeiro

3.4.1 Evolução económica e financeira da Novabase

Ao observar-se a evolução económica e financeira da empresa, pode-se constatar de uma maneira geral, que reflete o período conturbado da economia portuguesa e das principais economias internacionais.

A nível económico há a destacar os seguintes factos:

- Analisando a evolução dos rendimentos gerados, verifica-se uma diminuição no volume de negócios no valor de 92.342 mil euros, de 2007 para 2014. Assim, enquanto o volume de negócios em 2009 estava acima dos 300 milhões de euros, em 2014, último exercício estudado, situava-se apenas nos 220 milhões de euros;

- Deste modo, os resultados operacionais (embora com uma evolução positiva nos anos de 2008, 2009 e 2010) abrandaram de cerca de 14 milhões de euros em 2007 para 7 milhões de euros em 2014, representando uma quebra de cerca de 50% ao longo dos 8 anos estudados;

- No que concerne aos gastos, os custos das mercadorias e das matérias-primas consumidas e dos fornecimentos de serviços externos (FSE) são as rubricas com maior peso na atividade, representando em média mais de 60% do total de rendimentos anuais. De destacar, também, a importância dos gastos com o pessoal que têm um peso médio de 30% relativamente aos rendimentos operacionais. Deste modo, estas três rubricas de custos consomem em média mais de 90% do volume de negócios gerado;

- Entre 2007 e 2014 a empresa apresentou sempre resultados financeiros negativos, em virtude dos gastos decorrentes da decisão de financiamento serem sempre superiores aos rendimentos provenientes de aplicações de capitais;

- Quanto aos resultados líquidos tiveram um comportamento irregular ao longo dos períodos analisados. Contudo, genericamente, tiveram uma diminuição que, em muito se deve à redução verificada do nível de atividade. Assim, em 2007 situavam-se nos 10 milhões de euros e em 2014 rondam os 5 milhões de euros, ou seja, cerca de metade.

De seguida, é apresentada a demonstração de resultados consolidados da Novabase no período de 2007 a 2014:

Tabela 1: Demonstração de Resultados Consolidados 2007 – 2014 (milhares de euros)

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. VENDAS	204.030	171.045	117.634	103.975	96.918	74.280	78.282	67.811
2. PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	109.167	121.002	123.780	132.356	132.715	137.795	138.548	153.044
4. TOTAL	313.197	292.047	241.414	236.331	229.633	212.075	216.830	220.855
6. CUSTO DE VENDAS E FSE	-227.809	-201.334	-149.069	-140.503	-138.637	-117.354	-121.606	-121.752
7. MARGEM BRUTA	85.388	90.713	92.345	95.828	90.996	94.721	95.224	99.103
8. GASTO C/ PESSOAL	-64.018	-68.724	-70.503	-75.607	-76.210	-75.936	-79.808	-86.305
9. CUSTO DE RESTRUTURAÇÃO	0	0	0	0	-3.496	0	0	-1.522
10. OUTROS GANHOS E PERDAS LÍQUIDAS	-1.348	-938	-109	1.947	-543	-725	-556	1.861
11. AMORTIZAÇÕES E DEPRECIAÇÕES	-6.164	-5.802	-5.111	-5.478	-6.125	-5.757	-5.731	-5.917
12. TOTAL	-71.530	-75.464	-75.723	-79.138	-86.374	-82.418	-86.095	-91.883
13. RESULTADOS OPERACIONAIS	13.858	15.249	16.622	16.690	4.622	12.303	9.129	7.220
14. RENDIMENTOS FINANCEIROS	3.745	4.660	2.960	5.256	3.770	4.731	3.253	1.830
15. GASTOS FINANCEIROS	-7.228	-7.146	-2.787	-5.371	-4.626	-4.721	-3.900	-3.505
16. GANHOS OU PERDAS EM ASSOCIADAS	-25	-844	-1.113	-255	-645	-176	73	-90
17. RAI	10.350	11.919	15.682	16.320	3.121	12.137	8.555	5.455
18. IRC	-59	-1.554	-2.634	-2.628	-884	-2.376	693	-857
19. R. DAS OPERAÇÕES EM CONTINUIDADE	10.291	10.365	13.048	13.692	2.237	9.761	9.248	4.598
20. R. DAS OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	0	-8.806	0	0	703		0	211
21. RESULTADO LÍQUIDO (19-20)	10.291	1.559	13.048	13.692	2.940	9.761	9.248	4.809

No que diz respeito à evolução financeira da empresa destacam-se os seguintes factos:

- O valor global de investimento na atividade foi diminuindo ao longo dos anos, o que deverá estar associado à redução já mencionada do nível do volume de negócios;
- Os ativos não correntes aumentaram de valor de 2007 para 2014, o que revela que mesmo não existindo um crescimento da atividade, a empresa continuou a realizar investimentos estratégicos para o desenvolvimento sustentado do negócio;
- Quanto aos inventários também diminuíram ao longo dos anos e detêm atualmente um peso residual no total do ativo, o que poderá significar um maior cuidado na gestão de stocks derivado da menor capacidade de autofinanciamento da atividade;
- As dívidas a receber mantiveram um valor estável ao longo do período analisado o que não deixa de ser preocupante, visto que o nível do volume de negócios diminuiu, o que quer dizer, que o prazo médio de recebimentos está a aumentar, estando tal realidade possivelmente associada à crise económica e financeira da maioria das economias, o que provavelmente reduz a liquidez dos clientes da empresa;

- Relativamente aos meios financeiros líquidos o seu valor esteve sempre entre os 25 milhões e os 40 milhões, representando em termos médios cerca de 14% do total do ativo. Tal significa que a empresa deteve ao longo dos anos em análise uma boa liquidez imediata para fazer face às despesas regulares do negócio;

- Quanto as origens de fundo, há a destacar o peso dos capitais próprios no financiamento da atividade, em virtude de que têm sempre um valor próximo dos 50%, o que garante uma maior sustentabilidade financeira;

- Os capitais alheios são compostos sobretudo por passivos de curto prazo, tendo o passivo não corrente um valor residual que se situou entre os 3% e os 8% relativamente ao total do investimento na atividade.

De seguida, são apresentados os balanços da empresa ao longo dos anos analisados:

Tabela 2: Balanços – Estrutura de ativos 2007-2014 (milhares de euros)

ATIVO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVOS NÃO CORRENTES								
ATIVOS FIXOS TANGÍVEIS	8.447	8.121	8.721	9.836	9.000	7.101	6.120	5.570
ATIVOS INTANGÍVEIS	34.737	29.481	28.778	31.229	31.127	31.660	32.095	30.663
INVESTIMENTO EM EMPRESAS ASSOCIADAS	4.925	2.314	1.914	1.676	1.621	855	961	871
ATIVOS DISPONÍVEIS PARA VENDA	0	0	25	21	165	1.731	1.256	1.544
ATIVOS POR IMPOSTOS DIFERIDOS	11.111	10.092	8.341	10.396	12.387	12.249	14.901	17.228
OUTROS ATIVOS NÃO CORRENTES	0	193	134	69	0	0	4.868	7.770
TOTAL DE ATIVOS NÃO CORRENTES	59.220	50.201	47.913	53.227	54.300	53.596	60.201	63.646
ATIVOS CORRENTES								
INVENTÁRIOS	20.864	13.154	8.593	10.403	6.909	4.474	8.925	4.943
CLIENTES E OUTRAS CONTAS A RECEBER	120.155	96.576	94.060	83.285	92.830	92.489	87.975	91.645
IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO A RECEBER	1.486	2.053	4.802	3.378	3.211	2.057	2.236	2.223
ACRÉSCIMOS DE RENDIMENTOS	14.357	11.949	11.055	14.035	16.414	10.035	12.421	22.047
INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	0	62	58	197	245	216	514	88
OUTROS ATIVOS CORRENTES	3.180	2.247	2.485	3.834	5.236	5.782	4.470	5.148
ATIVOS FINANCEIROS DISPONÍVEIS PARA VENDA	0	0	0	0	0	9.855	5.015	0
CAIXA E EQUIVALENTES A CAIXA	38.335	24.710	24.972	28.088	27.157	40.452	32.942	20.714
ATIVOS OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	0	2.258	826	49	0	0	0	0
TOTAL DE ATIVOS CORRENTES	198.377	153.009	146.851	143.269	152.002	165.360	154.498	146.808
TOTAL DO ATIVO	257.597	203.210	194.764	196.496	206.302	218.956	214.699	210.454

Tabela 3: Balanços – Estrutura de fontes de financiamento 2007-2014 (milhares de euros)

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CAPITAL PRÓPRIO								
CAPITAL SOCIAL	15.701	15.701	15.701	15.701	15.701	15.701	15.701	15.701
AÇÕES PRÓPRIAS	-249	-429	-723	-603	-409	-371	-295	-29
PRÊMIO DE EMISSÃO	49.213	49.213	49.213	43.560	43.560	43.560	43.560	43.560
RESERVAS E RESULTADOS ACUMULADOS	29.199	17.340	16.425	21.063	31.125	33.481	23.756	24.493
RESULTADO LÍQUIDO	6.997	1.608	12.882	13.053	2.651	7.906	7.510	3.112
INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM	13.641	5.165	5.644	5.724	9.811	10.613	11.522	12.431
TOTAL DOS CAPITAIS PRÓPRIOS	114.502	88.598	99.142	98.498	102.439	110.890	101.754	99.268
PASSIVO								
PASSIVO NÃO CORRENTE								
EMPRÉSTIMOS	5.762	2.699	3.968	7.879	12.028	11.287	14.031	9.989
PROVISÕES	1.662	1.850	2.245	1.633	1.721	2.463	4.386	3.638
PASSIVOS POR IMPOSTOS DIFERIDOS	392	483	100	909	100	100	100	0
OUTROS PASSIVOS NÃO CORRENTES	0	1.865	1.123	927	308	70	70	70
TOTAL DE PASSIVOS NÃO CORRENTES	7.816	6.897	7.436	11.348	14.157	13.893	18.587	13.697
PASSIVO CORRENTE								
EMPRÉSTIMOS	12.692	9.256	4.502	5.333	5.279	5.246	7.353	6.418
FORNECEDORES E OUTRAS CONTAS A PAGAR	105.409	78.787	62.774	57.101	60.935	59.755	61.764	59.117
IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO A PAGAR	131	15	290	311	17	916	89	967
INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	0	35	139	353	461	34	77	1.323
PASSIVOS OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	0	2.322	819	745	345	320	320	0
RENDIMENTOS DIFERIDOS E OUTROS PASSIVOS CORRENTES	17.047	17.300	19.662	22.807	22.669	27.902	24.755	29.664
TOTAL DE PASSIVOS CORRENTES	135.279	107.715	88.186	86.650	89.706	94.173	94.358	97.489
TOTAL DO PASSIVO	143.095	114.612	95.622	97.998	103.863	108.066	112.945	111.186
TOTAL DOS CAPITAIS PRÓPRIOS E PASSIVO	257.597	203.210	194.764	196.496	206.302	218.956	214.699	210.454

De seguida, são apresentados os indicadores económicos e financeiros da Novabase, de forma a se obter uma visão mais integrada do seu desempenho financeiro nos anos de 2007 a 2014.

No que diz respeito ao volume de negócios, com exceção de 2013 e 2014, verifica-se que foi diminuindo anualmente ao longo dos anos observados. Contudo, a estrutura de custos foi sendo ajustada e por isso, os valores dos meios libertos brutos e líquidos, embora tenham registado também uma redução face a 2007, não sofreram oscilações muito elevadas. Há, porém, a destacar o ano de 2010 como o pior em termos de excedentes gerados pelo negócio. Deste modo, não é de estranhar que o risco do negócio tenha aumentado durante os diversos

anos, tendo a margem de segurança um valor de cerca de 8% em 2014 contra 20% nos primeiros anos. Em simultâneo, verifica-se que ao nível da estrutura de custos, a empresa tem vindo progressivamente a alterar o seu *core business*, registando uma maior margem face aos custos variáveis, o que significa que a atividade centra-se cada vez mais na aplicação de preços de venda superiores e na produção própria em prol da comercialização de terceiros, o que proporciona, também, um VAB maior. Pela análise do grau económico de alavanca, observa-se igualmente que o incremento do risco advém do menor nível de atividade, tornando mais difícil a obtenção de economias de escala face aos custos fixos. Finalmente, não é de estranhar que todos os indicadores de rentabilidade apresentados (de volume de negócios, do ativo e dos capitais próprios), tenham sofrido uma diminuição ao longo dos anos estudados. De seguida, apresentam-se os indicadores económicos do período analisado.

Tabela 4: Indicadores económicos 2007 - 2014

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CAPACIDADE DE GERAR MEIOS								
TAXA DE CRESCIMENTO DO VOLUME NEGÓCIOS	na	-6,75%	-17,34%	-2,11%	-2,83%	-7,65%	2,24%	1,86%
MEIOS LIBERTOS BRUTOS	20.022	21.051	21.733	22.168	10.747	18.060	14.860	13.137
MEIOS LIBERTOS LÍQUIDOS	16.455	7.361	18.159	19.170	9.065	15.518	14.979	10.726
RISCO DO NEGÓCIO								
PONTO CRÍTICO	262.367	242.953	197.960	195.170	217.969	184.529	196.043	204.765
MARGEM DE SEGURANÇA	19,37%	20,21%	21,95%	21,09%	5,35%	14,93%	10,60%	7,86%
COEFICIENTE DE ABSORÇÃO DE CV	27,26%	31,06%	38,25%	40,55%	39,63%	44,66%	43,92%	44,87%
GRAU ECONÓMICO DE ALAVANCA	6,16	5,95	5,56	5,74	19,69	7,70	10,43	13,73
RENDIBILIDADE								
RENDIBILIDADE OPERACIONAL DO VN	4,42%	5,22%	6,89%	7,06%	2,01%	5,80%	4,21%	3,27%
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DO VN	3,29%	0,53%	5,40%	5,79%	1,28%	4,60%	4,27%	2,18%
RENDIBILIDADE ECONÓMICA DO ATIVO	5,38%	7,50%	8,53%	8,49%	2,24%	5,62%	4,25%	3,43%
RENDIBILIDADE DOS CAPITAIS PRÓPRIOS	8,99%	1,76%	13,16%	13,90%	2,87%	8,80%	9,09%	4,84%
CONTRIBUTO ECONÓMICO								
VALOR ACRESCENTADO BRUTO	85.388	90.713	92.345	95.828	90.996	94.721	95.224	99.103
VAB POR VOLUME DE NEGÓCIOS	27,26%	31,06%	38,25%	40,55%	39,63%	44,66%	43,92%	44,87%

Nota: valores absolutos em milhares de euros

Nos indicadores financeiros, verifica-se que a empresa apresenta uma situação de tesouraria positiva, decorrente de ter ao longo dos anos analisados, fontes de financiamento de

médio e longo prazo suficientes para cobrir os ativos com menor liquidez e as necessidades financeiras do ciclo normal da atividade. Tal, fica igualmente a dever-se, à boa gestão dos prazos de recebimento, de rotação de inventários e de pagamento, que teve como consequência direta um ciclo de exploração negativo, que tem permitido receber sempre antes de ter que cumprir as suas obrigações perante terceiros.

Ao nível da estrutura de capitais, a empresa apresenta alguma sustentabilidade com valores de autonomia financeira acima dos 40%. Contudo, há a destacar que o endividamento é sobretudo de curto prazo, o que poderá colocar maior pressão na tesouraria. Em termos de risco financeiro, verifica-se que é reduzido e que os valores dos rácios analisados mantiveram-se estáveis ao longo dos exercícios estudados.

Tabela 5: Indicadores Financeiros 2007 – 2014

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TESOURARIA								
FUNDO DE MANEIO	63.098	45.294	58.665	56.619	62.296	71.187	60.140	49.319
NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO	36.100	27.839	33.757	31.649	37.785	25.123	27.272	35.002
TESOURARIA	26.998	17.455	24.908	24.970	24.511	46.064	32.868	14.317
PRAZO MÉDIO DE RECEBIMENTOS	160,47	138,44	162,68	156,23	181,97	186,40	176,53	196,40
PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTOS	196,20	174,20	201,85	207,59	220,11	272,63	259,69	266,16
PRAZO MÉDIO DE ROTAÇÃO DE INVENTÁRIOS	33,43	23,85	21,04	27,03	18,19	13,92	26,79	14,82
CICLO DE EXPLORAÇÃO	-2,31	-11,91	-18,12	-24,33	-19,96	-72,32	-56,37	-54,93
LIQUIDEZ GERAL	1,47	1,42	1,67	1,65	1,69	1,76	1,64	1,51
LIQUIDEZ REDUZIDA	1,31	1,30	1,57	1,53	1,62	1,71	1,54	1,46
ESTRUTURA DE CAPITAIS								
AUTONOMIA FINANCEIRA	44,45%	43,60%	50,90%	50,13%	49,65%	50,64%	47,39%	47,17%
SOLVABILIDADE	80,02%	77,30%	103,68%	100,51%	98,63%	102,61%	90,09%	89,28%
NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO	55,55%	56,40%	49,10%	49,87%	50,35%	49,36%	52,61%	52,83%
PESO DE ENDIVIDAMENTO MLP	3,03%	3,39%	3,82%	5,78%	6,86%	6,35%	8,66%	6,51%
PESO DE ENDIVIDAMENTO DE CP	52,52%	53,01%	45,28%	44,10%	43,48%	43,01%	43,95%	46,32%
RISCO FINANCEIRO								
COBERTURA DOS ENCARGOS FINANCEIROS	3,28	3,22	6,33	4,87	2,75	4,65	4,73	4,16
PERÍODO DE RECUPERAÇÃO DA DÍVIDA	1,12	1,62	0,47	0,69	1,91	1,07	1,43	1,53
GRAU DA ALAVANCA FINANCEIRA	1,34	1,28	1,06	1,02	1,48	1,01	1,07	1,32

Nota: valores absolutos em milhares de euros.

3.4.2 Evolução económica e financeira da Glintt

Pese o abrandamento económico internacional, a evolução económica da Glintt foi positiva. Salientam-se os seguintes factos:

- De 2007 para 2014 o volume negócios, embora apresentando alguma volatilidade nos diferentes anos analisados, teve um incremento de 21.739 milhões de euros, o que significa um crescimento de 37%;

- O resultado operacional em 2014 é mais do dobro do registado em 2007, representando 7,2% do volume de negócios do último exercício;

- A rubrica de custos mais importante é a relativa a gastos com pessoal que representa em termos médios 38% do volume de negócios gerado, seguida dos fornecimentos e serviços externos;

- Os resultados financeiros são negativos ao longo dos diversos anos e têm sofrido um incremento nos últimos exercícios, fruto possivelmente de um encarecimento das taxas de juro da dívida;

- Relativamente aos resultados líquidos foram positivos durante o período analisado e, após valores mais elevados em 2008, 2009 e 2010, estabilizaram em torno de 1,3 milhões nos últimos 3 anos.

De seguida, apresenta-se a demonstração de resultados consolidados da GLINTT dos anos de 2007 a 2014:

Tabela 6: Demonstração dos Resultados Consolidados 2007 – 2014 (milhares de Euros)

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. VENDAS	24.755	46.333	37.014	30.708	20.011	22.325	19.089	15.565
2. PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	33.694	86.011	78.400	80.858	74.454	68.799	66.913	64.622
3. TOTAL	58.449	132.344	115.415	111.565	94.464	91.124	86.001	80.188
4. CUSTO DAS VENDAS	-20.840	-34.169	-28.589	-22.551	-14.638	-16.065	-13.272	-9.992
5. SUBCONTRATOS	-13.765	-34.399	-28.123	-26.156	-20.724	-15.322	-15.851	-14.609
6. MARGEM BRUTA (3-4-5)	23.844	63.776	58.703	62.858	59.103	59.736	56.879	55.586
7. FORNECIMENTO DE SERVIÇOS EXTERNOS	-5.432	-16.552	-13.387	-14.751	-13.504	-12.293	-12.105	-11.499
8. GASTO COM PESSOAL	-15.388	-38.216	-38.877	-40.505	-41.025	-40.009	-39.636	-39.033
9. OUTROS GANHOS E PERDAS LÍQUIDAS	243	1.253	1.815	259	2.693	763	3.106	3.435
10. RESULTADO OPERACIONAL BRUTO	3.267	10.260	8.254	7.861	7.267	8.197	8.244	8.489
11. DEPRECIACÕES E AMORTIZACÕES	-636	-2.646	-1.961	-1.711	-1.556	-1.692	-1.430	-2.186
12. PROVISÕES	0	0	0	-385	79	47	7	43
13. PERDAS POR IMPARIDADES	0	0	-686	-2.893	-528	-834	-869	-539
14. RESULTADO OPERACIONAL	2.631	7.613	5.607	2.872	5.261	5.718	5.952	5.806
15. RESULTADO FINANCEIRO	-1.170	-1.741	-1.017	-1.972	-2.858	-3.446	-3.422	-3.597
16. GANHO EM EMPRESAS DO GRUPO	0	0	0	5.109	0	0	0	0
17. RAI	1.461	5.872	4.590	6.009	2.403	2.272	2.531	2.209
18. IRC	-5.012	-1.747	-1.589	-2.236	-1.226	-897	-1.043	-713
19. RESULTADOS ANTES DE ALIENAÇÃO DE OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	-3.552	4.126	3.001	3.773	1.176	1.375	1.488	1.496
20. GANHOS OU PERDAS COM OPERAÇÕES DESCONTINUADAS	4.961	0	0	-56	0	0	0	0
21. RESULTADOS ANTES DOS INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM	1.409	4.126	3.001	3.717	1.176	1.375	1.488	1.496
22. RESULTADOS ATIBUÍVEIS A INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM	204	160	88	-112	-118	-128	-174	-158
23. RESULTADO LÍQUIDO	1.613	4.286	3.089	3.606	1.058	1.247	1.314	1.338

Relativamente à evolução financeira da empresa salientam-se os seguintes factos:

- O volume total de investimento mais que duplicou no período analisado, passando de 105 milhões de euros para um valor de cerca de 218 milhões de euros;
- Comparativamente à situação da Novabase, os ativos não correntes detêm um peso muito significativo no investimento da atividade, representando em 2014 cerca de 82% do total de ativos existentes. Nestas rubricas salientam-se os valores registados no goodwill, o que implica a existência de aplicações estratégicas na aquisição de empresas;
- A rubrica de inventários tem um valor residual durante os diversos anos, oscilando entre os 3 e os 4 milhões de euros, o que vai ao encontro da menor importância na atividade dos custos das mercadorias vendidas e matérias-primas consumidas;

- As dívidas a receber têm vindo a diminuir durante os anos analisados. Tendo em consideração que houve um incremento do volume de negócios, tal significa uma diminuição dos prazos de recebimento, contribuindo positivamente para a situação de tesouraria da empresa;

- Os meios financeiros líquidos apresentam alguma volatilidade ao longo dos exercícios, não tendo expressão no total do ativo;

- Ao nível das origens de fundos há a destacar a boa sustentabilidade do património da empresa, representando sempre valores acima dos 50% no financiamento dos investimentos da atividade;

- Os níveis de endividamento foram estáveis ao longo dos anos. Para além disso, há a salientar um certo equilíbrio entre as fontes de financiamento de médio e longo prazo e as de curto prazo, representando 16% e 29%, respetivamente, do total das origens de fundos, o que poderá atenuar o impacto sobre a tesouraria das obrigações perante terceiros.

De seguida, são apresentados os balanços da empresa ao longo dos anos analisados:

Tabela 7: Balanços – Estrutura de ativos 2007 – 2014 (milhares de euros)

ATIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVOS NÃO CORRENTES								
ATIVOS FIXOS TANGÍVEIS	1.386	4.287	3.612	3.088	62	3.341	2.985	7.610
GOODWILL	0	0	0	119.565	6.310	119.565	119.579	119.579
ATIVOS FIXOS INTAGÍVEIS	68.427	121.893	122.010	33.011	0	35.776	42.812	39.676
INVESTIMENTOS EM ASSOCIADAS	30	8	8	8	133.881	0	0	0
OUTROS INVESTIMENTOS EM ASSOCIADAS	0	0	0	0	40	48	70	110
CONTAS A RECEBER	0	0	0	0	0	5.154	5.154	5.830
ATIVOS POR IMPOSTOS DIFERIDOS	1.982	1.764	1.773	1.219	1.476	2.658	3.746	4.802
TOTAL DE ATIVOS NÃO CORRENTES	71.824	127.952	127.403	156.890	141.770	166.542	174.346	177.607
ATIVOS CORRENTES								
INVENTÁRIOS	4.155	3.822	2.679	4.021	0	3.097	3.138	3.038
DÍVIDAS DE CLIENTES E OUTROS DEVEDORES	20.509	51.131	51.048	47.384	6.802	34.322	29.797	28.868
CAIXA E EQUIVALÊNCIA DE CAIXA	1.181	4.482	3.124	2.678	75	4.647	4.315	1.352
ACRÉSCIMO E DIFERIMENTOS ATIVOS	7.723	11.274	14.671	10.054	2.651	7.957	9.550	7.126
TOTAL DE ATIVOS CORRENTES	33.567	70.710	71.522	64.137	9.528	50.023	46.800	40.384
TOTAL DE ATIVOS	105.391	198.662	198.926	221.027	151.298	216.565	221.146	217.990

Tabela 8: Balanços – Estrutura de fontes de financiamento 2007 – 2014 (milhares de euros)

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CAPITAL PRÓPRIO								
CAPITAL SOCIAL	43.916	86.963	86.963	86.963	86.963	86.963	86.963	86.963
PRÉMIO DE EMISSÃO	10.255	10.255	10.255	10.255	10.255	10.255	10.255	10.255
AÇÕES PRÓPRIAS	-89	0	0	0	0	0	0	0
OUTRAS RESERVAS	7.618	7.631	7.631	7.631	1.864	12.825	15.490	18.669
RESERVAS DE CONVERSÃO CAMBIAL	0	0	0	0	0	-318	-598	-601
RESULTADOS RETIDOS DE EXERCÍCIOS ANTERIORES	311	1.863	6.148	7.697	8.498	7.164	5.652	3.865
RESULTADOS RETIDOS NO EXERCÍCIO	1.613	4.286	3.089	3.606	-3.637	1.247	1.314	1.338
INTERESSES QUE NÃO CONTROLAM	67	-336	-424	373	0	163	209	194
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	63.691	110.661	113.662	116.525	103.943	118.299	119.285	120.682
PASSIVO								
PASSIVO NÃO CORRENTE								
DÍVIDAS A FORNECEDORES E OUTROS CREDORES	0	0	0	0	0	1.600	158	220
EMPRÉSTIMOS	7.112	17.047	14.039	23.634	16.846	27.980	29.033	23.349
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS PASSIVOS	0	0	0	0	0	1.704	1.414	1.150
PROVISÕES	0	0	0	0	0	373	366	323
PASSIVOS P/ IMPOSTO DIFERIDOS	0	0	0	9.643	0	9.453	9.491	9.276
TOTAL DO PASSIVO NÃO CORRENTE	7.112	17.047	14.039	33.277	16.846	41.109	40.462	34.319
PASSIVO CORRENTE								
DÍVIDAS A FORNECEDORES E OUTROS CREDORES	14.681	23.377	26.077	27.135	19.768	16.271	18.856	16.612
EMPRÉSTIMOS	7.739	27.141	26.743	24.375	9.125	26.503	24.396	31.004
PROVISÕES	292	711	342	498	0	0	0	0
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS PASSIVOS	11.877	19.724	18.062	19.218	1.615	14.383	18.147	15.373
TOTAL DO PASSIVO CORRENTE	34.588	70.953	71.225	71.225	30.509	57.157	61.399	62.989
TOTAL DO PASSIVO	41.700	88.001	85.264	104.502	47.355	98.266	101.861	97.308
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	105.391	198.662	198.926	221.027	151.298	216.565	221.146	217.990

A seguir são também apresentados os indicadores económicos e financeiros da Glintt.

A nível económico, verifica-se que o ano de 2008 foi bastante importante, porque o volume de negócios cresceu acima do dobro dos valores até aí registados. Porém, verifica-se que a partir daí, o nível de atividade foi diminuindo progressivamente com o decorrer dos exercícios económicos. Contudo, em 2014, o volume de negócios continua a ser bastante superior ao verificado no início do período em análise (2007). Relativamente aos excedentes criados pela atividade, constata-se que os meios libertos estabilizaram ao longo dos anos, tendo crescido inclusivamente em 2014. Tal, quer dizer que, embora o volume de negócios tenha

diminuído, a eficiência dos custos da atividade tem permitido que o seu impacto não seja negativo na capacidade de autofinanciamento da empresa.

Ao nível do risco do negócio, verifica-se que após nos primeiros anos sofrer um incremento, derivado de existirem menores excedentes para cobrir os custos fixos, desde 2012 que a margem de segurança face ao ponto crítico tem vindo a aumentar. Pela observação dos indicadores relativos à estrutura de custos (coeficiente de absorção dos custos variáveis e grau económico de alavanca), verifica-se que a margem sobre os custos variáveis tem vindo a aumentar e que os custos fixos têm vindo a estabilizar relativamente ao volume de atividade.

Quanto às rendibilidades, estas são positivas ao longo dos diversos exercícios, mas apresentam valores residuais. Finalmente, através da análise do VAB, constata-se que o negócio tem vindo a direccionar-se cada vez mais para segmentos de maior valor acrescentado, sendo a produção própria cada vez mais importante em prol da comercialização de produtos de terceiros.

Tabela 9: Indicadores Económicos 2007 – 2014

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CAPACIDADE DE GERAR MEIOS								
TAXA DE CRESCIMENTO DO VOLUME NEGÓCIOS	na	126,43%	-12,79%	-3,34%	-15,33%	-3,54%	-5,62%	-6,76%
MEIOS LIBERTOS BRUTOS	3.267	10.260	8.254	7.861	7.267	8.197	8.244	8.489
MEIOS LIBERTOS LÍQUIDOS	2.249	6.932	5.736	8.594	3.064	3.726	3.606	4.021
RISCO DO NEGÓCIO								
PONTO CRÍTICO	50.441	111.053	99.187	97.613	82.849	78.619	73.536	67.941
MARGEM DE SEGURANÇA	15,88%	19,17%	16,36%	14,29%	14,02%	15,90%	16,95%	18,02%
COEFICIENTE DE ABSORÇÃO DE CV	40,79%	48,19%	50,86%	56,34%	62,57%	65,56%	66,14%	69,32%
GRAU ECONÓMICO DE ALAVANCA	9,06	8,38	10,47	21,88	11,23	10,45	9,56	9,57
RENDIBILIDADE								
RENDIBILIDADE OPERACIONAL DO VN	4,50%	5,75%	4,86%	2,57%	5,57%	6,28%	6,92%	7,24%
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DO VN	2,76%	3,24%	2,68%	3,23%	1,12%	1,37%	1,53%	1,67%
RENDIBILIDADE ECONÓMICA DO ATIVO	2,50%	3,83%	2,82%	1,30%	3,48%	2,64%	2,69%	2,66%
RENDIBILIDADE DOS CAPITAIS PRÓPRIOS	2,53%	3,87%	2,72%	3,09%	1,02%	1,05%	1,10%	1,11%
CONTRIBUTO ECONÓMICO								
VALOR ACRESCENTADO BRUTO	18.412	47.223	45.316	48.107	45.599	47.444	44.774	44.087
VAB POR VOLUME DE NEGÓCIOS	31,50%	35,68%	39,26%	43,12%	48,27%	52,07%	52,06%	54,98%

Nos indicadores financeiros, verifica-se que a tesouraria tem sido negativa ao longo dos exercícios estudados, fruto sobretudo, dos constantes investimentos em ativos não correntes que estão a ser financiados por dívidas com maturidades de curto prazo. Deste modo, em todos os anos analisado o fundo de maneió é negativo. Por outro lado, verifica-se que a empresa apresenta uma redução progressiva do ciclo de exploração que se refletiu em menores necessidades de fundo de maneió. No entanto, em virtude do fundo de maneió ser bastante negativo, a tesouraria líquida tem-se apresentado anualmente, também, negativa.

Porém, ao nível da sustentabilidade da estrutura de capitais, verifica-se que a empresa apresenta uma boa autonomia financeira (superior a 50%) e uma boa capacidade de solvência das dívidas de terceiros (superior a 100%). Para além disso, constata-se que o passivo se encontra repartido entre médio e longo prazo e curto prazo, o que retira pressão sobre a tesouraria.

Quanto ao risco financeiro, observa-se que os indicadores têm apresentado alguma estabilidade nos valores, embora o período de recuperação da dívida tenha aumentado quase para o dobro de 2011 para os anos seguintes, registando em 2014 um valor próximo de 14 períodos, o que revela um maior grau de endividamento financeiro

Tabela 10: Indicadores financeiros 2007 – 2014

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TESOURARIA								
FUNDO DE MANEIO	-1.021	-243	297	-7.088	-20.981	-7.134	-14.599	-22.605
NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO	5.829	23.126	24.259	15.106	-11.930	14.722	5.482	7.047
TESOURARIA	-6.850	-23.369	-23.962	-22.195	-9.051	-21.856	-20.081	-29.653
PRAZO MÉDIO DE RECEBIMENTOS	176,30	172,11	207,84	187,91	36,53	169,35	166,99	163,84
PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTOS	242,12	184,82	229,83	266,61	159,72	256,16	327,60	323,39
PRAZO MÉDIO DE ROTAÇÃO DE INVENTÁRIOS	72,77	40,83	34,20	65,09	0,00	70,37	86,30	110,96
CICLO DE EXPLORAÇÃO	6,95	28,12	12,21	-13,61	-123,20	-16,43	-74,31	-48,59
LIQUIDEZ GERAL	0,97	1,00	1,00	0,90	0,31	0,88	0,76	0,64
LIQUIDEZ REDUZIDA	0,85	0,94	0,97	0,84	0,31	0,82	0,71	0,59
ESTRUTURA DE CAPITAIS								
AUTONOMIA FINANCEIRA	60,43%	55,70%	57,14%	52,72%	68,70%	54,63%	53,94%	55,36%
SOLVABILIDADE	152,74%	125,75%	133,31%	111,50%	219,50%	120,39%	117,11%	124,02%
CAPACIDADE DE ENDIVIDAMENTO	89,96%	86,65%	89,01%	77,79%	86,05%	74,21%	74,67%	77,86%
NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO	39,57%	44,30%	42,86%	47,28%	31,30%	45,37%	46,06%	44,64%
PESO DE ENDIVIDAMENTO MLP	6,75%	8,58%	7,06%	15,06%	11,13%	18,98%	18,30%	15,74%
PESO DE ENDIVIDAMENTO DE CP	32,82%	35,72%	35,80%	32,22%	20,16%	26,39%	27,76%	28,90%
RISCO FINANCEIRO								
COBERTURA DOS ENCARGOS FINANCEIROS	2,79	5,89	8,12	6,58	2,54	2,38	2,41	2,36
PERÍODO DE RECUPERAÇÃO DA DÍVIDA	6,60	6,37	7,11	5,59	8,48	14,62	14,82	13,52
GRAU DA ALAVANCA FINANCEIRA	1,80	1,30	1,22	0,48	2,19	2,52	2,35	2,63

3.5 Evolução da capacidade de criação de valor financeiro das empresas

Neste ponto irá ser efetuada uma análise da evolução da capacidade de criação de valor financeiro das empresas. Para tal, irão ser determinados, para cada uma delas, os balanços funcionais, os custos médios ponderados do capital e as rendibilidades supranormais.

3.5.1 Evolução da capacidade de criação de valor financeiro da Novabase

De seguida, apresenta-se o balanço funcional da empresa:

Tabela 11 Balanço Funcional 2007 – 2014 (milhares de euro)

RÚBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVOS FIXOS AJUSTADOS	57.166	46.003	44.445	49.758	52.171	50.963	55.645	59.938
NFM EXPLORAÇÃO	36.100	27.839	33.757	31.649	37.785	25.123	27.272	35.002
NECESSIDADES CÍCLICAS	158.556	123.926	116.193	111.557	121.389	112.780	113.791	123.783
RECURSOS CÍCLICOS	122.456	96.087	82.436	79.908	83.604	87.657	86.519	88.781
NFM EXTRA-EXPLORAÇÃO	39.690	26.711	29.410	30.303	29.790	51.310	40.221	20.735
TESOURARIA ATIVA	39.821	29.083	30.658	31.712	30.613	52.580	40.707	23.025
TESOURARIA PASSIVA	131	2.372	1.248	1.409	823	1.270	486	2.290
TOTAL DE INVESTIMENTO	132.956	100.553	107.612	111.710	119.746	127.396	123.138	115.675
CAPITAIS PRÓPRIOS	114.502	88.598	99.142	98.498	102.439	110.890	101.754	99.268
CAPITAIS ALHEIOS REMUNERADO	18.454	11.955	8.470	13.212	17.307	16.533	21.384	16.407
TOTAL DE FINANCIAMENTOS	132.956	100.553	107.612	111.710	119.746	127.423	123.138	115.675

Os ativos fixos ajustados são compostos pelos ativos não correntes devidamente corrigidos dos passivos de médio e longo prazo não remunerados, nomeadamente, provisões, passivos por impostos diferidos e outros passivos não correntes, uma vez que são obrigações com um prazo superior a 1 ano que não pressionam a tesouraria e contribuem para financiar os ativos com menor grau de liquidez.

Nas necessidades cíclicas e nos recursos cíclicos consideraram-se as rubricas que, através da análise de conteúdo dos relatórios e contas, se verificou que estavam associadas ao ciclo normal da atividade. Assim, nas necessidades cíclicas, foram contempladas as seguintes rubricas: inventários, dívidas de clientes e de outros devedores, acréscimos de rendimentos e outros ativos correntes; nos recursos cíclicos estão incluídos: fornecedores e outras contas a pagar e outros passivos correntes.

Quanto à tesouraria contém as rubricas associadas ao ciclo extra-exploração da empresa. Na tesouraria ativa estão incluídos os impostos sobre o rendimento a receber, os instrumentos financeiros derivados, os ativos financeiros disponíveis para venda, a caixa e seus equivalentes e os ativos de operações descontinuadas; na tesouraria passiva estão incluídos os impostos sobre o rendimento a pagar, os instrumentos financeiros derivados e os passivos de operações descontinuadas.

Relativamente aos passivos financeiros dizem respeito a dívidas a instituições de crédito, consideradas nos passivos correntes e não correntes.

Quanto ao custo do capital do investimento (próprio e alheio), foi determinado por via do custo médio ponderado do capital, em inglês designado por *weighted average capital cost* (WACC). Nesse sentido, para além dos valores de investimento, de capitais próprios e de passivos financeiros constantes no balanço funcional, foi necessário calcular a taxa de imposto efetiva (t), o custo do capital alheio (Kd) e o custo do capital próprio (Ke).

Como mencionado anteriormente, a taxa de imposto efetiva considera a relação entre o imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas (IRC) refletido na demonstração de resultados e o valor de resultados antes de impostos (RAI) em cada período. O custo do capital alheio foi calculado através da relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados e o valor do passivo financeiro em cada exercício económico. O custo de capital próprio (Ke) teve em referência os dados do setor constantes na central de balanços do banco de Portugal, nomeadamente, a RCP média das empresas que constituem o 3º quartil, isto é, as empresas que representam os 25% de melhores competidores.

De seguida, apresentam-se em detalhe os valores determinados das diversas rubricas utilizadas no cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC).

Tabela 12: Custo Médio Ponderado do Capital 2007 - 2014

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
t - taxa de imposto efetiva	0,57%	13,04%	16,80%	16,10%	28,32%	19,58%	-8,10%	15,71%
Kd - custo do capital alheio	39,17%	59,77%	32,90%	40,65%	26,73%	28,56%	18,24%	21,36%
Ke - custo do capital próprio	14,89%	17,73%	13,68%	11,94%	7,79%	7,83%	10,27%	13,47%
Capital Investido	132.956	100.553	107.612	111.710	119.746	127.396	123.138	115.675
Passivo Financeiro	18.454	11.955	8.470	13.212	17.307	16.533	21.384	16.407
Capital Próprio	114.502	88.598	99.142	98.498	102.439	110.890	101.754	99.268
WACC	18,229%	21,802%	14,758%	14,562%	9,433%	9,796%	11,910%	14,113%

Ao observar-se a tabela anterior, verifica-se que ao contrário daquilo que é defendido pela teoria financeira, o custo do capital alheio foi ao longo dos anos bastante superior ao custo do capital próprio, o que significa que as instituições financeiras estão a exigir uma rentabilidade acima da remuneração que as empresas do setor estão a gerar aos seus

proprietários. Para além disso, constata-se, também, um desinvestimento na atividade com um impacto sobretudo nos capitais próprios que diminuíram cerca de 11 milhões de euros no mesmo período.

De seguida, é apresentado o cálculo da rendibilidade supranormal da empresa durante os exercícios estudados.

Tabela 13: Rendibilidade Supranormal 2007 - 2013 (valores em milhares de euros)

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
RLSAF	17.478	7.773	15.367	18.198	6.256	13.558	13.464	7.763
Total de Investimento	132.956	100.553	107.612	111.710	119.746	127.396	123.138	115.675
ROIC	13,15%	7,73%	14,28%	16,29%	5,22%	10,64%	10,93%	6,71%
Custo do Capital	18,23%	21,80%	14,76%	14,56%	9,43%	9,80%	11,91%	14,11%
Rendibilidade Supranormal	-5,08%	-14,07%	-0,48%	1,73%	-4,21%	0,85%	-0,98%	-7,40%
Valor Criado	-6.758	-14.149	-515	1.860	-4.702	1.014	-1.244	-9.115
Valor Criado Acumulado	-16.606	-28.543	-905	2.855	-6.593	1.294	-1.419	-9.115
Valor Acumulado								-59.031

Deste modo, verifica-se que com exceção dos exercícios de 2010 e 2012, a empresa destruiu valor com a sua atividade, ou seja, a rendibilidade criada não foi capaz de ser superior à remuneração esperada pelos investidores. Embora, na generalidade dos anos o ROIC tenha valores superiores a 10%, o custo do capital exigido foi sempre maior, o que se deveu, em parte ao custo elevado do capital alheio.

Finalmente, observa-se ainda que no período de tempo decorrido entre 2007 e 2014, e de acordo com os princípios financeiros utilizados, a Novabase destruiu com a sua atividade 59.031 milhões de euros.

3.5.2 Evolução da capacidade de criação de valor financeiro da Glintt

A seguir, apresentam-se os balanços funcionais da Glintt:

Tabela 14: Balanço Funcional 2007 – 2014 (milhares de euro)

RÚBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVOS FIXOS AJUSTADOS	71.824	127.952	127.403	147.248	141.770	153.413	162.917	166.637
NFM EXPLORAÇÃO	5.829	23.126	24.259	15.106	-11.930	14.722	5.482	7.047
NECESSIDADES CÍCLICAS	32.386	66.228	68.398	61.459	9.454	45.376	42.485	39.032
RECURSOS CÍCLICOS	26.557	43.102	44.139	46.352	21.384	30.654	37.003	31.985
NFM EXTRAEXPLORAÇÃO	889	3.772	2.782	2.180	75	4.647	4.315	1.352
TESOURARIA ATIVA	1.181	4.482	3.124	2.678	75	4.647	4.315	1.352
TESOURARIA PASSIVA	292	711	342	498	0	0	0	0
TOTAL DE INVESTIMENTO	78.542	154.849	154.444	164.534	129.915	172.781	172.714	175.036
CAPITAIS PRÓPRIOS	63.691	110.661	113.662	116.525	103.943	118.299	119.285	120.682
CAPITAIS ALHEIOS	14.850	44.188	40.782	48.009	25.971	54.483	53.429	54.353
TOTAL DE FINANCIAMENTOS	78.542	154.849	154.444	164.534	129.915	172.781	172.714	175.036

No caso da Glintt, os ativos fixos ajustados são compostos pelos ativos não correntes também corrigidos dos passivos de médio e longo prazo não remunerados, ou seja, provisões, passivos por impostos diferidos, dívidas a fornecedores e outros credores e acréscimos e diferimentos passivos. Mais uma vez, relembramos que se tratam de obrigações com um prazo superior a 1 ano que não condicionam a tesouraria e contribuem para financiar os ativos com menor grau de liquidez.

Nas necessidades cíclicas e nos recursos cíclicos consideraram-se as rubricas que, também por via da análise de conteúdo dos relatórios e contas, se verificou que diziam respeito ao ciclo normal da atividade. Assim, nas necessidades cíclicas, foram contempladas as seguintes rubricas: inventários, dívidas de clientes e de outros devedores e acréscimos de rendimentos; nos recursos cíclicos estão incluídos: fornecedores e outras contas a pagar e acréscimos e diferimentos passivos.

A tesouraria contém as rubricas associadas ao ciclo extra-exploração da empresa. Na tesouraria ativa estão incluídos caixa e seus equivalentes; na tesouraria passiva estão incluídas apenas as provisões de curto prazo.

Quanto aos passivos financeiros dizem igualmente respeito a dívidas a instituições de crédito, consideradas nos passivos correntes e não correntes.

O custo do capital do investimento (próprio e alheio), também foi determinado por via do custo médio ponderado do capital, e usaram-se exatamente os mesmos princípios financeiros, explicados anteriormente para a Novabase.

De seguida, apresenta-se em detalhe o cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC).

Tabela 15: Custo Médio Ponderado do Capital 2007 - 2014

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
t - taxa de imposto efetiva	343,14%	29,74%	34,62%	37,21%	51,05%	39,49%	41,22%	32,26%
Kd - custo do capital alheio	7,88%	3,94%	2,49%	4,11%	11,01%	6,33%	6,40%	6,62%
Ke - custo do capital próprio	14,89%	17,73%	13,68%	11,94%	7,79%	7,83%	10,27%	13,47%
Capital Investido	78.542	154.849	154.444	164.534	129.915	172.781	172.714	175.036
Passivo Financeiro	14.850	44.188	40.782	48.009	25.971	54.483	53.429	54.353
Capital Próprio	63.691	110.661	113.662	116.525	103.943	118.299	119.285	120.682
WACC	8,451%	13,460%	10,498%	9,209%	7,310%	6,568%	8,258%	10,679%

Pela tabela anterior, verifica-se que no caso da Glintt, o custo do capital alheio foi ao longo dos anos, inferior ao custo do capital próprio, o que significa que, neste caso os proprietários estão a obter uma remuneração superior àquela que os parceiros financeiros beneficiam, indo ao encontro dos pressupostos da teoria financeira. Para além disso, constata-se, que o investimento na atividade, com exceção do ano de 2011, tem vindo a aumentar, tendo esse crescimento sido compensado com um incremento progressivo dos capitais próprios que, de 2007 para 2014 se situam praticamente no dobro do valor inicial.

De seguida, apresenta-se a rendibilidade supranormal da empresa durante os exercícios estudados.

Tabela 16: Rendibilidade Supranormal 2007 - 2013 (valores em milhares de euros)

RUBRICAS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
RLSAF	-1.233	5.509	3.754	4.844	2.457	3.332	3.325	3.775
Total de Investimento	78.542	154.849	154.444	164.534	129.915	172.781	172.714	175.036
ROIC	-1,57%	3,56%	2,43%	2,94%	1,89%	1,93%	1,93%	2,16%
Custo do Capital	8,45%	13,46%	10,50%	9,21%	7,31%	6,57%	8,26%	10,68%
Rendibilidade Supranormal	-10,02%	-9,90%	-8,07%	-6,26%	-5,42%	-4,64%	-6,33%	-8,52%
Valor Criado	-7.871	-15.335	-12.460	-9.675	-8.915	-6.027	-10.941	-14.720
Valor Criado Acumulado	-14.766	-25.356	-18.645	-13.257	-11.383	-7.222	-12.109	-14.720
Valor Acumulado								-117.457

Assim, verifica-se que em todos os exercícios estudados, a empresa destruiu valor com a sua atividade, ou seja, mais uma vez se verifica que a rendibilidade criada não foi superior à remuneração exigida pelos investidores. Pela análise dos valores das diferentes rubricas, pode-se deduzir que o grande problema foi o nível de resultados gerados ser sempre residual, comparativamente ao volume de investimento na atividade, gerando um ROIC constantemente inferior ao custo do capital exigido. De notar ainda que, o custo do capital da Glintt é bastante inferior ao da Novabase. Em termos médios, teve um valor de 9%, enquanto na Novabase a média anual se situou nos 14%.

Finalmente, observa-se também que entre 2007 e 2014, e de acordo com os princípios financeiros utilizados, a Glintt destruiu com a sua atividade 117.457 milhões de euros, valor bastante superior pela negativa ao registado pela Novabase.

3.6 A importância das fontes de financiamento na criação de valor financeiro

Neste ponto, pretende-se evidenciar se as fontes de financiamento utilizadas pelas empresas foram determinantes para a evolução da criação de valor financeiro, durante o período de tempo analisado.

Para tal, realizaram-se as seguintes etapas de trabalho em cada empresa:

- Calcularam-se os coeficientes de correlação de Pearson entre o valor financeiro criado em cada período e as rubricas que condicionam a sua formação, nomeadamente, os resultados líquidos sem alavancagem financeira, o nível de investimento e o custo de capital;

- Calcularam-se os coeficientes de correlação de Pearson entre o custo do capital anual e as diversas rubricas que lhe dão origem, analisou-se a importância das diferentes variáveis na formação da rentabilidade a exigir, e em sequência, o tipo de fonte de financiamento a utilizar;

- Por último, através do modelo aditivo da rentabilidade dos capitais próprios, resultante da proposição II de Modigliani e Miller, observou-se o tipo de fonte de financiamento a utilizar, tendo em consideração a rentabilidade real gerada para os investidores.

A seguir, apresentam-se as principais conclusões relativamente às empresas estudadas.

3.6.1 As fontes de financiamento e a criação de valor financeiro na Novabase

De acordo com o anteriormente referido, começou por se determinar os coeficientes de correlação de Pearson entre o valor financeiro criado periodicamente e as rubricas determinantes para a sua formação.

Tabela 17: Coeficientes de Pearson relativos ao valor criado 2007 - 2013

Anos	Valor criado	RLSAF	Investimento	Custo capital
2007	-6.758	17.478	132.956	24.236
2008	-14.149	7.773	100.553	21.923
2009	-515	15.367	107.612	15.882
2010	2.528	18.198	111.710	16.267
2011	-4.282	6.256	119.746	11.296
2012	1.828	13.558	127.396	12.479
2013	-1.709	13.464	123.138	14.666
2014	-9.616	7.763	115.675	16.326
Coefficiente Pearson		62,51%	31,66%	-58,63%

Pela análise da tabela anterior, constata-se que os RLSAF são a rubrica que mais condiciona a evolução do valor financeiro, apresentando, como seria de esperar, uma relação positiva com a rentabilidade supranormal obtida anualmente. Em simultâneo, verifica-se que o custo do capital é também muito importante para a criação de valor, tendo um coeficiente de Pearson com valores muito semelhante ao dos RLSAF, mas com sinal negativo, o que significa, tal como esperado, que a sua evolução condiciona inversamente o valor criado.

Assim, era importante verificar as rubricas que mais condicionavam periodicamente o custo de capital, ou seja, a **rendibilidade esperada** pelos investidores para remunerarem os capitais aplicados na atividade.

Tabela 18: Coeficientes de Pearson relativos ao WACC 2007 - 2013

Anos	WACC	Ke	%CP	Kd*t	%P
2007	18,229%	0,1489	0,8612	0,38944	0,1388
2008	21,80%	0,1773	0,88111	0,51981	0,11889
2009	14,76%	0,1368	0,92129	0,27378	0,07871
2010	14,56%	0,1194	0,74083	0,34106	0,11827
2011	9,43%	0,0779	0,85547	0,19158	0,14453
2012	9,80%	0,0783	0,87044	0,22965	0,12978
2013	11,91%	0,1027	0,82634	0,19715	0,17366
2014	14,11%	0,1347	0,85816	0,18007	0,14184
Coefficiente Pearson		97,13%	14,25%	89,43%	-31,57%

Através da observação da tabela anterior, concluímos que as rubricas com maior impacto no custo médio ponderado do capital (WACC) são o custo do capital próprio (Ke) e o custo do capital alheio líquido de poupanças fiscais (Kd*t).

Para além disso, evidencia-se que, ao contrário do que a teoria financeira tradicional defende, os capitais alheios apresentam um custo superior ao dos capitais próprios e, como tal, de acordo com os valores praticados pela empresa, esta deverá apostar no financiamento, sobretudo, através de capitais próprios, pois ao terem um custo inferior, irão diminuir o custo médio ponderado do capital investido, tendo impacto positivo na criação de valor financeiro por parte da atividade da Novabase.

Finalmente, estudou-se a **rendibilidade real** criada, através do modelo aditivo da rendibilidade dos capitais próprios (RCP), de modo a ter uma visão sobre o tipo de fonte de financiamento a utilizar, tendo em consideração a capacidade da rendibilidade do negócio para cobrir o custo do financiamento alheio.

Tabela 19: Modelo Aditivo da RCP 2007 - 2013

Rubricas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROIC	13,15%	7,73%	14,28%	16,29%	5,22%	10,64%	10,93%	6,71%
ROIC - Kd	-25,80%	-44,25%	-13,10%	-17,82%	-13,93%	-12,32%	-8,78%	-11,30%
P/CP	16,12%	13,49%	8,54%	13,41%	16,89%	14,91%	21,02%	16,53%
Efeito fiscal	99,43%	86,96%	83,20%	83,90%	71,68%	80,42%	108,10%	84,29%
RCP modelo aditivo	8,99%	1,76%	13,16%	13,90%	2,87%	8,81%	9,09%	4,84%

Ao observar-se os resultados do modelo aditivo da RCP, verifica-se que anualmente a rentabilidade do negócio (*ROIC*) não tem capacidade para cobrir o custo financeiro do capital alheio (*Kd*). Nesse sentido, a rentabilidade dos capitais próprios está a ser prejudicada pelo recurso a dívida remunerada para financiar a atividade. Isto é, a maioria da rentabilidade do negócio destina-se a remunerar os parceiros financeiros e não os detentores do capital.

Deste modo, conclui-se mais uma vez que, a estrutura financeira condicionou negativamente a criação de valor e que, a Novabase deveria optar por recorrer mais a capitais próprios em prol de dívida remunerada para financiar a sua atividade.

3.6.2 As fontes de financiamento e a criação de valor financeiro na Glintt

No caso da Glintt, determinaram-se os seguintes coeficientes de correlação de Pearson entre o valor financeiro criado e os RLSAF, o investimento e o custo do capital.

Tabela 20: Coeficientes de Pearson relativos ao valor criado 2007 - 2013

Anos	Valor criado	RLSAF	Investimento	Custo capital
2007	-7.871	-1.233	78.542	6.638
2008	-15.335	5.509	154.849	20.843
2009	-12.460	3.754	154.444	16.214
2010	-9.675	4.844	164.534	15.151
2011	-8.915	2.457	129.915	9.496
2012	-6.027	3.332	172.781	11.348
2013	-10.941	3.325	172.714	14.262
2014	-14.720	3.775	175.036	18.693
Coefficiente Pearson		-54,98%	-33,93%	-87,36%

Pela análise da tabela anterior, constata-se que o custo do capital é a rubrica que mais condiciona a evolução do valor financeiro, apresentando, como seria de esperar, uma relação negativa com a rentabilidade supranormal obtida anualmente. Para além disso, verifica-se que os RLSAF são a segunda rubrica mais importante para a formação da criação de valor. Porém, ao contrário do esperado, apresentam um coeficiente de correlação de Pearson negativo, o que significa que o seu aumento está associado a uma diminuição do valor criado. Obviamente que, tal é função do seu aumento estar relacionado com aumentos maiores das rubricas que condicionam negativamente a criação de valor, ou seja, o nível do investimento e do custo do capital.

Sendo o custo do capital tão importante para a formação do valor financeiro, verificou-se as rubricas que mais condicionavam periodicamente a **rendibilidade esperada** pelos investidores para remunerarem os capitais investidos.

Tabela 21: Coeficientes de Pearson relativos ao WACC 2007 - 2013

Anos	WACC	Ke	%CP	Kd*t	%P
2007	8,451%	0,1489	0,81092	-0,19163	0,18908
2008	13,46%	0,1773	0,71464	0,027681	0,28536
2009	10,50%	0,1368	0,73594	0,016298	0,26406
2010	9,21%	0,1194	1,48361	0,025794	0,29179
2011	7,31%	0,0779	0,80009	0,053875	0,19991
2012	6,57%	0,0783	0,68467	0,038273	0,31533
2013	8,26%	0,1027	0,69065	0,037644	0,30935
2014	10,68%	0,1347	0,68947	0,044833	0,31053
Coefficiente Pearson		88,12%	-5,48%	8,47%	20,03%

Através da observação da tabela anterior, concluímos que as rubricas com maior impacto no custo médio ponderado do capital (WACC) são o custo do capital próprio (Ke) e o peso do capital alheio (%P).

Para além disso, evidencia-se que, os capitais alheios apresentam anualmente um custo inferior ao dos capitais próprios e, como tal, a empresa deverá apostar no financiamento, sobretudo, através de capitais alheios, pois ao terem um custo inferior, irão diminuir o custo

médio ponderado do capital investido, tendo impacto positivo na criação de valor financeiro por parte da atividade da Glintt.

Por último, estudou-se mais uma vez a **rendibilidade real** criada, através do modelo aditivo da rendibilidade dos capitais próprios (RCP), para se verificar a capacidade da rendibilidade do negócio para cobrir o custo do financiamento alheio e se poder, também, tomar uma decisão sobre o tipo de fonte de financiamento a utilizar.

Tabela 22: Modelo Aditivo da RCP 2007 - 2013

Rubricas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROIC	-1,57%	3,56%	2,43%	2,94%	1,89%	1,93%	1,93%	2,16%
ROIC - Kd	17,59%	0,79%	0,80%	0,36%	-3,50%	-1,90%	-1,84%	-2,33%
P/CP	23,32%	39,93%	35,88%	41,20%	24,99%	46,06%	44,79%	45,04%
Efeito fiscal	-243,14%	70,26%	65,38%	62,79%	48,95%	60,51%	58,78%	67,74%
RCP modelo aditivo	2,53%	3,87%	2,72%	3,09%	1,02%	1,05%	1,10%	1,11%

Ao observar-se a tabela anterior, confirma-se que de 2007 a 2010, o negócio é capaz de gerar uma rendibilidade (ROIC) superior ao custo do financiamento (Kd). Contudo, de 2011 em diante, a rendibilidade criada deixa de ser suficiente para fazer face ao custo da dívida remunerada.

Assim, pode-se dizer que os primeiros quatro exercícios confirmam que o financiamento da Glintt deveria assentar no recurso a endividamento, uma vez que a rendibilidade do negócio era superior ao custo da dívida remunerada, o que significava que a maioria da remuneração gerada no negócio destinava-se a gerar valor para os detentores do capital.

Nos anos seguintes, constate-se a situação contrária, ou seja, o financiamento da atividade deveria ser realizado com reforço dos capitais próprios, porque o negócio não foi capaz de gerar rendibilidade suficiente para cobrir o custo do endividamento. Esta conclusão, entra em contradição com a obtida através da análise do WACC, que tem em consideração a rendibilidade esperada e não a efetivamente criada. Tal, sucede porque no modelo do WACC está-se a considerar como rendibilidade exigida pelos proprietários (ke), a RCP do 3º quartil do setor que, é muito superior à RCP real gerada pela atividade. Caso no WACC fosse tida em

conta esta última, verificava-se que o custo do capital próprio era inferior ao da dívida nos últimos 4 anos (2011, 2012, 2013 e 2014), ficando ambos os modelos em sintonia.

Assim, conclui-se que para efeitos de tomada de decisão sobre as fontes de financiamento a utilizar, dever-se-á ter, também, em consideração o modelo aditivo da rendibilidade dos capitais próprios, decorrente da proposição II de Modigliani e Miller, porque permite analisar a escolha sobre o tipo de capitais a reforçar no financiamento da atividade, tendo por base rendibilidade real e não a esperada, que poderá estar sobrevalorizada e levar a decisões menos corretas.

Ao otimizar-se a rendibilidade real também se estará a contribuir para a criação de valor no sentido de atingir-se a rendibilidade exigida.

4 CONCLUSÃO

A presente dissertação teve como objetivo principal, estudar o impacto das fontes de financiamento no desempenho financeiro, identificando se a escolha de capitais próprios ou alheios condicionava a capacidade de criação de valor financeiro.

No enquadramento teórico foi possível identificar diferentes autores e perspetivas de avaliação da capacidade da criação de valor financeiro, tendo sido debatidos diferentes indicadores que pretendem medir os excedentes criados face ao custo do capital investido na atividade. Para além disso, foi realizada uma reflexão sobre as diferentes teorias relativas à importância das fontes de financiamento na criação de valor financeiro, tendo-se concluído que, de acordo com a teoria financeira o custo do capital próprio deverá ser superior face ao do capital alheio, em virtude de que os proprietários assumem mais risco ao investirem na atividade, do que as instituições financeiras. Isto porque, em caso de insolvência os detentores do capital apenas poderão aceder ao património, após serem cobertas todas as obrigações perante terceiros.

No estudo empírico, verificou-se através da caracterização da evolução económica e financeira e da avaliação da criação de valor financeiro, que durante o período analisado o desempenho das empresas não foi o melhor, tendo existido destruição de valor. Para além disso, confirmou-se que as estruturas financeiras tinham condicionado negativamente o custo do capital, uma vez que nem sempre as empresas utilizaram as fontes de financiamento mais adequadas à criação de valor.

Por último, evidenciou-se que a decisão de financiamento deve ter, também, em consideração o modelo aditivo da rentabilidade dos capitais próprios, porque este baseia-se na rentabilidade efetivamente criada enquanto o método do custo médio ponderado assenta na rentabilidade esperada e, caso esta esteja, por exemplo, sobrevalorizada face à realidade da empresa, poderá levar à tomada de decisões erradas relativamente à escolha das fontes de financiamento.

Como principal limitação à investigação há a referir, o facto de se ter utilizado a metodologia de estudo de caso, o que torna difícil a generalização dos resultados de investigação encontrados.

Relativamente a linhas de investigação futuras, julga-se que seria importante alargar o estudo a mais empresas, a fim de se poder confirmar, de forma mais sustentada as conclusões obtidas na atual dissertação.

BIBLIOGRAFIA

- Esperança, J., Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais* (2ª Edição). Alfragide: Texto Editora.
- Freixo, M. J. V. (2010).- Metodologia científica: fundamentos, métodos e técnicas. 2ª Edição. Lisboa: Instituto Piaget.
- Haugen, R. A. and Senbet, L. W. (1988). Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to Theory of Optimal Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), p. 27-39.
- 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.
- Kim, E. H. (1978). A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, *The Journal of Finance*, Vol. 32, n. 1, 45-64.
- Kraus, A. e Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Leverage. *The Journal of Finance*, Vol. 28, p. 911-920.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *American Economic Review* 3, v. XLVIII, June, p. 261-297.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction by, *American Economic Review*, June, p.437-447.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal.
- 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.
- Parreira, J. (2013). *Caracterização da estrutura financeira no Setor das Tecnologias de Informação*. Tese de Mestrado não publicada. Escola Superior de Ciências Empresariais.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. 2ª Edição; New York: The Free Press.

- Rocha, F. & Amaral, H. (2007). A Explicação da Escolha da Estrutura de Capital por Modelos de Ajuste Parcial: Uma Aplicação no Brasil. XXXI Encontro da ANPAD.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. e Jordan, B.D. (2002), *Fundamental Corporate Finance*, McGraw-Hill Companies, Inc., Sixty edition, International Edition.
- Ryan et al. (2002). *Research Method & Methodology in Finance & Accounting*, 2nd edition. Thomson, London.
- Scott, J. H. Jr. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics*, 7, p.33-54.
- Silva, E., Queirós, M. (2010). *Gestão Financeira - Análise de Investimentos*. Porto: Vida Económica.
- Silva, S. S., Ferreira, P. A., & Calegario C. L. L. (2009). Estratégia Financeiras Empresariais para a Criação e Destruição de Valor. *Gestão. Org. Revista Eletrónica de Gestão Organizacional*. 7 (3):348-362
- Teixeira, A., 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?
- Teixeira, N., Pardal, P. (2005). Uma nova visão empresarial. Trabalho não publicado no âmbito do 1º concurso de projetos de investigação do ISP de Setúbal.
- Teixeira, N. (2008). A rendibilidade e a criação de valor. XIII Encontro AECA, Aveiro (2008).
- 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
- Teixeira, N. (2013), 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., Amaro, A. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - um estudo de caso. Disponível em 21.01.2014 em <https://furb.br./universocontabil>

- Yin, R. (2009). *Applications of Case Study Research*. Sage Publications Ltd.
- Young, S., O'Byrne, S. (2001). *EVA® and Value Based Management*, New York: MacGraw-Hill.
- Warner, J. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 32, N° 32, p. 337-347.