

A CRIAÇÃO DE VALOR NO SECTOR EMPRESARIAL DO DISTRITO DE SETÚBAL: UM CONTRIBUTO PARA O EMPREENDEDOR

Nuno Teixeira, nuno.teixeira@esce.ips.pt, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

Pedro Nuno Pardal, pedro.pardal@esce.ips.pt, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

Carlos Mata, carlos.mata@esce.ips.pt, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

Ana Bela Teixeira, anabela.teixeira@esce.ips.pt, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

Resumo: No actual contexto empresarial, caracterizado pela inovação constante e pela competitividade global, a criação de valor assume cada vez maior importância na tomada de decisão e na sustentabilidade das organizações. Apesar da crescente relevância dos factores não financeiros e intangíveis na explicação do sucesso das organizações, a avaliação do desempenho financeiro de empresas, mantém-se uma das áreas mais importantes na avaliação do seu desempenho, visto que, resume o impacto de todas as decisões tomadas pelos gestores. Embora o conceito de criação de valor seja muito abrangente, em virtude dos diferentes objectivos dos *stakeholders*, iremos focar-nos na capacidade das empresas para gerarem excedentes financeiros através da sua actividade que, remunerem a rentabilidade exigida pelos diferentes investidores, onde se inclui naturalmente, as expectativas dos empreendedores. Nesse sentido, o presente trabalho estuda o problema associado às diferentes metodologias utilizadas na avaliação da viabilidade económica e financeira, aquando da decisão de criação de empresas, e na monitorização da evolução dos negócios. Nos estudos de viabilidade utilizam-se normalmente indicadores com base em fluxos de caixa previsionais, enquanto na análise económica e financeira periódica, as empresas recorrem a indicadores que se podem calcular directamente das demonstrações financeiras. Por isso, torna-se difícil ou praticamente impossível, confrontar as realizações com as previsões e objectivos iniciais. Respondemos a esta problemática, através do conceito Rentabilidade Supranormal que estabelece um elo de ligação entre a decisão de criar o negócio e a sua sequente monitorização, garantindo ao empreendedor uma imagem real da capacidade de criação de valor da actividade. Relativamente à estrutura do trabalho, é constituída por 4 componentes principais: abordagem das técnicas de análise tradicionais na avaliação da viabilidade económica e financeira na criação de um negócio; explicação das técnicas de análise na monitorização dos negócios e os problemas de comparabilidade face às previsões; apresentação do conceito de rentabilidade supranormal e do seu papel como elo de ligação entre previsões e realizações para se medir a capacidade de criação de valor; apresentação de estudos de casos demonstrativos da aplicação da rentabilidade supranormal e que irão permitir a consolidação dos conhecimentos estudados. Assim, esperamos contribuir para uma maior capacidade de avaliação e monitorização dos negócios e, conseqüentemente, para um maior poder de decisão e de acção por parte do empreendedor, factores esses, fundamentais para o êxito no actual contexto empresarial.

Palavras-chave: criação de valor; rentabilidade supranormal; avaliação do desempenho financeiro; empreendedorismo sustentado.

Abstract: In the current business environment, characterized by constant innovation and global competitiveness, value creation is increasingly important in decision making and sustainability of organizations. Despite the growing importance of intangible and non-financial

factors in explaining the success of organizations, evaluation of financial performance of companies, remains one of the most important areas in evaluating its performance, since summarizes the impact of all decisions by managers. Although the concept of value creation is very embracing, given the different objectives of stakeholders, we focus on the ability of companies to generate financial surpluses through his activity that remunerate the return demanded by different investors, which includes naturally expectations of entrepreneurs. In this sense, this paper studies the problem associated with the different methodologies used in assessing the economic and financial viability when deciding business creation, and in monitoring the evolution of the business. In viability studies are routinely used indicators based on estimated cash flows while in the periodical financial and economic analysis, companies rely on indicators that can be calculated directly from the financial statements. Therefore, it becomes difficult or impossible, to compare achievements with forecasts and initial objectives. Thus, we respond to this problem through the concept of supranormal profitability establishing a link between the decision to build the business and its sequent monitoring, ensuring to the entrepreneur a true image of the value creation capacity of the activity. Regarding the structure of the work consists of four main components: approach of traditional analysis techniques in assessing the economic and financial viability in the creation of a business; explanation of analytical techniques in monitoring the business and the problems of comparability with forecasts; presentation of the concept of supranormal profitability and its role as a link between forecasts and realizations to measure the ability of value creation; presentation of case studies demonstrating the application of supranormal profitability and to allow the consolidation of knowledge studied. Thus, we hope to contribute to a greater capacity for assessment and monitoring of business and thus to a better power of decision and action to the entrepreneur, since these factors are fundamental to success in the current business environment.

Key-words: value creation; supernormal profitability; assessment of financial performance, sustainable entrepreneurship.

Introdução

No actual contexto empresarial, caracterizado pela inovação constante e pela competitividade global, a criação de valor assume cada vez maior importância na tomada de decisão e na sustentabilidade das organizações. Apesar da crescente relevância dos factores não financeiros e intangíveis na explicação do sucesso das organizações, a avaliação do desempenho financeiro de empresas, mantém-se uma das áreas mais importantes na avaliação do seu desempenho, visto que, resume o impacto de todas as decisões tomadas pelos gestores. Embora o conceito de criação de valor seja muito abrangente, em virtude dos diferentes objectivos dos *stakeholders*, iremos focar-nos na capacidade das empresas para gerarem excedentes financeiros através da sua actividade que, remunerem a rentabilidade exigida pelos diferentes investidores, onde se inclui naturalmente, as expectativas dos empreendedores.

Nesse sentido, o presente trabalho pretende estudar o problema associado às diferentes metodologias utilizadas na avaliação da viabilidade económica e financeira, aquando da decisão de criação de empresas, e na monitorização da evolução dos negócios. Nos estudos de viabilidade utilizam-se normalmente indicadores com base em fluxos de caixa previsionais, enquanto na análise económica e financeira periódica, as empresas recorrem a indicadores que se podem calcular directamente das demonstrações financeiras. Por isso, torna-se difícil ou praticamente impossível, confrontar as realizações com as previsões e objectivos iniciais.

Assim, é esperado responder a esta problemática, explicando a utilização de um conceito alternativo – a Rentabilidade Supranormal – que permite estabelecer um elo de ligação entre a decisão de criar o negócio e a sua sequente monitorização, garantindo ao empreendedor uma imagem real da capacidade de criação de valor da actividade da sua empresa.

Relativamente à estrutura do trabalho, irá ser constituída por 4 componentes principais: abordagem das técnicas de análise tradicionais na avaliação da viabilidade económica e financeira na criação de um negócio; explicação das técnicas de análise na monitorização dos negócios e os problemas de comparabilidade face às previsões; apresentação do conceito de rendibilidade supranormal e do seu papel como elo de ligação entre previsões e realizações para se medir a capacidade de criação de valor; finalmente, é apresentado um estudo de caso demonstrativo da importância da utilização do conceito da rendibilidade supranormal.

Para além disso, irão ser colocados em anexo outros dois casos que pretendem consolidar os conhecimentos sobre o tema.

1. A avaliação tradicional da viabilidade económica e financeira na criação de um negócio

A criação e o desenvolvimento de qualquer negócio compreendem múltiplas decisões, destacando-se a análise da viabilidade dos investimentos necessários para garantir-se os meios adequados à concretização dos objectivos organizacionais previamente traçados. A realização de investimentos exige a aplicação de importantes recursos financeiros com impacto durante diversos exercícios económicos, sendo fundamental conhecer como os diversos riscos se reflectem a nível económico e financeiro na organização. Por isso, abordaremos de seguida a metodologia tradicionalmente utilizada na avaliação da decisão de investimento num processo de criação de negócio.

A análise da viabilidade económica e financeira é feita normalmente para um horizonte temporal de médio e longo prazo, nunca inferior a 5 anos de exploração (Menezes, 2003). No entanto, o número de períodos económicos a estudar está directamente relacionado com a vida útil dos investimentos a realizar, podendo variar bastante de acordo com o sector de actividade que se pretende analisar (Mota *et al*, 2004). Por exemplo, empresas da área de negócios das tecnologias de informação, caracterizada por ter produtos com ciclo de vida muito reduzido, terão estudos de viabilidade com um número de anos previsionais bastante menor face a *players* do sector da hotelaria, cuja actividade exige elevados investimentos iniciais em construção e em mobiliários que apenas são rentabilizados na sequência de vários anos de exploração. Após se verificar a capacidade dos investimentos para gerarem resultados ao longo dos diversos exercícios da sua vida útil, considera-se ainda um último ano, que representa o finalizar do projecto, onde se faz a avaliação dos activos e passivos necessários à actividade e constata-se a sua contribuição para a viabilidade do negócio em análise (Menezes, 2003).

A avaliação da decisão de investimento é realizada, tendo em consideração os fluxos de caixa futuros que se perspectiva que o negócio em análise possa vir a obter. Utilizam-se os fluxos de caixa em prejuízo dos resultados contabilísticos, em virtude destes últimos não representarem necessariamente meios financeiros. Assim, uma decisão de investimento baseada em resultados, sem ter em conta, por exemplo, os prazos médios de recebimento e de pagamento a praticar na actividade, poderá colocar em causa a sobrevivência da empresa, uma vez que não se consegue ter uma visão dos meios financeiros reais que estarão disponíveis para o normal desenvolvimento do negócio (Brealey e Myers, 1998). Para se apurarem os fluxos de caixa relativos ao negócio a criar, para além dos valores do investimento, deverão considerar-se os meios libertos do projecto e os investimentos em fundo de maneo.

Os meios libertos do projecto, incluem os resultados que se esperam gerar na actividade normal a desenvolver, acrescidos dos custos não desembolsáveis que não exigem pagamentos à empresa, como são os casos das amortizações e depreciações, representativas do desgaste periódico dos investimentos a realizar. De seguida, apresentamos um quadro que denominamos de Contas de exploração do Projecto, que evidencia a sua forma de cálculo.

Quadro I: Contas de Exploração do Projecto

<i>Rubricas</i>	<i>Valor</i>
1. Vendas	
2. Prestações de Serviços	
3. Rendimentos Suplementares	
4. Subsídios à Exploração	
5. Trabalhos para a própria Empresa	
6. Outros Rendimentos Operacionais	
7. Variação da Produção	
8. Total de Rendimentos Operacionais	
9. Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas	
10. Fornecimentos e Serviços Externos	
11. Impostos	
12. Gastos com Pessoal	
13. Outros Gastos Operacionais	
14. Amortizações do Exercício	
15. Provisões e Imparidades do Exercício	
16. Total de Gastos Operacionais	
17. Resultados Operacionais (8-16)	
18. Rendimentos Financeiros de Exploração	
19. Gastos Financeiros de Exploração	
20. Resultados Operacionais e Financeiros de Exploração [ou RAJI] (17+18-19)	
21. Imposto sobre o Rendimento	
22. Resultados Operacionais e Financeiros de Exploração Depois de Impostos (20-21)	
23. Meios Libertos do Projecto (22+14+15)	

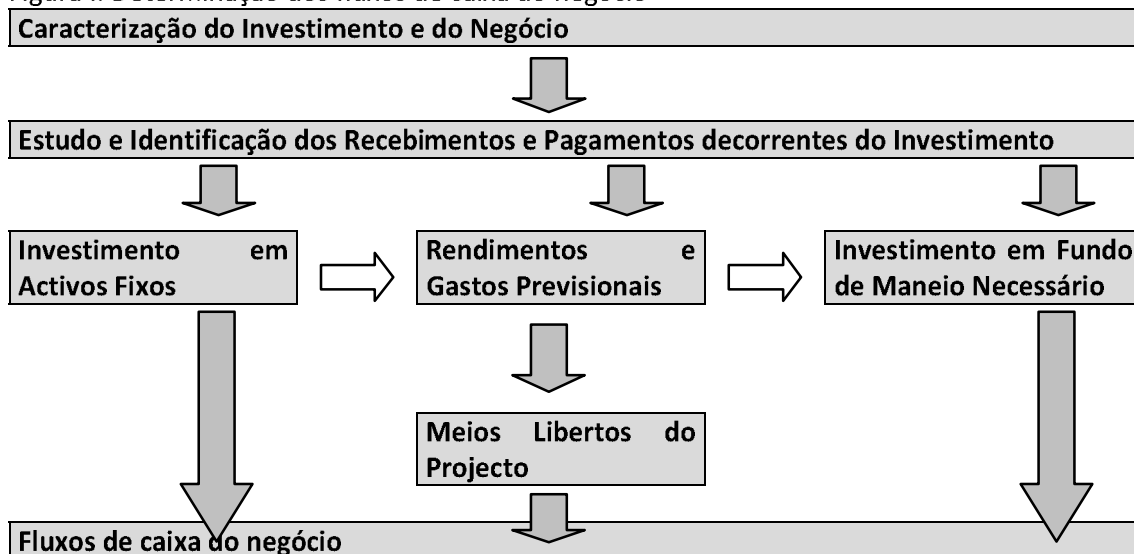
No que diz respeito aos investimentos em fundo de maneo, estão relacionados com a política comercial a assumir, nomeadamente com os prazos de recebimento dos rendimentos gerados e com os prazos de pagamento dos diversos gastos da actividade, bem como com o prazo de rotação de existências que deverá ir ao encontro do nível de serviço que se pretende garantir aos clientes. O quadro seguinte, apresenta uma possibilidade de formato para se apurar o valor periódico de investimento de capitais associado ao ciclo de exploração da actividade.

Quadro II: Cálculo do investimento em fundo de maneo periódico

<i>Investimento em Fundo de Maneio Necessário</i>	<i>Ano 0</i>	<i>.....</i>	<i>Último Ano</i>
Necessidades Financeiras de Exploração			
- Clientes			
- Existências			
- Outros Devedores de Exploração			
Recursos Financeiros de Exploração			
- Fornecedores			
- EOEP			
- Outros Credores de Exploração			
FMN			
Variação de FMN			

Em síntese, podemos resumir no esquema seguinte, o processo base de apuramento dos fluxos de caixa tendo em vista a avaliação da decisão de investimento (Teixeira e Pardal, 2005):

Figura I: Determinação dos fluxos de caixa do negócio



Os fluxos de caixa do negócio, surgem representados no mapa de fluxos financeiros que resume todos os recebimentos e pagamentos identificados com o projecto, quer derivem do ciclo de exploração da empresa, quer representem o investimento necessário em capital fixo. Designado na prática de Mapa de *Cash-Flows*, é pois resultado da diferença entre os *Inflows* (Recebimentos) e os *Outflows* (Pagamentos) de tesouraria associados ao projecto, permitindo evidenciar a sua capacidade para remunerar e reembolsar os capitais investidos (próprios e alheios).

Quadro III: Mapa de Fluxos Financeiros ou de *Cash-Flow*

	Ano 0		Último Ano
Inflows			
- Meios Libertos do Projecto			
- Valor Residual do Fundo de Maneio Necessário			
- Valor Residual dos Activos Fixos			
Outflows			
- Investimento em Capital Fixo			
- Investimento em Fundo de Maneio Necessário			
Cash-Flows			

Como referido, a viabilidade da criação do negócio é estudada com base em fluxos de caixa futuros que são determinados em função de previsões, que têm sempre um certo grau de incerteza. Mas, para além disso, coloca-se outro desafio na avaliação da decisão de investimento: o valor do capital é relativo ao longo do tempo, derivado da evolução das taxas de inflação e de juro. O facto de, com o passar dos anos, os preços variarem e as taxas de juro adequarem-se para garantirem uma rentabilidade que torne atractiva a poupança face ao consumo, implica que o valor de um capital no futuro, teoricamente deva incluir o efeito da remuneração acumulada que gerou para os investidores até ao período onde se vence (Matias, 2004).

O investimento, é normalmente realizado nos primeiros momentos da criação do negócio, o que significa que não é directamente comparável com os fluxos de caixa posteriores que já incluem o efeito da valorização monetária. Daí que, para se determinar a efectiva criação de valor face ao investimento realizado, tenhamos que valorizar todos os fluxos de caixa, de acordo com os padrões monetários existentes aquando do momento da criação do negócio e da efectivação do investimento. Assim, para conhecermos o seu valor no presente, temos que corrigir o efeito de acumulação de rendimento existente nos fluxos de caixa futuros. Designamos essa operação como a actualização dos excedentes financeiros gerados para o momento inicial do projecto.

Finalmente, se partimos do princípio de que os fluxos de caixa futuros incluem uma remuneração que compensa os investidores pela realização do investimento inicial no negócio, há que definir qual a rendibilidade a exigir periodicamente ao projecto. Ou seja, os fluxos de caixa gerados com a criação e o desenvolvimento do negócio deverão ser capazes de remunerar tanto os donos da empresa como os diversos credores financeiros que disponibilizaram os capitais necessários à realização do investimento (Mota *et al*, 2004).

Deste modo, aconselha-se a utilizar como referência para a remuneração a exigir, o custo médio ponderado do capital (*weighted average cost of capital* - WACC), que inclui o custo do capital alheio ajustado das poupanças fiscais (os juros são aceites como gastos da actividade, implicando menos imposto sobre o rendimento a pagar e gastos efectivos de financiamento inferiores), bem como o custo do capital próprio (capital investido pelos empreendedores) que deve evidenciar a taxa de retorno que os investidores esperam obter para serem compensados do risco de serem proprietários (Teixeira e Alves, 2003).

A sua forma de cálculo é a seguinte:

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

Legenda:

CP = Capitais Próprios; A = Activo Líquido; P = Passivo; Ke = Custo Capital Próprio; Kd = Custo Capital Alheio; t = Taxa efectiva de impostos sobre o rendimento

Relativamente ao custo das fontes de financiamento alheias remuneradas, pode ser determinado através das taxas negociadas com as entidades financeiras (Neves, 2012).

Quanto ao custo do capital próprio, poderá ser calculado tendo em consideração a rendibilidade média dos capitais próprios do sector de actividade ou, simplesmente, através da adição de um prémio de risco ao custo de financiamento bancário da empresa (Neves, 2012).

Assim, anualmente retiramos aos fluxos de caixa gerados, a parte da remuneração correspondente a cada um dos investidores do projecto, servindo os valores remanescentes para cobrir o investimento inicial e para gerar autofinanciamento.

Esta lógica de actualização dos fluxos de caixa futuros com base numa taxa de remuneração que, contempla a rendibilidade exigida pelos investidores, permite-nos chegar ao primeiro e mais importante indicador de avaliação da viabilidade económica e financeira do negócio, o VAL – *valor actual líquido*.

O VAL de um projecto de investimento corresponde à soma de todos os fluxos de caixa previsionais actualizados ao momento inicial, comparando os excedentes de tesouraria decorrentes da actividade normal da empresa, com os desembolsos de investimentos realizados. O seu valor deverá ser sempre positivo, o que evidencia capacidade para cobrir o investimento inicial, para garantir a remuneração exigida pelos investidores e, ainda, para gerar excedentes que contribuem para uma maior autonomia financeira no desenvolvimento da actividade.

Quadro IV: Cálculo e análise do VAL

Formula:

$$VAL = (C_0) + \sum_{k=1}^n \frac{C_k}{(1+r)^k}$$

r = remuneração pretendida pelos investidores

Análise:

- VAL > 0 – projecto a aceitar. O projecto gera excedentes de tesouraria, após cobrir o investimento previsto e remunerar o capital investido às taxas pretendidas.
- VAL = 0 – projecto a aceitar. Resultado essencialmente teórico, garante o reembolso e a devida remuneração do investimento. Para valores próximos de zero é aconselhável a revisão das previsões efectuadas e da taxa de actualização utilizada.
- VAL < 0 – projecto a rejeitar. Apesar de o projecto ser economicamente inviável, a escolha dos financiamentos pode conduzir à sua viabilização, diminuindo a remuneração a exigir.

Em simultâneo, é também interessante determinar a remuneração máxima que o projecto pode conceder aos investidores, designando-se esse indicador como a *taxa interna de rentabilidade* – TIR. Se os investidores obtiverem anualmente esta rentabilidade, o valor remanescente dos fluxos de caixa gerados apenas consegue cobrir o investimento realizado, não havendo a criação de quaisquer outros excedentes para a actividade. Acima dessa remuneração, o projecto não consegue, em simultâneo, cobrir o investimento inicial e a rentabilidade exigida pelos diferentes investidores (Menezes, 2003). Ou seja, o seu cálculo pressupõe que a equação do VAL é igual a zero, uma vez que o resultado da diferença entre os fluxos de caixa criados no futuro, devidamente actualizados ao início do negócio, e o investimento inicial é nulo. Por isso, resolve-se a equação em ordem à taxa de actualização ($r = TIR$)

Quadro V: Cálculo e análise da TIR

Formula:

$$(C_0) + \sum_{k=1}^n \frac{C_k}{(1+TIR)^k} = 0$$

Análise:

- $TIR \geq r$ – Projecto economicamente viável visto a TIR ser igual ou superior à taxa de remuneração do capital. Se a TIR equivale à taxa que torna o VAL nulo, então qualquer taxa de actualização inferior à TIR, representa um VAL positivo e uma rentabilidade para o investidor inferior à taxa máxima.
- $TIR < r$ – Rejeitar o projecto, não permite a recuperação do investimento à remuneração pretendida pelos investidores de capital.

Finalmente, um outro indicador muito utilizado na avaliação da decisão de realização do projecto diz respeito ao período de recuperação do investimento (PRI), normalmente designado por *payback*, que nos indica o número de períodos necessários para o negócio recuperar o investimento inicialmente realizado. Tal análise torna-se especialmente importante, em cenários de maior risco, procurando os investidores realizar projectos com *paybacks* menores (Menezes, 2003). Em resumo, o período de recuperação do investimento ou *payback*, indica-nos o tempo necessário para o projecto recuperar o investimento inicial. Para tal, iguala-se a equação do VAL a zero e resolve-se em ordem ao factor tempo k.

Quadro VI: Cálculo e análise do *payback***Formula:**

$$\sum_{k=1}^n C_k$$

$$(C_0) + \sum_{k=1} \frac{\quad}{(1+r)^k} = 0$$

Análise:

- $PRI \leq n$ – O projecto permite a recuperação do investimento inicial durante a sua vida útil. Aceitar o projecto.
- $PRI > n$ – Rejeitar o projecto, visto não ser recuperável o investimento na vida útil prevista. Nestas situações o VAL tem valor negativo.

Assim, podemos concluir que os três indicadores apresentados permitem aferir a capacidade dos negócios que se pretendem implementar, para cobrirem os riscos identificados e gerarem as rendibilidades exigidas pelos diferentes investidores nos projectos de criação de negócios.

2. O controlo da evolução económica e financeira e a dificuldade de comparação com os indicadores de avaliação da criação do negócio

Como referimos anteriormente, a análise da criação do negócio / decisão de investimento é realizada com base em fluxos de caixa futuros e em rendibilidades exigidas pelos investidores. Porém, no desenrolar normal do negócio controla-se a evolução da actividade através de indicadores económicos e financeiros directamente retirados das demonstrações financeiras que, abrangem temas como rentabilidade, tesouraria, risco e sustentabilidade financeira.

Assim, os empreendedores deparam-se regularmente com dois tipos de problemas na monitorização da evolução do negócio:

- Os indicadores económicos e financeiros tradicionalmente utilizados na análise económica e financeira não têm em consideração a criação de valor face ao custo do capital investido na actividade;
- Os fluxos de caixa que servem de referência para se apurar a capacidade de criação de valor, aquando da decisão de investimento, não são determinados nas demonstrações financeiras que a maioria das empresas portuguesas elabora periodicamente para cumprir as obrigações legais decorrentes da prestação de contas. De notar que, mais de 90% do tecido empresarial português é constituído por pequenas e médias empresas que apenas determinam a demonstração de resultados e o balanço de cada período analisado, cumprindo as exigências do Sistema de Normalização Contabilística que apenas obriga a elaboração da demonstração de fluxos de caixa, essencial para se determinar as entradas e saídas monetárias relativas ao negócio, a empresas que ultrapassem determinados limites de volume de negócios, activos e número de pessoas.

Deste modo, confrontamo-nos com metodologias bastante diferentes para a avaliação do desempenho financeiro das empresas, consoante o momento da análise:

- Na avaliação da criação do negócio, utilizam-se indicadores como o VAL, a TIR e o *payback*, que têm em referência fluxos de caixa futuros e a remuneração pretendida pelos investidores;
- No controlo da evolução económica e financeira, utilizam-se indicadores como o *return on investment* (ROI), a rentabilidade dos capitais próprios, o ponto crítico e a margem de segurança, a autonomia financeira, a tesouraria líquida, entre outros, que são calculados com base na demonstração de resultados e no balanço (demonstrações exigidas legalmente para a prestação de contas anual) e que pretendem dar uma imagem do retorno dos investimentos e da situação financeira das empresas, sem considerarem o custo do capital investido e os fluxos de caixa entretanto obtidos no desenvolvimento da actividade.

Assim, torna-se muito difícil, por vezes mesmo impossível, monitorizar a evolução dos negócios face às previsões e objectivos estabelecidos na decisão de realização do projecto de investimento.

3. A Rendibilidade Supranormal como elo de ligação entre a avaliação económica e financeira da criação de um negócio e o seu controlo ao longo do tempo

3.1. O Conceito de Rendibilidade

O conceito de rendibilidade da empresa está relacionado, com a capacidade da actividade gerar lucros suficientes para rentabilizar os investimentos realizados a uma taxa desejada (Brealey, Myers, 1998).

Por isso, a maioria dos estudos económicos e de gestão que observam o desempenho de empresas, utilizam o *return on investment* (ROI) como indicador principal de análise (Neves, 2012). É certo, que muitas vezes é conjugado com outros indicadores. No entanto, a maioria dos estudos engloba os seus resultados, para medir o desempenho de empresas e de grupos estratégicos de empresas (a título de exemplo, vejam-se os casos de Cachadinha *et al* (1995), McNamara *et al* (2002), Lima (2002), Short *et al* (2002), Leask e Parker (2004) e Killstrom (2005)).

Contudo, colocam-se duas questões fundamentais (Neves, 2012):

- Que lucros devemos ter em consideração para avaliar a rendibilidade da empresa?
- Que valores deverão representar o montante de investimento realizado na actividade?

Na prática verificamos que os analistas utilizam um conceito simples, baseado na informação directamente disponível nas demonstrações financeiras sem realizarem qualquer ajuste. Como tal, utilizam os resultados operacionais para aferir os lucros provenientes da actividade, sendo o valor do Investimento representado pelo activo líquido (Neves, 2011).

$$ROI = \frac{RO}{\text{Activo Líquido}} * 100$$

Porém, diversos autores têm preferido ajustar o ROI dando origem ao ROIC - *return on invested capital* - que substitui os resultados operacionais pelos resultados líquidos sem alavancagem financeira (RLSAF) e em alternativa ao activo líquido, o investimento é representado pelo conceito de capitais investidos que considera os activos corrigidos dos passivos não remunerados.

Os RLSAF são calculados pela soma dos rendimentos financeiros aos resultados operacionais e pela respectiva correcção do efeito fiscal ao valor obtido; assim, consideram-se nos resultados todos os excedentes criados com a actividade e que poderão remunerar a rendibilidade exigida pelos diferentes investidores.

$$RLSAF = (\text{Resultados Operacionais} + \text{Rendimentos Financeiros}) \times (1 - \text{Taxa efectiva de IRC})$$

Já o volume de investimento (capitais investidos) é ajustado pelos passivos negociados no âmbito da actividade que ajudam a financiar a tesouraria da empresa (Anthony e Govindarajan, 2003; Damodaran, 2007 e Neves, 2011).

Quadro VII: Constituição dos Capitais Investidos

1. Activos Fixos	
2. Necessidades de Fundo de Maneio de Exploração (2.1 – 2.2):	
2.1. Necessidades Cíclicas	
2.2. Recursos Cíclicos	
3. Necessidades de Fundo de Maneio de Extra-Exploração (3.1 – 3.2)	
3.1. Necessidades Financeiras de Extra-Exploração	
3.2. Recursos Financeiros de Extra-Exploração	
4. Capitais Investidos (1 + 2 +3)	

Fonte: Adaptado de Neves, 2011

Esta óptica, pretende medir a capacidade da actividade global da empresa, para remunerar o investimento necessário. Difere da vertente tradicional, porque se trata de um conceito mais abrangente de rentabilidade. De facto, o objectivo passa por avaliar de que modo a actividade consegue libertar lucros, seja através de rendimentos operacionais ou financeiros, de modo a rentabilizar o investimento efectivo realizado.

Como tal, apenas não se considera nos resultados, o impacto dos custos financeiros de extra-exploração, visto que, têm origem nas decisões de financiamento do investimento. Como pretendemos medir a capacidade da actividade para gerar excedentes, não deveremos incluir no valor dos resultados o efeito provocado pelos custos de financiamento nem as eventuais poupanças fiscais daí decorrentes, porque estão directamente associados à escolha da estrutura de capitais e não à capacidade do negócio para libertar meios financeiros (Neves, 2012).

Deste modo, podemos resumir o cálculo do ROI ou ROIC para medir a rentabilidade global da empresa da seguinte forma:

ROIC =	RLSAF	* 100
		Capitais Investidos
Representa em percentagem, o lucro criado pelo negócio face aos capitais investidos na actividade. É um indicador extremamente importante, porque permite ao gestor identificar o nível de retorno do investimento efectuado. Para se perceber melhor a sua evolução, deverá ser acompanhado periodicamente e comparado com os valores sectoriais ou de concorrentes directos.		

Em conclusão, verificamos que o conceito de rentabilidade é muito importante na avaliação do desempenho financeiro das empresas, uma vez que permite observar o nível de resultados que a actividade gera face ao investimento necessário de capitais. Porém, apresenta uma grande limitação, pois não tem em consideração a remuneração exigida pelos investidores que financiam os activos essenciais ao normal desenvolvimento da actividade. Por exemplo, uma empresa que apresente um ROI de 10% poderá superar os objectivos estabelecidos ou até as médias sectoriais; contudo se o custo que os investidores exigirem for de 15%, significa que a actividade está a destruir valor aos financiadores (sejam eles proprietários ou instituições financeiras) que acreditaram no sucesso da organização.

Por isso, ao longo do tempo, os investigadores desenvolveram uma nova lógica de avaliação do desempenho financeiro que se baseia nos lucros supranormais, destacando-se o conceito de rentabilidade supranormal pela sua simplicidade de cálculo.

3.2. O Conceito de Rentabilidade Supranormal

A análise dos resultados e da rentabilidade tem vindo a ser substituída pela lógica dos lucros supranormais, que visa verificar se as organizações conseguem gerar excedentes financeiros face ao custo do financiamento da actividade, ou seja, se apresentam capacidade para criarem valor (Neves, 2011).

O primeiro indicador desenvolvido que tentou medir a capacidade das empresas para gerarem lucros acima das expectativas dos investidores, tanto próprios como alheios, foi o resultado residual criado por Solomon em 1965 e que comparava os resultados operacionais com o custo do investimento realizado na actividade (custo do capital exigido pelos investidores multiplicado pelo activo líquido).

Resultado Residual = Resultados Operacionais – Activo Líquido x Custo do Capital

Já na década de 90 do século passado Stewart (1994) lançou o EVA® que apenas se diferencia face ao indicador anterior pelo facto dos resultados deverem ser corrigidos do efeito fiscal (ROLI – resultados operacionais líquidos de impostos) e por defender que deverão ser realizados diversos ajustamentos aos dados contabilísticos para se ter uma visão mais correcta da capacidade de criação de valor. Contudo, Neves (2002) e Desai e Ferri (2006) chamam a atenção que na prática esses ajustamentos são muito subjectivos e não são essenciais para o cálculo do EVA®. Sendo assim, a sua forma de cálculo é a seguinte:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{Resultados Operacionais} \times (1 - \text{Taxa efectiva de IRC}) - \text{Activo Líquido} \times \text{Custo do Capital}$$

Deste modo, em ambos os indicadores, deduzindo aos resultados o custo financeiro do activo, apura-se o excedente que nos permite verificar se a empresa gera valor económico através do negócio. Assim, tanto o resultado residual como o EVA®, permitem que os gestores ao longo da sua actividade, tentem garantir uma rentabilidade para os investidores, superior ao custo de capital que geram. Esta, é uma lógica diferente do ROI onde, para além da desvantagem de se obter valores relativos, não se tem em consideração o custo do capital investido (Brás e Armada, 1999). Assim, os gestores funcionam como donos da empresa, tentando investir apenas em projectos que obtenham uma rentabilidade superior ao custo do seu financiamento (Young, 1997).

No entanto, queremos frisar, que o ROI continua a ser o indicador mais utilizado para medir o desempenho financeiro da actividade de empresas. Isto sucede, porque é um conceito mais divulgado, mais fácil de calcular e por existirem mais dados disponíveis para comparar com os valores de concorrentes ou do próprio sector (Nilsson, Olve, 2001).

Ora, tendo em conta esta maior visibilidade do ROI, torna-se importante a sua utilização na medição da criação de valor dos negócios, uma vez que, menores serão as dificuldades colocadas pelos gestores para a implementação desta perspectiva mais completa de avaliação do desempenho financeiro das empresas. Nesse sentido, iremos demonstrar que esse objectivo pode ser cumprido, desde que os princípios financeiros utilizados na determinação do ROI / ROIC sejam os mesmos que no cálculo do RR ou do EVA®, dando origem ao conceito de Rentabilidade Supranormal (RS).

Teixeira (2008) e Neves (2011) chamam a atenção que a RS calculada com base na comparação do ROI / ROIC obtido, com o custo do capital exigido pelos investidores, e na multiplicação dessa margem pelo volume de capitais investidos, permite, igualmente, uma imagem do valor criado no período analisado.

$$\text{RS} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{Activo Líquido}$$

Salientamos que, havendo coincidência nos princípios de cálculo utilizados, obtemos o mesmo resultado numérico face aos indicadores RR ou EVA®. Para o comprovar, deixamos de seguida a demonstração da semelhança dos conceitos, utilizando a fórmula tradicional de cálculo do ROI e o RR (a mesma conclusão seria obtida se fossem utilizados o ROIC e o EVA® com indicadores semelhantes ao nível de resultados e de valores de investimentos).

Fórmula de cálculo do ROI:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Activo Líquido}}$$

Fórmula de cálculo do Resultado Residual:

$$\text{RR} = \text{Resultados Operacionais} - \text{Activo Líquido} \times \text{WACC}$$

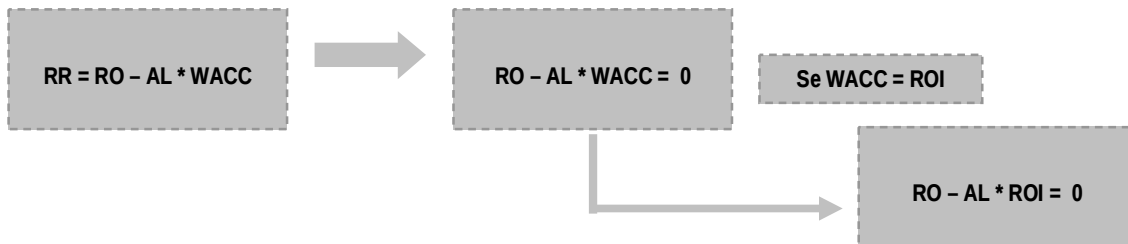
Desenvolvendo a equação do ROI de modo a igualá-la a zero temos:

$$\text{AL} \times \text{ROI} = \text{RO}$$



$$\text{RO} - \text{AL} \times \text{ROI} = 0$$

Como é fácil de verificar, existe uma grande coincidência na forma de cálculo. Vejamos o que sucede se o Resultado Residual for igual a zero:



Deste modo, é possível estabelecer uma relação entre os dois conceitos:

- Se o **ROI = WACC** → o Resultado Residual = 0;
- Se o **ROI > WACC** → o Resultado Residual > 0 porque, significa que a empresa está a gerar uma rentabilidade superior ao custo do capital investido na actividade;
- Se o **ROI < WACC** → o Resultado Residual < 0 porque, significa que a empresa está a gerar uma rentabilidade inferior ao custo do capital investido na actividade.

Vejam-se os seguintes exemplos:

ROI > WACC → RR > 0
Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%
Se o WACC = 8%
RR = 100 - 1.000 * 8% = 20 > 0

ROI < WACC → RR < 0
Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%
Se o WACC = 12%
RR = 100 - 1.000 * 12% = - 20 < 0

Assim, concluímos que o valor do resultado residual está directamente relacionado com a rentabilidade gerada, sendo positivo ou negativo consoante a rentabilidade da actividade seja superior ou inferior ao custo de financiamento exigido pelos detentores do capital.

Então, conhecendo o custo do capital, podem-se tomar as mesmas decisões calculando o ROI ou o Resultado Residual, determinando-se, inclusivamente, os mesmos valores numéricos em termos de valor criado. Por exemplo:

ROI > WACC → RR > 0
RO = 100
Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%
Se o WACC = 8%
RR = 100 - 1.000 * 8% = 20 > 0
Ou
RS → Valor criado = (ROI-WACC) * Activo
RS → Valor criado = 2% * 1.000 = 20

ROI < WACC → RR < 0
RO = 100
Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%
Se o WACC = 12%
RR = 100 - 1.000 * 12% = - 20 < 0
Ou
RS → Valor criado = (ROI-WACC) * Activo
RS → Valor criado = - 2% * 1.000 = - 20

Com os exemplos apresentados, fica evidenciado que o conceito de Rentabilidade Supranormal permite identificar, com base no ROI e nas demonstrações financeiras elaboradas regularmente pelas empresas, a capacidade de criação de valor de um negócio em cada período analisado.

Como tal, de que forma a RS poderá permitir a comparação entre a evolução económica e financeira da actividade e os indicadores de avaliação da criação dos negócios (VAL, TIR e *payback*), assentes no cálculo de fluxos de caixa previsionais?

Em primeiro lugar, há a destacar a razão pela qual ao longo dos anos os investigadores optaram pela utilização dos fluxos de caixa na avaliação de empresas e de projectos de investimento: diferem das medidas baseadas nos lucros bem como do ROI e ROIC, porque ao utilizarem as entradas e saídas monetárias, tentam evitar as ambiguidades da contabilidade, corrigindo os efeitos dos custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações, provisões e imparidades) e dos critérios de valorimetria, que variam de uma organização para outra e que

influenciam o valor dos resultados. Assim, as medidas baseadas nos fluxos de caixa têm a vantagem de contornar a influência dos diferentes procedimentos utilizados na contabilidade (Young e O'Byrne, 2001, Krauter e Sousa, 2007 e Martins et al, 2010).

No entanto, Young e O'Byrne (2001) afirmam que os fluxos de caixa, para além da dificuldade de operacionalização do seu cálculo no controlo periódico da actividade, na avaliação do desempenho financeiro a curto prazo ou de um único período podem apresentar ainda certas deficiências e devem ser interpretados com cautela. Os seus valores num determinado ano podem ser mais influenciados pelas oportunidades de crescimento do sector do que pelo desempenho operacional no ano em causa. Ou seja, a existência de fluxos de caixa negativos num determinado ano pode não significar mau desempenho, mas sim indicar a existência de uma oportunidade de investimento que provocou um aumento de saídas monetárias em projectos que no longo prazo serão criadores de valor para a organização. Consequentemente, nesse ano, a organização não é capaz de financiar o seu investimento total a partir dos fluxos de caixa gerados internamente. Contudo, nos exercícios seguintes poderá rentabilizar esse investimento, gerando excedentes financeiros positivos. Logo, os fluxos de caixa deverão ser utilizados apenas quando se pretende analisar o impacto de decisões estratégicas em vários exercícios económicos.

Tendo ainda em atenção os fluxos de caixa, Neves (2011) recomenda para a avaliação do desempenho financeiro de uma empresa a utilização dos indicadores valor económico criado (VEC) e taxa interna de rendibilidade efectiva (TIRE), que são medidas baseadas nos fluxos de caixa históricos. O seu cálculo considera a capitalização dos diversos fluxos de caixa para o final do último ano em análise, aferindo se a rendibilidade gerada ao longo do período estudado foi superior ao custo do capital exigido pelos investidores. Assim, pretende-se que exista a possibilidade de comparação entre os fluxos de caixa previsionais e as entradas e saídas monetárias que efectivamente ocorreram. No entanto, tal como anteriormente referido, esta metodologia apresenta a grande desvantagem da informação necessária não se obter directamente das demonstrações financeiras normalmente utilizadas como referência pelas pequenas e médias empresas (que representam mais de 90% do universo empresarial em Portugal), isto é, o balanço e a demonstração de resultados. Para além disso, necessita de dados de vários anos para se obter uma imagem mais concreta da criação de valor ocorrida.

Em simultâneo, a investigação financeira tem demonstrado que quando se utilizam correctamente o RR e o EVA®, estas medidas apresentam avaliações idênticas às efectuadas pelos métodos dos fluxos de caixa, o que para além de permitir tomar o mesmo tipo de decisões relativamente à criação dos negócios, também facilita a análise do desempenho histórico periódico, pois não são necessários diversos exercícios para se avaliar a criação de valor efectiva (Neves, 2011).

Logo, existindo semelhança de resultados entre o RR e o EVA®, face aos indicadores de criação de valor com base nos fluxos de caixa e, permitindo a Rendibilidade Supranormal obter valores numéricos exactamente iguais aos primeiros indicadores, torna-se possível utilizar o ROI, se bem que comparado com o custo do capital, como referência para medir a criação de valor, tanto na decisão inicial da realização dos investimentos, como no controlo periódico da actividade. O trabalho de Amaro (2012) demonstra, em parte, esta realidade.

Desta forma, irá ser possível fazer uma monitorização efectiva da evolução do negócio face às previsões e objectivos inicialmente estabelecidos, utilizando as demonstrações financeiras que as empresas elaboram regularmente com base na sua contabilidade.

Em anexo, irá ser apresentado um estudo de caso onde iremos demonstrar a semelhança de valores entre a rendibilidade supranormal e os fluxos de caixa para a tomada de decisão por parte do empreendedor, na avaliação económica e financeira de criação do negócio, bem como o papel da rendibilidade supranormal na comparabilidade entre previsões e realizações através da simples utilização da demonstração dos resultados e dos balanços.

Conclusão

Após a realização deste trabalho de investigação, concluímos que, de facto, existe uma elevada dificuldade no contexto empresarial na monitorização da actividade face aos estudos de viabilidade económica e financeira, que normalmente são realizados com base nos fluxos de caixa futuros.

Verificámos também que, a medição da criação de valor é extremamente importante para o empreendedor, para garantir que tenha uma imagem real da evolução da actividade e da sua capacidade para criar uma rendibilidade acima da que os investidores esperam obter.

Finalmente, demonstrámos que o conceito de rendibilidade supranormal permite avaliar a criação de valor, tanto no momento da decisão da criação do negócio, como durante o seu desenvolvimento normal. Deste modo, garante-se uma interligação entre as previsões e as realizações e um maior poder de decisão e de acção por parte do empreendedor, factores esses, fundamentais no actual contexto empresarial.

Bibliografia

- AMARO, António (2012); *Evolução da criação de valor no sector petrolífero português*; Tese de mestrado não publicada; Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal.
- ANTHONY, Robert; GOVINDARAJAN, Vijay (2001); *Management Control Systems*; 10ª edição; McGraw-Hill.
- BRÁS, Filomena; ARMADA, Manuel (1999); *Sobre a Geração de Valor e Avaliação de Empresas*; Estudos de Gestão – Revista do ISEG, Vol. IV nº3.
- BREALEY, R.; MYERS, S. (1998); *Princípios de finanças empresariais*; 5ª edição; McGraw-Hill.
- CACHADINHA; BEZELGA; REIS (1995); *Grupos Estratégicos e Performance das empresas no sector de construção*; Revista Portuguesa de Gestão, nº IV/95.
- DAMODARAN, Aswath (2007); *Damodaran on Valuation – Security analysis for investment and corporate finance*; 2ª edição; John Wiley and Sons
- DESAI, M.; FERRI, F. (2006); *Understanding Economic Value Added*; Harvard Business Review; July.
- KILLSTROM, Pekka (2005); *Strategic Groups and Performance of the firm – Towards a new competitive environment in the Finnish Telecommunications Industry*; Tese de mestrado em gestão; Helsinki school of Economics.
- KRAUTER, E.; SOUSA, A. F. (2007); *Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro e Criação de Valor para o Acionista: Um Estudo de Caso*; 5ª Semead - Seminários em Administração; São Paulo, Brasil.
- LEASK, Graham; PARKER, David (2004); *Strategic groups, competitive groups & performance within the UK pharmaceutical industry: improving our understanding of competitive process*; Aston Business research Papers.
- LIMA, José Barreiro (2002); *Performance e Estratégias – Análise de Empresas Líderes no Sector da Construção em Portugal*; Tese de mestrado em gestão de empresas; Unviersidade do Porto.
- MARTINS, A.; CRUZ, I.; GONÇALVES, P. G.; SILVA, P.P.; AUGUSTO, M. (2010); *Manual de Gestão Financeira Empresarial*; Coimbra; Coimbra Editora.
- MATIAS, Rogério (2009); *Cálculo financeiro – teoria e prática*; 3ª edição; Escolar Editora
- MENEZES, Caldeira (2003); *Princípios de Gestão Financeira*; 9ª edição; Editorial Presença.
- MCNAMARA, Gerry; DEEPHOUSE, David; LUCE, Rebecca (2002); *Competitive Positioning within and across a Strategic Group Structure: the performance of core, secondary, and solitary firms*; Strategic Management Journal
- MOTA, António; NUNES, João; FERREIRA, Miguel (2004); *Finanças empresariais – teoria e prática*; Publisher Team.
- NEVES, João Carvalho (2012); *Análise e relato financeiro – uma visão integrada de gestão Empresa*; 2ª edição; Texto Editores.

- NEVES, João Carvalho (2011); *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*; 2ª edição; Texto Editores.
- NEVES, João Carvalho (2002); *Avaliação de Empresas e Negócios*; McGrawhill.
- NILSSON, Fredrik; OLVE, Nils-Goran (2001); *Control Systems in Multi-Business Companies: From Performance Management to Strategic Management*; European Management Journal, Vol. 19 nº4.
- SHORT, Jeremy; PALMER, Timothy; KETCHEN, David (2002); *Resource-Based and Strategic Group Influences on Hospital Performance*; Health Care Management Rev, 27(4).
- SOLOMON, D. (1965). *Divisional Performance: Measurement and Control*; Homewood; Irwin.
- STEWART, G. Benneti (1994); *EUA: Fact and Fantasy*; Journal of Applied Corporate Finance; Volume 7 number 2.
- TEIXEIRA, Nuno (2008); *A rendibilidade e a criação de valor*; XIII Encontro AECA; Aveiro; Portugal.
- TEIXEIRA, Ana Bela; ALVES, Teresa (2003); *A Contabilidade e o Valor, na Perspectiva dos Utilizadores da Informação Financeira*; XV Encontro nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos.
- TEIXEIRA, Nuno; PARDAL, Pedro (2005); *Uma nova visão empresarial*; Trabalho não publicado no âmbito do 1º concurso de projectos de investigação do IPS.
- YOUNG, David (1997); *Economic Value Added: A Primer for European Managers*; European Management Journal; Vol. 15.
- YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. (2001); *EVA and Value-Based Management*; New York; McGraw-Hill.