



**Felisbela Julieta da  
Costa Domingos**

**Avaliação do Desempenho Financeiro e  
a Criação de Valor nas Empresas  
Portuguesas Exportadoras**

Dissertação submetida como requisito parcial para  
obtenção do grau de **Mestre em Contabilidade e  
Finanças**

**Júri**

*Presidente* (Prof. Coordenador Principal, Francisco  
Carreira, Instituto Politécnico de Setúbal)

*Orientador* (Nuno Teixeira, Instituto Politécnico de  
Setúbal)

*Vogal* (Prof Adjunta, Ana Bela Teixeira, Instituto  
Politécnico de Setúbal)

Janeiro de 2018

(Esta página foi deixada propositadamente em branco)

*Dedico esta dissertação à Deus todo poderoso,  
aos meus queridos Pais Benedito Domingos  
e Madalena da Costa, aos meus irmãos  
Durel, José e Luís.*

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus pai todo poderoso que é o dono de toda sabedoria e pela infinita miséricórdia na minha vida. Ao professor Doutor Nuno Teixeira os meus agradecimentos pelo apoio, pelo incomparável suporte e a ajuda até ao último instante deste trabalho, muito obrigada.

Aos meus queridos pais pelo apoio incondicional, por não medirem esforço para a conclusão desta etapa da minha vida, pelo incentivo e o amor. Aos meus irmãos e familiares pelo constante incentivo e motivação.

As minhas amigas Ana, Marcia e a Luisa pela paciência e suporte espiritual. Em especial ao meu namorado Junilson pelo incentivo, dedicação pelas orações e compreensão muito obrigada pela amizade e a ajuda contínua.

Por fim aos amigos, a comunidade promessista e os meus colegas, companheiros de luta que tornaram essa caminhada mais leve.

Muito obrigada a todos.

# ÍNDICE GERAL

<b>AGRADECIMENTOS .....</b>	<b>III</b>
<b>ÍNDICE GERAL.....</b>	<b>IV</b>
<b>ÍNDICE DE FIGURAS.....</b>	<b>VI</b>
<b>ÍNDICE DE QUADROS.....</b>	<b>VII</b>
<b>ÍNDICE DE TABELAS.....</b>	<b>VIII</b>
<b>LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS.....</b>	<b>IX</b>
<b>RESUMO.....</b>	<b>XI</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>XII</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA.....</b>	<b>2</b>
2.1    Conceito de Desempenho .....	2
2.2    Avaliação do Desempenho .....	3
2.3    Desempenho Financeiro .....	5
2.4    Avaliação Tradicional do Desempenho Financeiro.....	7
2.4.1    Indicadores Tradicionais de Avaliação de Desempenho.....	7
2.5    Avaliação de Desempenho Financeiro com Base na Criação de Valor.....	11
2.5.1    Indicadores de Criação de Valor .....	13
2.6    Custo de Capital.....	23
<b>3 ESTUDO EMPÍRICO .....</b>	<b>26</b>
3.1    A Internacionalização das Empresas Portuguesas .....	26
3.2    Objetivos e Metodologia de Investigação.....	33
3.3    Análise e Discussão dos Resultados .....	36

<b>4</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>42</b>
<b>5</b>	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>44</b>
	<b>ANEXOS.....</b>	<b>49</b>

# ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Evolução dos produtos mais exportados .....	32
---	----

# ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1: Interpretação do resultado do EVA.....	15
Quadro 2: Países com maior número de empresas portuguesas .....	27

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Evolução das exportações por local de origem .....	29
Tabela 2: Principais mercados das exportações portuguesas .....	30
Tabela 3: Principais produtos exportados por Portugal .....	31
Tabela 4: Valores médios das variáveis associadas ao valor criado .....	36
Tabela 5: Histograma dos resultados do valor criado .....	37
Tabela 6: Valores médios das variáveis associadas ao WACC .....	38
Tabela 7: Matriz correlação das variáveis associadas ao valor criado .....	39
Tabela 8: Matriz correlação das variáveis associadas ao valor criado .....	39
Tabela 9: Resultados do modelo de regressão .....	40

# LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

A – Ativo

AEPC – Ativo económico a preços correntes

AL - Ativo líquido

$\beta$  – Constante

BSC – *Balanced scored card*

CA - Capital alheio

CAPM - *Capital asset price model*

CFROI - *Cash flow return on investment*

CI - Capital total investido

CVA - *Cash value added*

DFC - Demonstração de fluxos de caixa

DR - Demonstração de resultados

E - Erro de mediação

et al. - e outros

EVA - *Economic value added*

FCL - Fluxo de caixa livre

FCFE - *Free cash flow to equity*

FCFF - *Free cash flow to firm*

FCO - Fluxo de caixa operacional

INE - Instituto nacional de estatística

IRC - Imposto sobre o rendimento da pessoa coletiva

Kd - Custo capital alheio

Ke - Custo capital próprio

LPA - Lucro por ação

MLOLIPC - Meios libertos operacionais líquidos de imposto a preços correntes

MOLI - Meios operacionais líquidos de imposto

NUTS - Nomenclaturas de unidades territoriais - para fins estatísticos

P – Passivo

PALOP - País africano de língua oficial portuguesa  
PIB - Produto interno bruto  
RAI- Resultado antes de impostos  
RIEP - Ranking de internacionalização das empresas portuguesas  
RLSAF - Resultados líquidos sem alavanca financeira  
RO - Resultado operacional  
ROA - *Return on assets*  
ROE - *Return on equity*  
ROI - *Return on investment*  
ROIC – *Return on investment capital*  
ROLI - Resultado operacional líquido de imposto  
RS - Rendibilidade supranormal  
SABI - Sistema e análise de balanço ibérico  
t - Taxa efetiva de imposto sobre o rendimento  
TB - *Tableaux de bord*  
TIR - Taxa interna de rendibilidade  
TIRE – Taxa interna de rendibilidade efetiva  
VCR – *Value to cost ratio*  
VEC- Valor económico criado  
VR - Valor residual  
WACC - *weighted average capital cost*  
Y - Variável dependente valor criado  
X1, ..., XK - Variáveis independentes  
 $\Delta$ NFM - Variação das necessidades de fundo de maneo

## RESUMO

Este trabalho de investigação tinha como objetivo identificar os determinantes da criação de valor das maiores empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários.

Começou-se por realizar um enquadramento teórico onde foram desenvolvidos vários temas relacionados com a avaliação do desempenho, do desempenho financeiro e com a lógica da criação de valor. Para, além disso, foi efetuada uma reflexão sobre os principais indicadores de avaliação da criação de valor referidos na bibliografia, bem como, sobre o conceito de custo do capital. De seguida, foi apresentada uma caracterização da evolução da internacionalização das empresas portuguesas, destacando-se, entre outros aspetos, os principais mercados de destino e os principais produtos exportados. Verificou-se que as exportações têm sido muito importantes para a dinamização da economia nacional representando atualmente cerca de 28% do PIB português.

O estudo empírico debruçou-se sobre as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário, tendo como referência os dados económicos e financeiros do exercício de 2015, obtidos na base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos).

Os resultados da investigação evidenciam que são os resultados da atividade que influenciam verdadeiramente a capacidade de criação de valor, e em especial as rubricas da atividade operacional, diretamente associadas ao negócio desenvolvido pelas empresas. Verificou-se igualmente, que o custo do capital investido, era bastante reduzido face à rentabilidade criada, o que sugere que estas empresas ainda apresentam uma grande capacidade para se financiarem com capitais alheios e dessa forma, alavancarem o crescimento do seu negócio e a sustentabilidade financeira ao longo do tempo. Para além disso, parecem existir evidências de que a internacionalização para os mercados extracomunitários tem proporcionado uma maior rentabilização dos negócios, contribuindo para a sustentabilidade das empresas e da economia nacional.

**Palavras-Chave:** Criação de valor; Internacionalização; Rentabilidade.

# ABSTRACT

This research aimed to identify the determinants of the value creation of the largest portuguese exporting companies to the extra-community markets.

A theoretical framework was developed in which various topics related to performance evaluation, financial performance and value creation logic were developed.

In addition, a reflection was made on the main value creation indicators mentioned in the bibliography, as well as on the concept of cost of capital. Next, a characterization of the evolution of the internationalization of Portuguese companies was presented, highlighting among other aspects, the main markets of destination and the main products exported. It has been verified that exports have been very important for the dynamization of the national economy, currently accounting for about 28% of Portuguese GDP.

The empirical study focused on the 250 largest Portuguese exporting companies for the extra-communit market, based on the economic and financial data for the year 2015, obtained in the SABI ( System of Analysis of Iberian Balance Sheets) database.

The research results show that is the results of the activity that truly influence the capacity to create value, especially the operational activity lines, directly associated with the business developed by the companies. It was also found that the cost of invested capital was very low compared to the profitability created, suggesting that these companies still have a great capacity to finance themselves with foreign capital and, thus, to leverage the growth of their business and sustainability over time. In addition, it seems to be evidence that internationalization for extra-community market has led to greater profitability of business, contributing to the sustainability of companies and the national economy.

**Key-words:** Value creation; Internationazation- profitability.

# 1 INTRODUÇÃO

A internacionalização tem sido um tema cada vez mais importante no desenvolvimento das empresas nacionais, uma vez que tem permitido a criação de oportunidades em novos mercados de maior dimensão e a obtenção de recursos mais baratos que permitem economias nos fatores de produção. Para além disso, o crescimento das empresas que se internacionalizaram tem permitido uma maior dinamização da economia portuguesa, sendo as exportações uma das rubricas principais do PIB nacional.

Nesse sentido, a atual dissertação irá estudar os determinantes da criação de valor, tentando identificar algumas das variáveis que condicionam a competitividade dos *players* portugueses nos mercados internacionais.

Para a realização do estudo empírico teve-se como referência uma amostra constituída pelas 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário. A opção pelos mercados extracomunitários está relacionada com a atratividade de vários mercados alternativos como a China, o Brasil e os PALOP (Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa), que para além da proximidade linguística e cultural, têm vindo a ser nos últimos anos uma rampa de lançamento muito importante para várias empresas portuguesas nos mercados internacionais e apresentam um potencial económico elevado que poderá contribuir para uma maior sustentabilidade da economia nacional a médio e longo prazo.

Ao nível da estrutura do trabalho, para além da introdução, irá contemplar os seguintes capítulos principais: o capítulo 2 apresenta a revisão da literatura onde foram desenvolvidos vários temas relacionados com a avaliação do desempenho, do desempenho financeiro e com a lógica da criação de valor, sendo efetuada uma reflexão sobre os principais indicadores de medição da criação de valor e sobre o conceito de custo do capital; no capítulo 3 é feita uma caracterização sobre evolução da internacionalização das empresas portuguesas, apresenta-se mais em pormenor os objetivos e a metodologia utilizada nesta dissertação e é efetuada a análise e a discussão dos resultados de investigação; por fim, são ainda apresentadas as conclusões gerais do trabalho realizado na presente dissertação.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Segundo Silva e Menezes, (2001:37), a revisão de literatura “*Refere-se à fundamentação teórica a adotar para tratar o tema e o problema de pesquisa, através de um mapeamento de quem já escreveu e o que já foi escrito sobre o tema e/ou problema da pesquisa*”.

Sendo assim, revisão de literatura é uma parte fundamental no processo desta investigação, pois permite localizar, analisar, sintetizar e interpretar, os conteúdos disponíveis em relação ao tema em causa, a fim de desenvolver um corpo de conhecimento sólido que possa fundamentar e orientar a parte prática.

### 2.1 Conceito de Desempenho

O desempenho corresponde ao potencial de criação de valor, relativo a um dado período de tempo. Assim, o desempenho refere-se à ação, ao resultado da ação e ao sucesso desse resultado que levará, no fundo, à criação de valor da própria empresa (Rodrigues, 2010). O conceito de desempenho está diretamente relacionado com o termo “*performance*”, e tem sido um tema muito discutido entre a comunidade científica (Neely, 2002). “É um conceito ambíguo, pois, depende quer dos recursos utilizados, quer da combinação obtida com esses recursos” (Alchian e Demsetz, 1972:62).

Segundo Santos, (2008), o conceito do desempenho está interligado com os conceitos de eficiência e eficácia. Carvalho *et al.*(2015), definem a eficiência como a otimização entre os *outputs* (resultados) e os *inputs* (recursos); já a eficácia é entendida como o grau de satisfação dos interesses dos *stakeholders* e dos objetivos estratégicos da empresa. Deste modo, a análise destes dois conceitos ajuda-nos a entender quando os recursos estão a ser aproveitados para produzir a quantidade e a qualidade de bens necessárias, afim de, satisfazer as necessidades do mercado.

O desempenho organizacional tem sido objeto de estudo ao nível da gestão, pelo facto, deste estar condicionado por fatores que a organização não consegue controlar, mas, que, influenciam o seu desempenho. Por isso estes fatores devem ser considerados pelos gestores a

fim, de se obter o sucesso organizacional. Por outro lado o desempenho também é limitado por fatores que a empresa tem a capacidade de controlar e que estão associados ao modo como as atividades são realizadas e os recursos organizacionais são coordenados. Teixeira e Amaro (2013) classificam esses fatores como **fatores externos** (relacionados com os contextos económico, político-legal, social, e tecnológico, e com a estrutura e atratividade da indústria onde a empresa atua) e **fatores internos** (orientações estratégicas da empresa, forma de abordar diferentes negócios e mercados, diversidade de competências e de recursos internos da empresa, entre outros aspetos da gestão).

Câmara (2012) refere que, o ciclo de desempenho, compreende quatro fases: fixação e divulgação de objetivos, implementação de práticas e ferramentas de suporte, tendo por finalidade alcançar os objetivos previamente fixados, mantendo o controlo, o respetivo *feedback* e a avaliação de desvio entre as realizações e as previsões.

Uma vez que, avaliar o desempenho é cada vez mais importante, pois permite-nos, identificar e corrigir os possíveis desvios e alcançar os resultados desejados, irão ser abordados de seguida, os principais temas associados à avaliação do desempenho das organizações.

## **2.2 Avaliação do Desempenho**

Com a globalização, as oportunidades são diversas, mas também o mercado torna-se cada vez mais exigente. Por isso, as organizações sentem a necessidade de avaliar o seu desempenho, visto que, o desempenho promove a sustentabilidade de toda e qualquer organização. Deste modo é fundamental avaliar para corrigir os desvios, manter a uniformidade e obter melhores resultados.

O conceito de avaliação pode ser definido como um processo de medição, Segundo Hayes e Abernathy (1980), tradicionalmente a avaliação do desempenho das empresas e dos gestores é feita apenas com medidas financeiras, o que leva a gestão a concentrar-se nos resultados de curto prazo, prejudicando a sustentabilidade das organizações. Por isso Neely (2005) refere que, no ambiente empresarial atual, foi crescendo a necessidade de também se

medir o desempenho em variáveis não financeiras que ajudem a explicar os resultados e possibilitem uma melhor previsão dos desempenhos futuros.

Neste contexto, a avaliação do desempenho permite-nos visualizar o sucesso da atividade empresarial e o funcionamento de toda a organização. Mas ela por si só não tem uma base que sustenta a sua execução. Torna-se necessária a criação de um padrão que permita a realização da avaliação do desempenho de forma sistemática.

De acordo com Neves (2004) os sistemas de avaliação do desempenho são instrumentos de apoio à implementação da estratégia e ao alcance dos objetivos definidos na empresa. Para Neely (2002) um sistema de avaliação do desempenho quantifica a eficiência a eficácia, através da recolha, compilação, análise e interpretação dos dados apropriados para a tomada de decisão atempada para a realização de ações corretivas.

Caetano (2008), também deu o seu contributo afirmando que, o mais importante na criação e implementação de um sistema de avaliação de desempenho é melhorar o desempenho, a produtividade e a motivação de cada colaborador, reconhecendo o contributo de cada área funcional e/ou de cada colaborador para a eficácia da organização. Este sistema visa a melhoria contínua do desempenho dos indivíduos e das equipas interligando-os com os objetivos da organização. No entanto Câmara (2012), afirma que uma avaliação mal conduzida, destrói a credibilidade do sistema de avaliação.

Uma vez que, a competitividade é crescente no ambiente onde as organizações estão integradas, surgiu a necessidade de avaliar o desempenho de forma cada vez melhor. Para isso, seleccionam-se um conjunto de medidas ou modelos, que permitem a realização deste processo de avaliação.

Assim sendo, têm sido criados vários modelos de avaliação do desempenho que servem de instrumento de medição para os gestores. Estes modelos pretendem não só dar um *feedback* constante do desenvolvimento da organização em variáveis financeiras, como também, garantir o alinhamento de atuação dos colaboradores das diferentes áreas funcionais e processos de trabalho, face aos objetivos estratégicos estabelecidos. Destacam-se entre eles: o **Balanced Scorecard** (BSC), o **Tableau de Bord** (TB), o **Prisma** e a **Pirâmide do Desempenho** (Neely, 2002). Estes modelos têm como grande vantagem o facto de auxiliarem os gestores no controlo dos resultados alcançados em variáveis não financeiras do negócio,

como por exemplo, o grau de eficiência no processo de trabalho, a inovação, a qualidade, que são fundamentais para a obtenção de melhores resultados financeiros.

Para além disso, receber um *feedback* constante da atividade das diferentes áreas funcionais e dos respetivos colaboradores contribui também, para uma melhor monitorização da organização e para o estabelecimento de sistemas de incentivos que incrementem o envolvimento dos gestores relativamente aos objetivos estratégicos.

Contudo, o desempenho financeiro continua a assumir um papel relevante para a sustentabilidade de qualquer organização, sintetizando a tomada de decisão nas restantes áreas. Como tal, irá ser de seguida abordado o conceito de desempenho financeiro.

## **2.3 Desempenho Financeiro**

No contexto de incerteza em que as organizações se encontram, a preocupação dos gestores tem sido ao longo do tempo, alcançar o melhor desempenho financeiro possível, através da maximização da riqueza e da acumulação de meios financeiros líquidos.

Sendo assim, o desempenho financeiro é uma ferramenta importante, pois permite evidenciar os resultados das tomadas de decisões realizadas nos diversos níveis hierárquicos e nas várias áreas de trabalho das organizações, bem como os fatores geradores de valor. Portanto, o desempenho financeiro poderá sintetizar a capacidade de criação de valor das organizações com fins lucrativos (Teixeira, 2008a).

Neves (2012), afirma que as empresas não poderão continuar a usar medidas de avaliação de desempenho que contrariam os objetivos de criação de valor. Por isso, muitas empresas criaram sistemas de gestão baseados no valor, de modo a empenhar, motivar e premiar as pessoas, que na empresa criam valor (Neves, 2011).

A avaliação do desempenho financeiro está relacionada com a informação contabilística proveniente das demonstrações financeiras, como é o caso do Balanço, Demonstração de Resultados e da Demonstração de Fluxos de Caixa (Teixeira e Amaro, 2013). É através da análise destas demonstrações que se obtém informações sobre o desempenho das organizações.

A informação é um elemento fundamental nos dias de hoje, particularmente no mundo empresarial, pois influencia na tomada de decisão dos gestores. Mas para que estas decisões possam ser certas é necessário ter uma base de informações que sejam consideradas fiáveis, compreensíveis, credíveis e relevantes.

De acordo com Neves (2000) é importante que as informações apresentadas pelas demonstrações financeiras satisfaçam as seguintes características:

- Relevância: esta deve ser entendida como a qualidade que a informação tem de influenciar as decisões dos utilizadores. A relevância está também associada ao conceito de materialidade, que determina o ponto onde a informação assume maior importância;
- Fiabilidade: significa que a informação deve estar livre de erros materiais e de juízos prévios;
- Compreensibilidade: a informação deve ser compreensível para aqueles que desejam analisar e avaliar, ajudando-os a identificar a eficiência da gestão;
- Comparabilidade: as empresas devem adotar os princípios de normalização contabilística, a fim de se conseguir obter uma comparabilidade entre os dados económicos e financeiros delas.

Através deste conjunto de características das demonstrações financeiras, torna-se fácil avaliar a saúde financeira de uma empresa ao longo de um determinado período de tempo e comparar o desempenho financeiro da empresa com o setor que ela está inserida ou com, por exemplo, concorrentes diretos.

Assim, as demonstrações financeiras interligam-se, sendo que a demonstração de fluxo de caixa evidencia como são gerados os fluxos de caixa líquidos através das atividades operacionais, de investimento e de financiamento, que por sua vez passam a estar disponíveis em caixa e depósitos bancários da empresa. Já a demonstração de resultados permite-nos caracterizar a formação dos resultados ou da riqueza e o seu impacto no património constante no balanço da empresa. Através desta análise verifica-se que qualquer alteração numa demonstração financeira reflete-se na outra e pode condicionar os resultados da avaliação do desempenho financeiro das empresas (Neves, 2004).

Nesse sentido, para se avaliarem o seu desempenho financeiro de empresas, recorrem-se normalmente a indicadores financeiros que servem, também, para comparar com outras empresas que atuam no mesmo setor de atividade, obtendo-se uma imagem mais concreta da sua sustentabilidade.

## **2.4 Avaliação Tradicional do Desempenho Financeiro**

A avaliação tradicional do desempenho financeiro é feita através de um conjunto de documentos contabilísticos proveniente das demonstrações financeiras.

Segundo Mota e Custodio (2008), o conjunto de demonstrações é uma fonte privilegiada de informação, permitindo, inclusive, o cálculo de diversos indicadores que tornam possível a obtenção de uma imagem mais precisa sobre o desempenho financeiro das organizações. Neste sentido, é necessário avaliar o desempenho financeiro em três vertentes: **económica; financeira e monetária**. Somente uma análise integrada destas três perspetivas nos permite ter uma visão global sobre o desempenho financeiro da empresa, evidenciando o potencial de riqueza criada, a capacidade de transformar este potencial de riqueza em capital efetivo e o património constituído.

### **2.4.1 Indicadores Tradicionais de Avaliação de Desempenho**

Segundo Peterson e Peterson (1996) e Neves (2005) as medidas tradicionais de desempenho financeiro são baseadas em dados contabilísticos, apresentando como vantagens, o facto das informações estarem disponíveis em relatórios, de fácil acesso e interpretação.

Destacam-se os seguintes indicadores referidos pela diversa bibliografia (por exemplo, Neves, 2011 e 2012 e Teixeira e Amaro, 2013):

- Return on investment (ROI);
- Return on assets (ROA);
- Return on equity (ROE);
- Lucro por ação (LPA).

### **2.4.1.1 Return on investment (ROI)**

O ROI é um indicador, que serve para medir o desempenho do capital total investido. Este indicador permite-nos avaliar a situação financeira a longo prazo, tendo por base a capacidade de criação de resultados face aos investimentos realizados. É também utilizado para comparar o desempenho da empresa com o setor de atividade e ajuda, por isso, a melhorar a eficiência da gestão.

Neve (2011), afirma que o *return on investment*, ou retorno sobre o investimento, permite medir a capacidade que a atividade tem para remunerar os investimentos realizados através dos resultados gerados, independentemente de quem os financiou. Este indicador é considerado um dos mais adequados para avaliar o desempenho económico de uma empresa porque não é influenciado pela sua estrutura de financiamento. Ele é utilizado, essencialmente, na comparação do desempenho de empresas que apresentam um nível de risco semelhante.

Este indicador pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$ROI = \frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Ativo Líquido}} * 100$$

### **2.4.1.2 Return on assets (ROA)**

Segundo Carvalho (2014) no seu estudo sobre criação de valor define o *return on assets* (ROA), ou retorno sobre o ativo, como o indicador que permite ao investidor compreender a eficiência ou não da empresa em transformar o capital investido em lucros, pelo que quanto mais elevado ele for, melhor será a *performace* da empresa. Este indicador ajuda-nos a entender como a empresa transforma o seu ativo em lucro. Embora, muitas vezes determinado de forma idêntica ao ROI, este indicador pode relacionar o nível de resultados líquidos gerados pela entidade em função do montante investido na atividade.

O ROA pode, assim, ser calculado da seguinte fórmula

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} * 100$$

### **2.4.1.3 Return on equity (ROE)**

Relativamente ao *return on equity* (ROE), ou o retorno sobre o património (capitais próprios), é um indicador que representa a remuneração que a atividade consegue gerar para os detentores do capital da empresa, traduzindo assim, o nível de resultados líquidos gerados pela entidade em função do montante investido pelos sócios ou acionistas. Este é um indicador muito utilizado pelos bancos e pelos investidores.

Pode-se calcular o ROE através da seguinte fórmula:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Património Líquido}}$$

O ROE difere do ROI e do ROA na medida em que considera apenas o investimento dos proprietários, enquanto nos outros dois indicadores se tem em referência o total de investimento realizado na atividade, financiado tanto por capitais próprios como por capitais alheios.

### **2.4.1.4 Lucro por ação (LPA)**

O lucro por ação (LPA) representa o resultado de uma organização num determinado período de tempo, dividido pelo número de ações em circulação, que permite evidenciar o retorno por cada título que os proprietários possuem.

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Nº de Ações}}$$

Segundo Neves (2000: 242), “*este indicador é por vezes preferido em relação à rentabilidade porque é mais direto na valoração do título e o dominador não está sujeito a critérios contabilísticos de avaliação*”. O mesmo autor, afirma ainda que os analistas financeiros utilizam bastante este indicador para avaliar o desempenho económico da gestão e estimar o seu potencial.

A análise destes indicadores permite avaliar a situação económico-financeira da empresa, através das demonstrações financeiras. De acordo com Neves (2012), estes indicadores são simples e sintetizam tudo o que pode afetar o desempenho de uma organização e também avaliam em que medida o gestor utiliza os capitais da empresa para gerar lucros.

Deste modo, constata-se que as medidas de avaliação do desempenho financeiro poderão ser diversas. No entanto, o **ROI** é o indicador mais utilizado em estudos empíricos no contexto empresarial, pois este é o conceito mais divulgado e que, existem mais dados disponíveis, possibilitando a comparação, por exemplo, com setor ou com concorrentes diretos (Teixeira e Amaro, 2013). Na mesma linha de pensamento Neves, (2012), afirma que a maioria dos estudos económicos e de gestão que observam o desempenho de empresas, utilizam o **ROI** como indicador principal de análise.

Mas deve-se ter em conta, o que foi dito por Martin e Petty (2004): as medidas tradicionais de avaliação de desempenho financeiro, como o ROI e o ROA, têm várias desvantagens como por exemplo, não consideram o custo de oportunidade do capital próprio nem o valor do dinheiro no tempo. Stewart (1991) afirma que essas medidas estão também expostas a alterações contabilísticas.

Rappaport (2001), refere ainda que a utilização dos indicadores tradicionais acarreta algumas limitações, uma vez que são medidas de um período único, podendo os mesmos ser manipulados. Para além disso, defende que o **ROE** e o **LPA** são sensíveis à alavancagem das fontes de financiamento e, por isso, inclui fatores que não são do negócio, não devendo ser utilizado como medida de avaliação do desempenho financeiro.

A análise de rendibilidade constitui, assim, um elemento importante para a avaliação do desempenho financeiro da empresa, mas nos últimos anos, devido às críticas feitas aos métodos tradicionais, tem havido uma evolução para a lógica da criação de valor. De acordo com Neves, (2011) esta metodologia pretende verificar a capacidade dos negócios para criarem excedentes financeiros superiores à rendibilidade exigida pelos investidores (tanto próprios como alheios). Por esta razão Rappaport, (1998), chama atenção para a importância da criação de valor no contexto empresarial, como um fator fundamental para o sucesso sustentado das organizações com fins lucrativos. Por estes motivos, o tema irá ser abordado no ponto seguinte.

## **2.5 Avaliação de Desempenho Financeiro com Base na Criação de Valor**

A avaliação do desempenho financeiro feita apenas com medidas tradicionais, fornece em muitos casos, informação distorcida e dificulta a decisão dos gestores. Por isso, têm sido implementados sistemas de gestão baseados no valor, afim de se avaliarem as áreas com maior capacidade de criação de valor e se desenvolverem de novos indicadores de avaliação do desempenho empresarial.

Segundo Rodrigues (2010), noção de valor emergiu, historicamente, das teorias económicas, existindo diferentes noções de valor nas ciências de gestão, entre elas, o valor comercial, o valor acrescentado, o valor contabilístico e o valor bolsista. O valor comercial aproxima-se do valor da utilidade, ou seja, é o valor que os clientes estão dispostos a pagar e obtém-se pela prática de preços competitivos face aos outros concorrentes (Porter, 1980). Cohen (1990) e Fernández (2001) definem o **valor acrescentado** como um conceito contabilístico. É o valor criado pela produção da organização e pode ser calculado pela diferença entre os rendimentos e os consumos. O **valor contabilístico** pode ser definido como o valor patrimonial pela qual está registado qualquer ativo e passivo, de acordo com o normativo contabilístico, sendo normalmente determinado em função do valor histórico das rubricas analisadas. Segundo Rodrigues (2010) o **valor bolsista** representa o valor de mercado dos títulos das empresas, depende (em parte) do valor contabilístico e integra a noção de risco.

Contudo, durante este trabalho iremos abordar o conceito de valor na perspetiva financeira. Assim, pretende-se através de vários indicadores, medir o valor criado e avaliar quais os determinantes da criação de valor financeiro das empresas. Copeland *et al.* (2001), diz que a criação de valor é o critério mais coerente com a teoria financeira e a eficiência económica e interesses dos acionistas.

A esse propósito, o valor criado para o acionista desde há muito que está nas agendas de muitos conselhos de administração. Mas é a partir de meados da década de 80, que se

desenvolve mais a perspectiva de criação de valor, através do grande impulso dado em 1986 por Rappaport com o seu trabalho *Creating Shareholder Value: the new standard for business performance*.

Segundo Teixeira *et al.*(2012), o conceito de criação de valor está associado à capacidade dos excedentes criados pelo negócio serem capazes não só de cobrir os custos decorrente da atividade, mas também de obterem uma rentabilidade superior à remuneração exigida pelos proprietários e pelas instituições financeiras.

Sendo assim, a criação de valor constitui um dos objetivos primordiais na gestão de qualquer organização e deve ser preocupação de todos os responsáveis, independentemente do seu nível hierárquico (Ferreira, 2002).

De acordo com Brealey *et al.* (2001), o valor de uma empresa está intimamente relacionado com a sua capacidade para gerar recursos financeiros ao longo do tempo, capazes de cobrirem os custos de exploração, rentabilizarem os investimentos realizados e remunerarem todos os financiadores da atividade. Deste modo, a gestão deverá otimizar o lucro a longo prazo, para assegurar a sobrevivência, o crescimento e o desenvolvimento sustentado da empresa (Silva *et al.*, 2009).

Assim sendo, pretende-se que os gestores tenham um maior controlo do negócio e que tenham uma maior capacidade para otimizar a criação de valor ao longo do tempo, garantindo o autofinanciamento e a remuneração pretendida pelos investidores. Nesse sentido, Neves (2011), refere que as decisões dos gestores que condicionam o valor para empresa podem ser divididas em três tipologias: **decisões operacionais**, relacionadas com a gestão corrente; **decisões de investimento** que correspondem à aquisição e alienação de ativos fixos e as **decisões de financiamento**, que dizem respeito ao aumento de capital ou financiamento de curto, médio e longo prazo. Estas mesmas decisões, só criam valor desde que assumam pelo menos, uma das seguintes consequências:

- Aumentem os fluxos de caixa de curto e longo prazo, gerados pelos ativos;
- Aumentem as expectativas de crescimento dos resultados;
- Alarguem o período de crescimento supranormal;
- Reduzam o custo do capital.

Neves (2012) realça, ainda, que 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. Por isso, é necessário que os gestores conheçam quais os ativos que criam ou destroem valor na empresa, através da utilização de indicadores que permitam evidenciar não só as origens do valor criado, mas também, verificar se este valor é capaz de gerar um resultado superior ao custo do capital investido ou não.

Sendo assim, nos pontos seguintes iremos abordar os indicadores de criação de valor, bem como o conceito de custo do capital.

### 2.5.1 Indicadores de Criação de Valor

Existem diversas de perspectivas para a avaliação do desempenho financeiro com base na criação de valor, não havendo, contudo, unanimidade quanto aos indicadores a utilizar. Neves (2012) afirma que todos os indicadores utilizados para medir a criação de valor podem ser calculados de acordo com duas perspectivas, a dos proprietários e a da empresa, sendo que neste trabalho irão ser analisados sobre esta última perspectiva, uma vez que, se pretende verificar se o negócio cria excedentes capazes de remunerar o custo exigido tanto por proprietários como por credores. Já Teixeira (2016) organiza os indicadores de avaliação do desempenho financeiro em três perspectivas: **resultados contabilísticos, rentabilidade e fluxos de caixa**. De seguida, apresentam-se os indicadores mais referidos pela bibliografia em cada uma das perspectivas (Teixeira, 2016):

- 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).

### ***2.5.1.1 Avaliação com base nos Resultados***

Segundo Jordan *et al.* (2012), o conceito do EVA tem contribuído para a alteração profunda dos critérios de análise financeira nas organizações, permitindo refletir num só indicador financeiro, todos os fatores relacionados com a criação de valor.

De acordo com Teixeira e Martins (2015), é na década de 90, que o EVA foi registado pela empresa de consultadoria Stern Stewart & Cº, e é a partir desta altura, que este indicador ganha importância, sendo considerado como medida prioritária de desempenho organizacional. Assim, Stewart (1999) afirmam que o EVA é uma medida de avaliação financeira que permite conhecer o verdadeiro valor da empresa.

Segundo Neves (2012), o EVA é um indicador que 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). Na mesma, linha de pensamento, Kassai *et al* (2000), afirmam que, o EVA é o valor que a empresa agrega após remunerar todos os recursos investidos, quer sejam financiados pelo custo de capital de terceiros ou pelo custo do capital próprio.

Desta feita, o EVA é um indicador que permite uma análise sobre a remuneração do capital investido, uma vez que, esse investimento é composto por recursos próprios e alheios. Sendo assim, é necessário verificar até que ponto a rentabilidade gerada, consegue cobrir os custos inerentes ao investimento.

Stephens e Bartunek, (1997) definem o EVA como sendo o balanço comparativo entre a rentabilidade da empresa e o capital que ela aplicou para gerar essa rentabilidade. Esta comparação pode ser calculada pela seguinte fórmula:

$$EVA = RO * (1 - t) - CI * WACC$$

**Legenda:** RO - resultado operacional; CI - capital total investido; WACC - custo médio ponderado do capital e o RO x (1 - t) - resultado operacional líquido de imposto (ROLI).

O WACC é a taxa utilizada para representar o custo do capital, sendo assim a taxa mínima exigida pelos investidores, tema que será alvo de estudo no capítulo seguinte.

Através do cálculo deste importante indicador de avaliação da criação de valor podem-se constatar as seguintes situações de resultado.

**Quadro 1: Interpretação do resultado do EVA**

<b>EVA &gt; 0</b>	<b>Criação de Valor</b>	Verifica-se quando a empresa consegue gerar excedentes superiores para remunerar todos os capitais investidos.
<b>EVA = 0</b>	<b>Sem Criação de Valor</b>	O valor gerado pela organização é suficiente para cobrir o custo do capital investido, sendo que a organização não conseguiu criar valor.
<b>EVA &lt; 0</b>	<b>Destruição de Valor</b>	A organização não consegue cobrir os seus custos, verificando-se assim a destruição de valor.

**Fonte:** Teixeira (2015)

Desta forma, podemos concluir que, com a análise do EVA a empresa toma conhecimento da sua capacidade para criar valor, tal como, dos elementos destruidores de valor. Silva e Queirós, (2010) também deram o seu contributo afirmando que o EVA mede o valor financeiro criado face à rentabilidade esperada dos capitais investidos na atividade, tendo em conta os custos do capital alheio e do capital próprio. Alves e Teixeira (2003) enfatizam que a análise do EVA permite comparar a atividade financeira e a atividade económica da empresa, verificando se o resultado operacional depois de cobrir os impostos é suficiente para remunerar os capitais investidos (quer alheios como próprios) em função da taxa pretendida.

Já o CVA é um indicador que nos permite avaliar a criação de valor financeiro, de uma organização 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**), 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 (Pardal e Teixeira, 2005). Teixeira e Amaro, (2013), referem ainda que, o facto dos custos não desembolsáveis

serem incluídos no cálculo deste indicador, implica que não afetam os resultados em função das diferentes políticas contábilísticas adotadas pelas empresas no que respeita às amortizações e depreciações, às imparidades e às provisões do exercício, evidenciando melhor a capacidade de criação de valor.

Assim, o MOLI é calculado através da seguinte fórmula.

$$\begin{aligned} \mathbf{MOLI} &= \mathbf{Resultados\ operacionais} - \mathbf{imposto\ sobre\ os\ resultados\ operacionais} \\ &+ \mathbf{Amortizações\ e\ depreciações\ do\ exercício} \\ &+ \mathbf{Provisões\ e\ imparidades\ do\ exercício} \end{aligned}$$

Em sequência, o CVA é determinado através da seguinte fórmula:

$$\mathbf{CVA} = \mathbf{MOLI} - \mathbf{WACC} * \mathbf{CI}$$

**Legenda:** MOLI - meios operacionais líquidos de imposto; WACC - custo do capital investido na empresa e o CI - capital total investido.

Young e O'Byrne, (2001), chamam a atenção que o EVA tem a vantagem de mostrar a capacidade do negócio para cobrir todos os custos inerentes à atividade, sendo também de fácil aplicação e de fácil entendimento. Mas, por outro lado os autores referem ainda que o CVA difere do EVA por incluir no seu cálculo os encargos com amortizações, depreciações, provisões e imparidades do exercício, o que permite aproximar os resultados aos conceitos de fluxos de caixa, bem como eliminar potenciais distorções causadas pelas políticas contábilísticas das empresas.

### ***2.5.1.2 Avaliação com Base na Rendibilidade***

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).

Modigliani e Miller (1958) referem que o valor de uma empresa não está relacionado com a decisão relativa à estrutura de capital, mas com a rendibilidade esperada. Sendo assim, o conceito de rendibilidade da empresa está relacionado, com a capacidade de a atividade

gerar lucros suficientes para rentabilizar os investimentos realizados de acordo com uma taxa desejada (Brealey e 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).

Segundo Mota e Custódio, (2008), a análise da rendibilidade é uma das perspetivas mais importantes na avaliação do valor de uma organização, permitindo verificar a *performance* dos capitais investidos e, ainda, refletir a qualidade da gestão. Neves, (2012), realça que nesta perspetiva, a criação de valor existe quando a rendibilidade gerada for superior ao custo do capital investido.

Assim sendo Teixeira (2008a), chama-nos atenção da importância de responder a duas questões fundamentais para a realização do cálculo da rendibilidade, uma vez que a rendibilidade do capital é um elemento importante na análise da criação de valor.

- Que lucros devem ser considerados para avaliar a rendibilidade da empresa?
- Que valores deverão representar o montante de investimento realizado na atividade?

Neves (2012) afirma que o conceito de rendibilidade é simples e fácil de entender, mas, no entanto, a sua utilização na prática levanta algumas dificuldades técnicas relativamente à definição de qual resultado e qual investimento, pois estes variam em função dos objetivos da análise. Neste sentido Teixeira (2008a) mostra-nos as três perspetivas da análise do ROI, que se distinguem em função dos valores considerados em resultados criados e em investimentos.

➤ **A análise tradicional da rendibilidade da empresa**

$$ROI = \frac{R. Operacionais}{Ativo Líquido} * 100$$

Esta perspetiva do ROI baseia-se na informação diretamente disponível nas demonstrações financeiras sem qualquer ajuste.

➤ **A análise da rendibilidade da atividade de exploração**

$$ROI = \frac{R. Operacionais}{Ativo Económico} * 100$$

Indica em percentagem qual foi o lucro criado pela atividade de exploração face ao investimento necessário para o normal funcionamento do negócio. Usualmente, esta fórmula aplica-se em unidades de negócio que apenas possuem ativos diretamente relacionados com a sua atividade.

➤ **A análise da rentabilidade global da empresa**

$$ROI = \frac{RLSAF}{Total\ de\ investimento} * 100$$

Representa em percentagem, o lucro criado pelo negócio face ao total de investimento na atividade, indicando a rentabilidade gerada para cobrir os custos de funcionamento da empresa.

Teixeira *et al* (2012) referem que, para a análise da rentabilidade global da empresa, utiliza-se o RLSAF que é o resultado líquido sem alavancagem financeira, contemplando assim, a soma dos resultados operacionais e dos rendimentos financeiros líquidos de impostos. Já no denominador, os mesmos autores referem que deverá ser utilizado o conceito de total de investimento que contempla o ativo líquido corrigido dos passivos não remunerados e que compensam as necessidades financeiras criadas com a constituição de ativos.

Neves (2011) refere que na prática os analistas utilizam a perspetiva da avaliação tradicional, que é o conceito mais simples, baseado na informação diretamente disponível nas demonstrações financeiras sem realizarem qualquer ajuste e, como tal, utilizam os resultados operacionais para aferir os lucros provenientes da atividade, sendo o valor do investimento representado pelo ativo líquido.

Teixeira (2008a), refere que na perspetiva da rentabilidade, a análise do valor económico criado, pode ser realizada através do conceito de rentabilidade supranormal (**RS**), que compara a rentabilidade criada com as expectativas dos investidores.

Teixeira (2008a) define a rentabilidade supranormal como a rentabilidade acima do esperado e que vai permitir que haja criação de valor para os diferentes financiadores dos capitais investidos (credores e proprietários). Neves (2011), afirma que a rentabilidade supranormal é o indicador base para compreender a criação de valor ou a destruição deste mesmo valor.

Teixeira (2008a) e Neves (2011) chamam a atenção que a **RS** é calculada com base na comparação do ROI obtido, com o custo do capital exigido pelos investidores. A multiplicação dessa margem pelo volume de capitais investidos, permite igualmente, uma imagem do valor criado no período analisado. Sendo assim, podemos calcular a **RS** da seguinte forma, devendo o resultado ser semelhante ao obtido pelo cálculo do **EVA**.

$$RS = ROI - WACC * CI$$

**Legenda:** RS - rendibilidade supranormal; ROI - *return on investment*; WACC - custo de financiamento da atividade e o CI – capital total investido.

Para se determinar o valor criado em valores monetários, a rendibilidade supranormal deverá ainda constar na seguinte fórmula:

$$Valor\ criado = Rendibilidade\ Supranormal * Investimento$$

Segundo Teixeira (2008a) a investigação financeira tem demonstrado que quando se utiliza corretamente o EVA e a RS, os resultados são idênticos, facilitando assim a análise do desempenho histórico periódico, não sendo necessário a análise de diversos exercícios para avaliar a criação de valor.

Quanto ao **CFROI**, Neves (2011) afirma que, foi criado pela *CSFB-Holt Value Associates* como uma opção relativamente ao ROI, e pretende comparar os fluxos de caixa gerados com o valor investido, determinando uma taxa máxima de rendibilidade que os investidores poderão usufruir.

O CFROI parte do princípio que a avaliação do desempenho financeiro de uma organização deve ser feita com base nos critérios utilizados na avaliação de investimentos. Por isso Young e O' Byrne (2003), afirmam que o aspeto mais relevante deste indicador é o facto de poder ser calculado da mesma forma que a TIR (taxa interna de rendibilidade), mas chamam a atenção de que não poderá ser interpretado da mesma forma.

Porém, é o indicador mais difícil de operacionalizar e os valores deverão ser calculados a preços correntes, ou seja, têm de considerar o impacto da inflação. Para além disso, parte do princípio que os excedentes criados se mantêm fixos ao longo da vida dos ativos, o que na realidade é utópico.

Deste modo, o seu cálculo permite verificar a rentabilidade (TIR) que os investimentos poderiam proporcionar, tendo em consideração a capacidade atual da atividade para gerar excedentes financeiros ao longo da vida útil dos ativos existente (Neves, 2012).

A fórmula de cálculo do CFROI é a seguinte:

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

**Legenda:** AEPC - ativo económico a preços correntes; MLOLIPC - meios libertos operacionais líquidos de imposto a preços correntes; TIR - taxa interna de rentabilidade; VR - valor residual e o n - numero de anos de vida útil do projeto.

Finalmente, os defensores do CFROI referem que se verificará a criação de valor, através da comparação da TIR determinada com o custo do capital exigido, dando origem a um indicador denominado de *Value to Cost Ratio* (VCR).

$$VCR = \frac{CFROI}{CUSTO\ do\ CAPITAL}$$

Contudo, tal como refere Neves (2011), este indicador tem sido sujeito a inúmeras críticas, em virtude de ser difícil de operacionalizar e de partir de pressupostos pouco aderentes à realidade.

### ***2.5.1.3 Avaliação com Base nos fluxos e Caixa***

No que diz respeito, aos fluxos de caixa, esses são um poderoso instrumento de planeamento e controlo financeiro, uma vez que evidenciam a capacidade da atividade para criar *cash-flows*, ao longo dos exercícios económicos e não são influenciados pelas políticas contabilísticas relacionadas com os custos não desembolsáveis, como as amortizações e depreciações e imparidades, que têm impacto nos resultados ou nos meios libertos (Esperança e Matias, 2009).

Neves (2011), afirma que os fluxos de caixa são cada vez mais utilizados na avaliação de desempenho financeiro, uma vez que representam os fluxos monetários reais de um investimento ou de uma organização e são calculados pela diferença entre todas as entradas e saídas monetárias.

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

Segundo Neves (2002), o fluxo de caixa livre (**FCL**), do inglês *free cash flow*, representa o excesso financeiro líquido gerado pelas atividades operacionais, de investimento e financiamento externo que ficam disponíveis, para os detentores do capital. Mota e Custódio (2008) realçam que os **FCL** correspondem ao valor disponível para os proprietários (*Equity value*). A sua fórmula de cálculo é a seguinte:

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

**Legenda:** RL - resultado líquido; A - amortizações e depreciações do exercício; P - provisões e imparidades do exercício;  $\Delta NFM$  - variação das necessidades de fundo de manei; I - investimento em capital fixo; R - reembolsos de capital dos empréstimos obtidos e o E - empréstimos obtidos.

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

É calculado através da seguinte fórmula.

$$FCO = RO * (1 - t) + A + P - \Delta NFM - I$$

**Legenda:** RO - resultado operacional; A - amortizações e depreciações do exercício; P - provisões e imparidades do exercício;  $\Delta NFM$  - variação das necessidades de fundo de manei; I - investimento em capital fixo e o t - taxa efetiva de imposto sobre o rendimento.

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

No entanto, na lógica da criação de valor, é essencial que se consiga medir se os fluxos de caixa criados conseguem garantir a rentabilidade exigida. Nesse sentido Neves (2011) refere que deverão ser utilizados os indicadores **Valor Económico Criado (VEC)** e a **Taxa Interna de Rentabilidade Efetiva (TIRE)**, que são determinados em função dos fluxos de caixa históricos e que têm por referência o custo do capital esperado.

Assim, o indicador valor económico criado (VEC) e a taxa interna de rentabilidade efetiva (TIRE), que são medidas de desempenho baseadas nos fluxos de caixa históricos, assentam o seu cálculo na capitalização dos diversos fluxos de caixa para o final do último ano do estudo, aferindo a rentabilidade gerada ao longo da implementação dos investimentos que anteriormente foram projetados.

Segundo Jorge e Teixeira (2014) o VEC e a TIRE servem como ponte entre a avaliação dos projetos de investimento, baseada em previsões e o controlo da sua implementação, através da comparação entre os valores previsionais dos indicadores VAL e TIR e os fluxos de caixa criados pelo negócio face à remuneração exigida.

Estes dois indicadores, o VEC e a TIRE, podem ser calculados da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
 VEC &= FCO_1 * (1 + \text{Custo de Capital})^{(n-1)} + FCO_2 * (1 + \text{Custo de Capital})^{(n-2)} \\
 &+ \dots + FCO_n \\
 0 &= FCO_1 * (1 + TIRE)^{(n-1)} + FCO_2 * (1 + TIRE)^{(n-2)} + \dots + FCO_n
 \end{aligned}$$

Pode-se verificar que, há criação de valor sempre que o resultado do VEC seja superior à zero, porque significa que conseguiu gerar excedentes capazes de cobrir o investimento e a remuneração pretendida pelos investidores.

Sendo assim, conclui-se que os indicadores apesar de serem calculados com diferentes perspetivas, eles têm a mesma finalidade que é verificar se o negócio criou ou não rentabilidade superior ao capital investido, tendo em conta o custo do capital, cujo conceito será abordado no ponto seguinte.

## **2.6 Custo de Capital**

O custo de capital é uma ferramenta importante na decisão de investimento para qualquer empresa, sobretudo se for um projeto internacional. Determinar o custo do capital de uma empresa engloba o cálculo do custo do capital próprio e alheio.

Os investidores da empresa encaram o custo do capital como um meio para obter uma taxa de retorno do capital investido, pelo que o seu conceito está ligado a uma taxa de risco. Por isso Neves (2002), chama a atenção da necessidade de que os gestores têm que tomar decisões que proporcionem o crescimento sustentável da empresa, tendo em consideração o risco e o nível de rendibilidade que deverá ser exigida.

Assim, o custo de capital representa a rendibilidade 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 da remuneração dos investidores (Neves, 2002).

A atividade das empresas pode ser essencialmente financiada através de capitais alheios e de capitais próprios, estando associado a ambos um custo específico, que varia em função do risco incorrido pelos diferentes investidores, pois o custo do capital está associado à relação risco e retorno, visto que quanto maior for o risco da empresa maior vai ser a taxa de retorno exigida pelos investidores e consequentemente maior será o custo de capital.

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

A sua fórmula de cálculo é a seguinte (Alves e Teixeira, 2003):

$$WACC = \left(\frac{CP}{AL}\right) * Ke + \left(\frac{P}{AL}\right) * Kd * (1 - t)$$

**Legenda:** CP - capital próprio; AL - ativo líquido; P – passivo; Ke - custo capital próprio; Kd - custo capital alheio e a t - taxa efetiva impostos sobre rendimento

Tendo como referência a formula apresentada, a estrutura ótima de capital (ou nível de endividamento ótimo) é aquela que minimiza o WACC, e conseqüentemente maximiza o valor da empresa (Renato, 2010). Deste modo, espera-se que os gestores tenham em atenção as fontes de financiamento mais baratas, tornando menor o custo do capital necessário para financiar a atividade.

De acordo com Teixeira e Amaro (2013) o WACC engloba o custo do capital próprio, que representa a taxa de retorno que os proprietários esperam obter para serem compensados do risco, e o custo do capital alheio corrigido das poupanças fiscais.

Teixeira (2008b), afirma que o custo do capital próprio das empresas cotadas em bolsa, é representado pela rentabilidade esperada, determinada através do *Capital Asset Price Model* (CAPM) que mede a remuneração a exigir pelos proprietários tendo por base a rentabilidade do mercado e o risco associado aos títulos; nos outros casos, poderá ser calculado, tendo por referência a rentabilidade média dos capitais próprios do sector de atividade ou, pela adição de um prémio de risco ao custo de financiamento bancário da empresa. O mesmo autor afirma que, a remuneração do capital alheio é apurada frequentemente pelas taxas de juro contratadas junto das instituições financeiras, ou através da relação entre os gastos financeiros do período e o passivo remunerado no final do exercício anterior.

Teixeira (2008b) defende ainda que, o ativo líquido deve ser substituído pelo investimento total, visto que no ciclo de exploração os créditos obtidos de fornecedores e de outros credores financiam parte do ativo, provocando uma diminuição das necessidades financeiras.

Modigliani e Miller (1958) desenvolveram a teoria da estrutura de capitais em função dos custos e benefícios, vulgarmente conhecida por *trade-off theory*, onde se pretende estipular algumas regras para definir o mix entre capitais próprios e passivos para financiar a atividade, de forma a reduzir o custo médio ponderado de capital (WACC). Segundo Teixeira

(2008b), a estrutura de capitais em função da *trade-off theory* decorre dos seguintes princípios: o custo médio ponderado do capital é menor através da utilização de dívida, visto que esta tem geralmente um custo inferior ao capital próprio; atingindo um determinado valor de dívida, o risco financeiro percebido é superior e os custos de uma eventual falência incrementam o custo dos passivos; devido ao maior risco, os proprietários começam a exigir também uma maior rentabilidade fazendo com que o custo médio ponderado do capital seja superior.

Deste modo é fundamental ponderar a escolha da fonte de financiamento, uma vez que, a sua seleção condiciona o custo do capital a exigir pelos diferentes investidores e, consequentemente, a capacidade de criação de valor financeiro por parte do negócio. Isto porque, quanto maior for a rentabilidade 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 (Teixeira, 2017).

## **3 ESTUDO EMPÍRICO**

### **3.1 A Internacionalização das Empresas Portuguesas**

Num mundo em constante mudança, global e de incerteza constante no ambiente empresarial, tem sido crescente a abertura de novos mercados e a ascensão de nova concorrência, despertando os gestores para a necessidade de ampliar os seus negócios e de torna-los mais competitivos. Sendo assim, a internacionalização torna-se vital para as empresas portuguesas darem respostas aos desafios impostos pela globalização, tornando-se competitivas internacionalmente e, assim, contribuírem também para o desenvolvimento da economia portuguesa. Com efeito, Simões (2010) refere que a internacionalização das empresas portuguesas é fundamental para o desenvolvimento da economia portuguesa, pelo que a temática assume um papel de destaque crescente.

Segundo Dominginhos e Dias (2013), foi a partir da década de 60 que teve início a projeção no exterior das empresas portuguesas com os sectores do calçado, vestuário, têxteis, cortiça, entre outros. No entanto, foi na década de 90 que se assistiu a um movimento mais consistente e com contornos mais estratégicos no que concerne à internacionalização.

Atualmente, o RIEP (Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas) centra-se num tema específico ligado à internacionalização, fornecendo dados e provocando reflexões sobre o percurso das empresas portuguesas com presença física no estrangeiro, identificando os principais desafios enfrentados e as tendências gerais da gestão internacional.

Através do RIEP, desenvolvido pelo Indeg-ISCTE juntamente com o Núcleo de Estratégia e Negócios Internacionais da Fundação Dom Cabral e com apoio institucional da AICEP, pode-se verificar a forma como as empresas portuguesas têm desenvolvido as suas estratégias internacionais, através da sua expansão geográfica no mercado estrangeiro.

Ainda com base no RIEP 2016, as empresas portuguesas efetuam os seus investimentos de forma direta num total de 81 países, destacando-se os seguintes apresentados no quadro abaixo.

**Quadro 2: Países com maior número de empresas portuguesas**

<b>Países</b>	<b>Nº de empresas</b>
Espanha	31
Brasil	28
Angola	28
Moçambique	22
Reino Unido	17
França	16
México	11
Alemanha	11
Cabo Verde	11
EUA	10
Polónia	10

**Fonte:** Própria

Ao observar os dados apresentados pelo RIEP 2016 verifica-se maior número de empresas portuguesas no continente europeu expressando assim uma percentagem de 78%, ficando tal a dever-se ao facto de Portugal fazer parte da União Europeia. A relação entre Portugal e os PALOP, influenciou a internacionalização das empresas portuguesas no continente africano, detendo representações de 57% das empresas portuguesas com investimentos diretos no estrangeiro. A América do Sul é o terceiro continente com mais investimento direto nacional, apresentando uma percentagem de 50% das empresas que constam do RIEP. Para tal, contribuíram fatores determinantes como a língua e a história entre Brasil e Portugal.

A internacionalização é um desafio para qualquer economia, e a economia portuguesa tem abraçado este desafio, através da diversificação dos seus mercados, da flexibilidade, adaptação, agilidade e competitividade das empresas.

Segundo a publicação feita pelo jornal de negócio, Portugal ocupa a 42ª posição no Ranking de Competitividade do Fórum Económico Mundial, que avalia 137 países.

As exportações contribuem diretamente para expansão do crescimento económico, pois estas correspondem a uma das componentes principais do Produto Interno Bruto. Os dados estatísticos do INE (2017) destacam que as exportações têm representado desde 2013 um peso

na ordem dos 27% / 28% do PIB, o que evidencia que internacionalização contribui diretamente para o desenvolvimento económico do país.

Segundo a publicação feita pelo jornal de negócio as empresas que, dominam o pódio do ranking das 10 maiores exportadoras portuguesas são: a Petrogal (do grupo Galp), a Navigator, a Autoeuropa, a Continental Mabor e a Bosch Car Multimedia.

Para se analisar as exportações de acordo com as regiões nacionais, recorreu-se aos dados estatísticos apresentados pelo INE (2017) divididos pelas seguintes origens de exportação: Portugal Continental, Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira e Extra-Regio, que inclui dados para os quais não é possível dispor de informação sobre a localização da sede do operador, nomeadamente operadores com NUTS desconhecida e estimativas das transações abaixo dos limiares de assimilação efetuadas nas estatísticas do Comércio Intra-EU (dentro da União Europeia). Tal como indica a tabela abaixo, segundo a NUTS III (unidades de nível III), Portugal Continental é dividido em várias regiões, sendo estas por sua vez divididas em sub-regiões estatísticas.

Sendo assim, evidencia-se de seguida o progresso das exportações por localização geográfica desde 2010 até o ano de 2016.

**Tabela 1: Evolução das exportações por local de origem**

Localização geográfica (NUTS III)	Exportações de bens por Localização geográfica-Anual						
	Período de referência dos dados						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	€	€	€	€	€	€	€
<b>Portugal</b>	37.267.906.508	42.828.033.392	45.213.015.628	47.302.913.319	48.053.695.644	49.654.001.365	50.022.262.509
<b>Continente</b>	35.445.616.663	41.127.440.693	43.440.052.415	45.286.504.913	45.860.508.361	47.369.468.900	47.608.284.250
<b>Norte</b>	14.046.785.056	16.022.002.164	16.792.442.135	17.218.094.654	18.225.063.826	19.334.509.511	20.453.083.859
Ninho-Lima	1.061.099.539	1.149.834.387	1.217.659.906	1.386.056.765	1.539.710.964	1.604.469.126	1.640.945.299
Cávado	1.501.848.512	1.737.681.513	1.621.428.980	1.610.708.873	1.683.313.485	1.806.186.308	2.083.703.373
Ave	3.313.665.593	3.690.549.000	3.882.537.484	4.144.855.606	4.399.605.708	4.679.831.097	4.924.074.765
Grande Porto	4.206.689.936	5.046.502.827	5.549.454.673	5.291.798.696	5.437.952.342	5.615.235.712	5.901.626.715
Tâmega	1.301.565.829	1.488.559.266	1.589.516.232	1.779.670.929	1.877.782.781	1.901.686.722	1.966.943.951
Entre Douro e Vouga	2.311.576.425	2.473.548.758	2.521.592.661	2.556.093.255	2.744.788.339	2.962.949.550	3.134.142.973
Douro	55.952.632	61.910.152	75.003.055	85.992.852	95.533.203	103.467.613	106.400.384
Alto Trás-os-Montes	292.220.838	379.422.261	335.269.154	362.862.680	446.377.009	660.669.383	695.346.389
<b>Centro</b>	7.832.891.194	8.261.126.670	8.627.623.142	8.910.975.501	9.251.960.636	10.975.736.171	11.109.760.993
Baixo Vouga	2.583.323.130	2.835.408.463	3.075.355.468	2.992.216.081	3.102.669.599	3.210.866.733	3.291.657.951
Baixo Mondego	1.238.890.029	908.139.982	785.324.780	830.150.246	841.838.567	928.613.236	913.604.789
Piñhal Litoral	951.760.659	1.039.139.720	1.180.368.271	1.277.513.042	1.334.342.327	1.406.179.524	1.480.260.200
Piñhal Interior Norte	197.146.954	243.193.505	270.467.557	278.327.994	289.653.866	327.481.505	325.075.617
Dão-Lafões	1.068.420.508	1.123.592.965	1.106.485.659	1.266.132.151	1.271.945.430	1.226.432.022	1.252.255.471
Piñhal Interior Sul	28.366.508	32.697.213	34.873.815	33.278.818	38.221.812	41.086.601	33.610.494
Serra da Estrela	18.750.025	19.442.197	23.374.022	25.654.044	27.651.507	31.888.406	29.736.217
Baira Interior Norte	173.720.916	215.567.101	196.994.767	236.995.724	242.859.118	276.524.500	240.720.377
Baira Interior Sul	122.646.267	108.785.905	133.262.810	137.720.839	136.866.192	1.462.562.479	1.449.285.164
Cova da Beira	166.733.444	200.028.001	211.248.402	208.372.133	218.932.679	208.252.085	205.882.870
Oeste	721.036.349	857.104.481	917.413.730	999.937.708	1.023.476.666	1.066.209.621	1.072.199.884
Médio Tejo	559.120.070	658.027.139	692.563.861	684.676.721	723.500.873	787.645.459	815.471.949
<b>Lisboa</b>	11.153.492.759	14.039.612.802	15.143.773.958	16.160.685.365	15.364.478.780	13.934.333.511	12.928.772.416
Grande Lisboa	7.721.297.204	9.100.065.443	10.643.585.462	11.672.446.900	10.812.228.655	10.430.566.613	9.661.881.116
Península de Setúbal	3.432.195.555	4.939.546.359	4.500.188.496	4.488.238.465	4.552.250.105	3.503.766.898	3.266.891.300
<b>Alentejo</b>	2.266.227.001	2.665.284.194	2.735.571.880	2.858.569.240	2.877.370.681	2.979.146.755	2.956.482.302
Alentejo Litoral	685.174.315	858.460.312	593.842.158	642.410.218	722.984.865	689.127.590	704.354.493
Alto Alentejo	1.61.756.954	175.532.746	408.549.643	441.990.949	283.092.387	288.708.038	289.975.867
Alentejo Central	396.590.275	427.761.106	448.854.997	462.800.883	492.418.382	541.120.659	553.825.484
Baixo Alentejo	434.199.785	519.277.311	535.794.380	530.198.123	563.898.618	597.729.501	553.661.391
Luzitânia do Tejo	588.505.672	694.252.719	748.530.702	781.229.067	814.976.431	862.460.967	854.665.067
Algarve	130.289.619	139.414.865	140.641.300	138.240.153	141.634.458	145.748.952	160.184.690
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	83.081.954	117.116.202	109.669.939	124.443.106	95.367.751	104.009.519	83.804.328
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	58.353.449	62.328.135	145.059.459	83.543.016	125.772.134	110.599.996	95.469.581
<b>Extra-Regio</b>	1.680.854.442	1.521.148.362	1.518.233.835	1.808.422.284	1.972.047.398	2.049.928.948	2.234.704.350

Fonte: Adaptado de INE, 2017.

Da tabela anterior destaca-se a evolução global positiva das exportações portuguesas, embora com alguma inconstância nos valores das regiões autónomas. Contudo, a evolução de Portugal Continental foi bastante positiva, absorvendo as ligeiras diminuições registadas nos Açores e na Madeira. Pela positiva salientam-se as evoluções das regiões Norte e Centro do país e, pela negativa, a evolução da região de Lisboa.

Após uma análise das origens das exportações, segue-se também a análise do seu destino. Para tal, apresenta-se a evolução das exportações nos últimos três anos para os principais mercados. Os dados apresentados foram obtidos do INE (2017).

**Tabela 2: Principais mercados das exportações portuguesas**

Mercado de destino	Exportações ( € e %) de bens por principais mercado de destino - anual					
	2013		2014		2015	
Espanha	11 176 718 813,00 €	23,6%	11 284 010 333,00 €	23,1%	12 478 189 617,00 €	25,1%
Alemanha	5 508 688 397,00 €	11,6%	5 618 419 050,00 €	11,7%	5 883 117 818,00 €	11,9%
França	5 496 751 571,00 €	11,6%	5 658 613 493,00 €	1,2%	12 478 189 617,00 €	12,2%
Angola	3 112 687 722,00 €	6,6%	3 177 938 336,00 €	6,6%	2 099 058 952,00 €	4,2%
Reino Unido	2 612 562 583,00 €	5,5%	2 943 891 123,00 €	6,1%	3 355 790 891,00 €	6,8%
Estados Unidos	1 997 743 109,00 €	4,2%	2 110 727 326,00 €	4,4%	2 566 672 030,00 €	5,2%
Países Baixos	1 892 131 024,00 €	4,0%	1 908 771 614,00 €	4,0%	1 988 742 426,00 €	4,0%
Itália	1 564 825 975,00 €	3,3%	1 539 196 700,00 €	3,2%	1 585 909 481,00 €	3,2%
Bélgica	1 343 284 623,00 €	2,8%	1 303 296 000,00 €	2,7%	1 134 083 356,00 €	2,3%
Brasil	738 945 642,00 €	1,6%	638 568 090,00 €	1,3%	568 772 821,00 €	1,1%
China	657 484 420,00 €	1,4%	839 714 326,00 €	1,7%	838 723 451,00 €	1,7%

**Fonte:** Adaptado de INE, 2017.

Através da tabela anterior, pode-se verificar que o maior parceiro comercial é o mercado vizinho, ou seja, a Espanha com um peso de 25% das exportações no último ano em análise. Pode-se observar também que as exportações para o mercado angolano e brasileiro diminuíram ao longo do triénio em análise, devido à quebra económica que, entretanto se verificou nesses países.

Na tabela seguinte são apresentadas as exportações por tipologia de bens vendidos para os mercados internacionais.

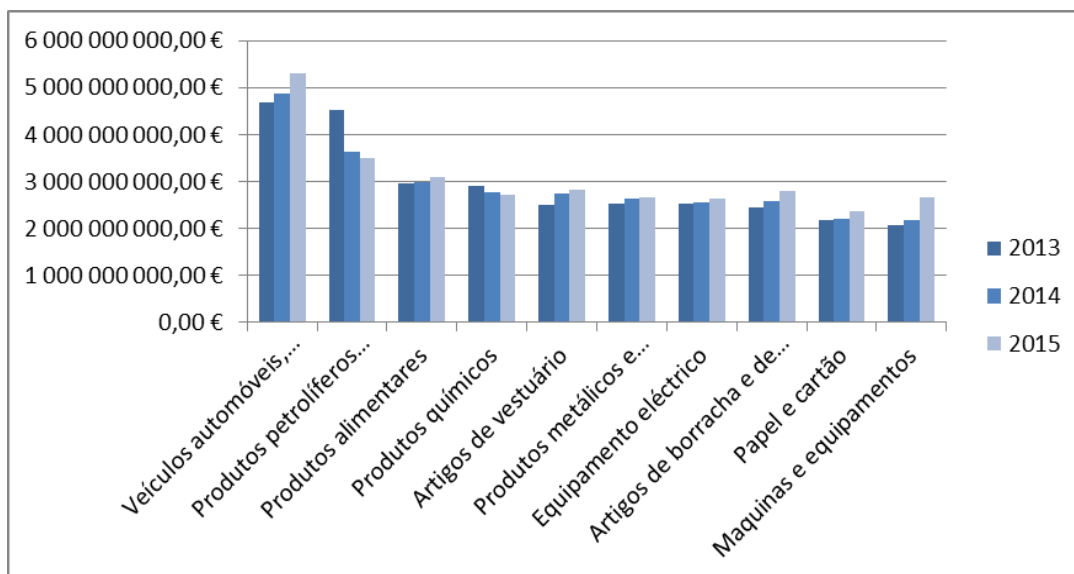
**Tabela 3:** Principais produtos exportados por Portugal

Tipo de bem	Exportações (€ e %) de bens por tipo de produto					
	2013		2014		2025	
Veículos automóveis, reboques e semirreboques	4 683 057 379,00 €	9,9%	4 869 556 574,00 €	10,1%	5 315 227 689,00 €	10,7%
Produtos petrolíferos refinados	4 514 874 781,00 €	9,5%	3 620 596 478,00 €	7,5%	3 496 242 209,00 €	7,0%
Produtos alimentares	2 956 360 049,00 €	6,2%	2 986 967 469,00 €	6,2%	3 094 885 289,00 €	6,2%
Produtos químicos	2 903 395 509,00 €	6,1%	2 784 043 101,00 €	5,8%	2 705 223 856,00 €	5,5%
Artigos de vestuário	2 504 664 955,00 €	5,1%	2 743 840 424,00 €	5,7%	2 825 443 624,00 €	5,7%
Produtos metálicos e transformados	2 541 025 801,00 €	5,3%	2 635 000 611,00 €	5,5%	2 668 882 648,00 €	5,4%
Equipamento eléctrico	2 522 512 135,00 €	5,3%	2 547 775 660,00 €	5,3%	2 644 292 262,00 €	5,3%
Artigos de borracha e de matérias plásticas	2 452 497 129,00 €	5,2%	2 580 365 248,00 €	5,4%	2 786 358 625,00 €	5,6%
Papel e cartão	2 190 949 734,00 €	4,6%	2 192 877 309,00 €	4,6%	2 371 350 612,00 €	4,8%
Maquinas e equipamento	2 084 189 322,00 €	4,4%	2 183 667 088,00 €	4,5%	2 668 882 648,00 €	4,3%

**Fonte:** Adaptado de INE, 2017

Verifica-se na tabela anterior que os produtos que Portugal mais exportou ao longo dos três anos em análise foram os veículos automóveis, reboques e semirreboques, produtos petrolíferos refinados e os produtos alimentares.

**Figura 1: Evolução dos produtos mais exportados**



**Fonte:** Própria

Pelas tabelas e figuras acima apresentadas, verifica-se claramente o crescimento em termos de valor absoluto das exportações ao longo dos três anos, com maior realce para os veículos automóveis que ocupam o maior peso das exportações com uma percentagem de 10% ao longo dos três anos.

De acordo com eurostat, Portugal foi o país que mais cresceu na zona euro no quarto trimestre do ano de 2016, estando tal crescimento muito associado ao aumento das exportações, contribuindo assim, a internacionalização para o desenvolvimento sustentado da economia portuguesa.

## **3.2 Objetivos e Metodologia de Investigação**

O objetivo geral deste trabalho de investigação é identificar os principais determinantes da criação de valor das empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários.

Para a concretização do objetivo geral, irão ser realizadas três etapas:

- Determinar o valor criado pelas empresas estudadas;
- Identificar os principais condicionantes do custo do capital das empresas estudadas;
- Identificar os determinantes da criação de valor das empresas estudadas.

No que diz respeito à metodologia de investigação, a amostra estudada, contempla as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário, definidas com base no peso do valor do volume de negócios (vendas e prestações de serviços) internacional no volume de negócios total. De notar, que o peso médio do volume de negócios internacional se situou nos 81% e que o volume de negócios para os mercados extracomunitários representou, em média, 54% do volume de negócios total.

Contudo, em virtude de fazerem parte da amostra algumas empresas constantes na zona franca da Madeira, que apresentavam dados económicos e financeiros bastante diferentes, a amostra final apenas contemplou 231 empresas.

Para a realização do trabalho de investigação, os dados foram obtidos na base de dados do Sistema e Análise de Balanço Ibérico (SABI). A SABI possui registos económicos e financeiros de empresas da Península Ibérica, tendo os dados sido obtidos em Novembro de 2017, na Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal). O período analisado correspondeu ao exercício de 2015, que se refere ao último ano disponível na SABI.

No que diz respeito aos conceitos financeiros considerados ao longo deste trabalho, com o intuito de determinar a capacidade de criação das empresas estudadas, devido à sua importância, irá ser detalhado o cálculo das rubricas económicas e financeiras utilizadas.

Em primeiro lugar, há a destacar que o indicador utilizado para medir a capacidade de criação de valor foi a Rendibilidade Supranormal. Tal escolha, teve em consideração o facto de ser um indicador que permite avaliar facilmente a criação de valor em cada período e se

basear num rácio bastante divulgado em termos empresariais e de investigação, o ROI. Para além disso, tal como referido por Teixeira e Amaro (2013), se os pressupostos utilizados forem idênticos, a determinação do valor criado dá resultados idênticos, quer se utilizem indicadores de resultados, de rendibilidade ou de fluxos de caixa.

Para a determinação do ROI utilizou-se no numerador os Resultados Líquidos sem Alavancagem Financeira (RLSAF), de modo a incluírem-se todos os fluxos económicos com exceção dos associados à decisão financeira. Os resultados líquidos sem alavanca financeira, foram obtidos através da seguinte fórmula:

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

**Legenda:**

RLSAF - resultados líquidos sem alavanca financeira

RO - resultados operacionais

t - taxa efetiva de imposto

No denominador do ROI utilizou-se o valor do ativo líquido total, de forma a contemplarem-se todos os investimentos realizados na atividade.

Assim, o ROI, irá ser determinado pela seguinte fórmula:

$$\text{ROI} = \text{RLSAF} / \text{Ativo Líquido Total}$$

**Legenda:**

ROI - *return on investment*

RLSAF - resultado líquido sem alavanca financeira

No que diz respeito ao custo do capital investido (próprio e alheio), irá ser calculado através do *weighted average capital cost* (WACC). Para calcular o WACC temos que determinar o valor das seguintes rubricas: taxa de imposto efetiva (t), custo do capital alheio (Kd), custo do capital próprio (Ke), capital investido, passivo e capital próprio.

A taxa de imposto efetiva irá ser calculada considerando a relação entre o imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas – IRC, constante na demonstração de resultados do exercício em cada período e o valor de resultados antes de impostos – RAI (Neves, 2011).

O custo do capital alheio será determinado tendo como referência a relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados e o valor do passivo em cada exercício económico (Neves, 2011).

O custo de capital próprio foi calculado através da adição de um prémio de risco ao custo do capital alheio determinado como referido anteriormente. O prémio de risco foi determinado segundo as bases de dados disponibilizadas pelo Professor e Investigador em Finanças Aswath Damodaran (2017) no seu site, relativamente ao risco dos países. Para Portugal, o prémio de risco considerado é de 4,86%.

Quanto, aos valores do capital investido (neste caso representado pelo ativo líquido total), capital próprio e passivo, são os que constam anualmente no balanço das empresas.

Relativamente às técnicas estatísticas utilizadas, há a destacar as seguintes:

- Estatísticas descritivas que irão ser utilizadas para caracterizar melhor os valores da amostra estudada, relativamente aos dados económicos e financeiros utilizados;
- Coeficientes de correlação de Pearson que irão contribuir para a identificação dos determinantes da criação de valor;
- Regressão linear multivariada que irá, igualmente, contribuir para a identificação dos determinantes da criação de valor.

No que diz respeito ao modelo de regressão multivariada definido, irá estudar o tipo de impacto que a variação nas variáveis independentes tem na variável dependente definida, ou seja, o valor criado. O modelo pode ser apresentado de forma genérica pela seguinte fórmula:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k + E$$

Y = variável dependente → Valor criado;

$\beta$  = constante;

$X_1, \dots, X_k$  = variáveis independentes;

E = erro de mediação.

As variáveis independentes usadas para o estudo incluem K fatores ( $K = 1, \dots, 11$ ) e referem-se aos dados económicos e financeiros que poderão condicionar a criação de valor:

- Rendimentos operacionais;
- Custos operacionais;
- Custos financeiros líquidos dos rendimentos financeiros;
- IRC;
- Ativos não correntes;
- Ativos correntes;
- Passivos de médio e longo prazo;
- Passivos de curto prazo;
- Capitais próprios.

### **3.3 Análise e Discussão dos Resultados**

Tendo presente que o objetivo do estudo é identificar os principais determinantes da criação de valor das empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários, começou-se por determinar a capacidade de criação de valor das empresas analisadas.

Assim, apresentam-se de seguida os valores médios das variáveis diretamente associadas ao valor criado: rendibilidade supranormal, ROI, WACC, resultados operacionais e ativo total líquido.

**Tabela 4: Valores médios das variáveis associadas ao valor criado**

Valor Criado (mil euros)	5.063,69
Rendibilidade Supranormal	5,35%
ROI	8,95%
WACC	3,60%
Resultados Operacionais (mil euros)	9.619,73
Custo do capital (mil euros)	4.556,04
Ativo total líquido (mil euros)	112.261,99

Deste modo, constata-se que em médias as maiores empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários apresentam uma rentabilidade supranormal de 5,35%, o que significa que as empresas têm conseguido criar uma remuneração aos investidores superior ao custo de capital exigido. Para além disso, convém referir que das 231 empresas analisadas, 162 (70% da amostra total) apresentam uma rentabilidade supranormal positiva, o que parece sugerir que a internacionalização para os mercados extracomunitários tem contribuído para a criação de riqueza e para o desenvolvimento destes *players*.

Para se analisar melhor os resultados, elaborou-se um histograma (e respetivo gráfico com as frequências em cada classe) que divide as empresas por classes, tendo em consideração o valor criado.

**Tabela 5: Histograma dos resultados do valor criado**

<i>Classes - Valor</i>	<i>Frequência</i>	<i>% acumulada</i>	<i>Classes - Valor</i>	<i>Frequência</i>	<i>% acumulada</i>
-61 795,89	1	0,43%	11 695,54	195	84,42%
-43 423,03	1	0,87%	30 068,40	14	90,48%
-25 050,17	0	0,87%	-6 677,31	10	94,81%
-6 677,31	10	5,19%	48 441,26	2	95,67%
11 695,54	195	89,61%	66 814,12	2	96,54%
30 068,40	14	95,67%	85 186,98	2	97,40%
48 441,26	2	96,54%	140 305,55	2	98,27%
66 814,12	2	97,40%	-61 795,89	1	98,70%
85 186,98	2	98,27%	-43 423,03	1	99,13%
103 559,84	1	98,70%	103 559,84	1	99,57%
121 932,69	0	98,70%	Mais	1	100,00%
140 305,55	2	99,57%	-25 050,17	0	100,00%
158 678,41	0	99,57%	121 932,69	0	100,00%
177 051,27	0	99,57%	158 678,41	0	100,00%
195 424,13	0	99,57%	177 051,27	0	100,00%
Mais	1	100,00%	195 424,13	0	100,00%

Deste modo, pode-se observar que a classe com maior frequência dos resultados (84,42%) é a que se situa entre -6.677,31 mil euros e 11.695,54 mil euros com 195 empresas enquadradas nestes valores. Para além disso, constata-se que constam na amostra 24 empresas com um valor criado acima dos 11.695,54 mil euros, representando cerca de 11% dos resultados obtidos.

Relativamente ao WACC, apresentam-se de seguida os valores médios das variáveis associadas ao seu cálculo, nomeadamente, o peso do capital próprio, o custo do capital próprio, o peso do passivo, o custo do capital alheio e a taxa efetiva de IRC.

**Tabela 6: Valores médios das variáveis associadas ao WACC**

Peso do capital próprio	41,72%
Custo do capital próprio	6,59%
Peso do passivo	58,28%
Custo do capital alheio	1,74%
taxa efetiva de IRC	16,63%
WACC	3,60%

Ao observarem-se os valores médios das variáveis associadas ao WACC, verifica-se que as empresas recorrem sobretudo a endividamento, representando este, 58% das fontes de financiamento utilizadas para financiar a atividade. Por outro lado, verifica-se que o custo do capital alheio é bastante reduzido, sendo inferior a 1,74%, e que a taxa efetiva de IRC também é inferior aos valores normalmente praticados em Portugal, situando-se nos 16,63%. Deste modo, parecem haver evidências de que o custo do capital utilizado, tem um impacto reduzido na criação de valor.

Para se identificar os determinantes da criação de valor, começou-se por calcular os coeficientes de correlação de Pearson das variáveis diretamente associadas ao valor criado, nomeadamente, o ativo total líquido, o resultado líquido sem alavancagem financeira, o custo do capital (resultante da multiplicação do ativo total líquido pelo WACC) e o respetivo valor criado.

**Tabela 7: Matriz correlação das variáveis associadas ao valor criado**

	<i>Ativo líquido</i>	<i>RLSAF</i>	<i>Custo capital</i>	<i>Valor Criado</i>
Ativo líquido	1			
RLSAF	0,605945719	1		
Custo capital	0,867260407	0,409183	1	
Valor Criado	0,240181297	0,895316	0,040086133	1

Pela análise da matriz de correlação das variáveis associadas ao valor criado, constata-se que são os resultados líquidos sem alavancagem financeira que condicionam fortemente a criação de valor, tendo o custo de capital pouco impacto no desempenho financeiro das maiores empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários.

Para se identificar com maior pormenor a origem da criação de valor das empresas analisadas, foi efetuado um modelo de regressão multivariada com o valor criado como variável dependente, e com as variáveis independentes a serem constituídas pelas diversas rubricas que influenciam a criação de valor: volume de rendimentos operacionais, custos operacionais, custos financeiros líquidos de rendimentos financeiros, IRC, ativos não correntes, ativos corrente, passivos de médio e longo prazo, passivos de curto prazo e capitais próprios.

Contudo, apresenta-se em primeiro lugar os valores médios das variáveis analisadas, de forma a ter-se uma visão mais correta das empresas analisadas.

**Tabela 8: Média das variáveis associadas ao valor criado**

Valor Criado (mil euros)	5.063,69
Rendimentos operacionais	118.682,56
Custos operacionais	107.571,25
Custos financeiros líquidos	884,75
IRC	2.033,03
Ativos não correntes	49.979,19
Ativos correntes	62.285,13

Passivos MLP	22.241,55
Passivos CP	42.621,78
Capitais Próprios	47.397,97

Pelos valores constantes na tabela, verifica-se que os custos financeiros líquidos de rendimentos financeiros e o IRC têm valores residuais comparativamente aos das restantes variáveis. Para além disso, observa-se que há um investimento superior em ativos correntes e que as fontes de financiamento mais utilizadas são os capitais próprios e o passivo de curto prazo, podendo neste caso, pressionar a situação de tesouraria das empresas.

De seguida, apresenta-se o quadro relativo ao modelo de regressão multivariada utilizado.

**Tabela 9:** Resultados do modelo de regressão

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,996178
Quadrado de R	0,99237
Quadrado de R ajustado	0,992059
Erro-padrão	2066,234
Observações	231

ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significância</i>
Regressão	9	1,23E+11	1,36E+10	3193,763	1,3E-228
Residual	221	9,44E+08	4269324		
Total	230	1,24E+11			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro-padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor P</i>
Interceptar	337,9799	172,4454	1,959924	0,051262
Rendimentos Operacionais	1,02047	0,011482	88,87734	*6,1E-175
Custos Operacionais	-1,01518	0,011845	-85,709	*1,5E-171
CF Líquidos	-0,68479	0,059267	-11,5544	*1,82E-24
IRC	-0,96961	0,046632	-20,7929	*6,31E-54
Ativos NC	-0,99608	2,974295	-0,3349	0,738021
Ativos C	-1,00595	2,974197	-0,33822	0,735515
PMLP	0,980483	2,974355	0,329645	0,74198
PCP	0,972547	2,974132	0,327002	0,743976
CP	0,940438	2,974227	0,316196	0,752152

\*Significativo para  $\alpha < 0,01$

Ao observarem-se os resultados obtidos, verifica-se que é o nível de rendimentos operacionais que tem maior impacto na criação de valor, a par dos custos operacionais (ambas as variáveis, para além de terem p-values significativos, apresentam os coeficientes mais altos). Constatam-se também, que as restantes rubricas associadas aos resultados, nomeadamente, os custos financeiros líquidos de rendimentos financeiros e o IRC, apresentam graus de significância inferiores a 0,01, o que quer dizer que também são relevantes para explicar a criação de valor das maiores empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários.

Relativamente às variáveis associadas aos ativos e às fontes de financiamento, não são significativas para explicar a criação de valor.

Tais resultados, confirmam os valores dos coeficientes de Pearson anteriormente determinados, que evidenciavam uma relação positiva na ordem dos 90% entre o valor criado e os resultados sem alavancagem financeira.

Contudo, face à forte correlação entre os rendimentos e os custos operacionais e, entre os ativos e os passivos, foi ainda efetuado um segundo modelo (apresentado em anexo) sem as variáveis custos operacionais e passivos de curto e de médio e longo prazo. Os resultados evidenciam que, os ativos correntes também são significativos para explicar a criação de valor, apresentando, como seria de esperar, um coeficiente negativo.

Em resumo, pode-se concluir que é a evolução dos resultados da atividade e dos ativos correntes, que mais condiciona a criação de valor das maiores empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários. Por outro lado, verifica-se que a decisão de financiamento não tem grande impacto na criação de valor, o que estará certamente relacionado, com a grande margem que existe entre a rendibilidade criada pelas empresas e o custo do capital investido, que se situou em termos médios, apenas nos 3,6%. Assim, a rendibilidade supranormal (calculada pela diferença entre o ROI e o WACC) apresentou um valor de 5,35%, o que evidencia que a rendibilidade criada é bastante superior ao custo do capital utilizado.

Deste modo, pode-se sugerir que a internacionalização para os mercados extracomunitários poderá estar a ter um impacto muito positivo nestas empresas, alavancando os negócios e a remuneração dos capitais investidos.

## 4 CONCLUSÃO

Este trabalho de investigação tinha como objetivo identificar os determinantes da criação de valor das maiores empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários.

Começou-se por realizar um enquadramento teórico onde foram desenvolvidos vários temas relacionados com a avaliação do desempenho, do desempenho financeiro e com a lógica da criação de valor. Para além disso, foi efetuada uma reflexão sobre os principais indicadores de avaliação da criação de valor referidos na bibliografia, bem como, sobre o conceito de custo do capital.

De seguida, foi apresentada uma caracterização da evolução da internacionalização das empresas portuguesas, destacando-se, entre outros aspetos, os principais mercados de destino e os principais produtos exportados. Verificou-se que as exportações têm sido muito importantes para a dinamização da economia nacional, representando atualmente cerca de 28% do PIB português. Assim, é fundamental, verificar quais os determinantes que condicionam a capacidade de criação de valor destes *players* e que, conseqüentemente, têm impacto na sua competitividade nos mercados internacionais.

Os resultados da investigação, evidenciam que são os resultados da atividade e os ativos correntes que influenciam verdadeiramente a capacidade de criação de valor, e em especial as rubricas dos resultados da atividade operacional, diretamente associadas ao negócio desenvolvido pelas empresas.

Verificou-se igualmente, que o custo do capital investido, era bastante reduzido face à rendibilidade criada, o que sugere que estas empresas ainda apresentam uma grande capacidade para se financiarem com capitais alheios e dessa forma, alavancarem o crescimento do seu negócio e a sustentabilidade financeira ao longo do tempo.

Para além disso, parecem existir evidências de que a internacionalização para os mercados extracomunitários tem proporcionado uma maior rentabilização dos negócios, contribuindo para a sustentabilidade das empresas e da economia nacional.

Quanto às limitações do estudo de investigação, refere-se o facto de se estudar apenas um ano (2015), o que poderá limitar a generalização das conclusões obtidas.

Relativamente a futuras investigações, considera-se importante o estudo mais detalhado das variáveis operacionais, de modo a identificar quais as rubricas de custos que mais

influenciam a criação de valor destas empresas. Para além disso, sugere-se também que este estudo possa ser alargado às empresas exportadoras para o mercado comunitário, em virtude deste ainda representar cerca de 70% do total das exportações portuguesas.

## 5 BIBLIOGRAFIA

- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). *Production, Information Costs and Economic organization*. American Economic Review, 62.
- Alves, T., & Teixeira, A. (2003). *A Contabilidade e o Valor, na perspectiva dos utilizadores da informação financeira. XV Encontro Nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos?*
- Brealey, R., Myers, S. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais*. (5ª edição). MacGraw-Hill
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. Estados Unidos da América: The McGraw-Hill Publishing.
- Caetano, A. (2008). *A avaliação de Desempenho - Metáforas, Conceitos e Práticas*. Lisboa: Editora RH, Lda.
- Câmara, P. (2012). *Manual de gestão e avaliação de desempenho*. Lisboa: Editora RH, Lda. 1ª edição.
- Carvalho, B. (2014). *Criação de Valor – O CASH VALUE ADDED Como Metrica da Avaliação da Performance Empresaria*. Disponível em 6 de Setembro de 2017 em <http://hdl.handle.net/10400.21/4182>
- Carvalho, L. C., Bernardo, M. d., Sousa, U. D., & Negas, M. C. (2015). *Gestão da organizações- Uma Abordagem Integrada e Prospetiva*. 2ª Edição. Edições Sílabo.
- Cohen, E. (1990). *Analyse Financière*. Paris: Economica.
- Copeland, T., Koller, Tim, & Jack. (2001). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (3ª Edição) New york: John Wiley e Sons.
- Damodaran, A. on-line. Disponível em: 2017, em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Dominginhos, P., & Dias, P. J. (2013). *A Internacionalização e a Cadeia de Abastecimento*. Disponível em 13 de Agosto de 2017 em <http://hdl.handle.net/10400.26/5123>
- Education, NDEG-ISCTE Executive. (2016). *O processo de Decisão na Internacionalização das Empresas Portuguesas (3º Edição)*. Disponível em 30 de Outubro de 2017 em <https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjJwviI46jYAhVETxQKHd7uBfoQFggoMAA&url=https%3A%2F>

%2Findeg.iscte-iul.pt%2Fpagina%2Ffranking-de-internacionalizacao-das-empresas-portuguesas-riep&usg=AOvVaw3b4ryB8aEW2lh

- Esperança, J., & Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais*. (2ª Edição). Alfragide: Texto Editora.
- Fernández, P. (2001). *Valoración de Empresas*. (2ª Edição). Barcelona: Editora Gestión.
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Hayes, R., & Abernathy, W. (1980). *Managing our way to economic decline*. Harvard Business Review.
- INE. (2017). Disponível em 2 de Novembro de 2017 em [https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwj83t\\_T56jYAhWLXRQKHwqrDPYQFggpMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.ine.pt%2Fportal%2Fmain%3Fxpgid%3Dine\\_main%26xpid%3DINE%26xlang%3Dpt&usg=AOvVaw2mo16cPgDCoQBopTe9lPKK](https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwj83t_T56jYAhWLXRQKHwqrDPYQFggpMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.ine.pt%2Fportal%2Fmain%3Fxpgid%3Dine_main%26xpid%3DINE%26xlang%3Dpt&usg=AOvVaw2mo16cPgDCoQBopTe9lPKK)
- Jensen, C. M. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*. American Economic Review, vol. 76, nº 2: p. 323–329,.
- Jordan, H., Neves, J., & Rodrigues, J. (2012). *O Controlo de Gestão - Ao serviço da estratégia*. (8ª Edição). Lisboa: Áreas Editora.
- Jorge, N. H., & Teixeira, N. D. (2014). *Avaliação do Desempenho Financeiro e criação de valor – uma visão integrada: estudo caso*. Disponível em 20 de Novembro de 2016 em <http://hdl.handle.net/10400.26/7270>
- Kassai, J., Kassai, S., Santos, A., & Assaf, N. (2000). *Retorno do Investimento: Abordagem Matemáticas Econtábil do Lucro Empresarial*. . São Paulo: Atlas.
- Martin, J., & Petty, J. (2004). *Gestão Baseada em Valor: A Resposta das Empresas á Revolução*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, Vol. 48. . Published by: American Economic Association.
- Mota, A., & Custódio, C. (2008). *Finanças da Empresa - Manual de Informação, Análise e Decisão Financeira para Executivos*. (4ª Edição). Lisboa: Bnomics.

- Neely, A. (2002). *Avaliação do Desempenho das Empresas – Porque, o que e como*. Lisboa: Editorial Caminho.
- Neely, A. (2005). *The evolution of performance measurement research - developments in*. Journal of Operations & Production Management; volume 25.
- Neves, J. C. (2000). *Análise Financeira-Técnicas Fundamentais*. Vol I. 12ª Edição. Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. . Lisboa: McGraw-Hill.
- Neves, J. C. (2004). *Análise Financeira-Avaliação do Desempenho Baseada no Valor*. Lisboa: 3ª Edição. Texto Editora.
- Neves, J. C. (2005). *Avaliação e gestão da performance estratégica da empresa*. . Lisboa: Texto Editora, Lda.
- 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 Editores.
- Pardal, P., & Teixeira, N. (2005). *Uma nova visão empresarial. Trabalho não publicado no âmbito do 1º concurso de projetos de investigação do ISP de Setúbal*.
- Pedro, C. (2017). Portugal sobe quatro lugares no ranking mundial de competitividade. *Jornal de Negócios*, <http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/portugal-sobe-quatro-lugares-no-ranking-mundial-de-competitividade>.
- Peterson, P., & Peterson, D. (1996). *Performance das Empresas e Medidas de Valor Adicionado*. Virgínia: Fundação de pesquisa do instituto de analistas financeiros certificados.
- Porter, E. M. (1980). *Competitive Strategy: Techiques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: McMillian Publishing, free press.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. 2ª Edição. New York: The Free Press.
- Rappaport, A. (2001). *Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores*. São Paulo: Editora Atlas.

- Renato. (2010). *Custo Médio Ponderado e EVA – Conceitos*. Disponível em [http://renatoaulasparticulares.com.br/CMPC\\_EVA.htm#texto\\_link\\_1](http://renatoaulasparticulares.com.br/CMPC_EVA.htm#texto_link_1)
- Rodrigues, J. (2010). *Avaliação do desempenho das organizações*. Lisboa: Escolar Editora.
- Santos, A. J. (2008). *Gestão Estratégica – Conceitos, Modelos e Instrumentos*. Lisboa: Escolar Editora.
- Silva, & Menezes. (2001). *Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação. 3ª Edição*. Disponível em 20 de Novembro de 2016 em <https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwi-jcOS4KPYAhVEVhQKHxUvBfiQFggoMAA&url=http%3A%2F%2Fcurros.unipampa.edu.br%2Fcurros%2Fppgcb%2Ffiles%2F2011%2F03%2FMetodologia-da-Pesquisa-3a-edicao.pdf&usg=AOvVaw08731>.
- Silva, S., Ferreira, P., & Calegario, C. (2009). *Estratégia Financeiras Empresariais para a Criação e Destruição de Valor*. *Gestão. Org. Revista Eletrónica de Gestão Organizacional*. 7 (3):348-362. Disponível em <http://www.revista.ufpe.br/gestaoorg/index.php/gestao/article/viewFile/8/5>
- Silva, E., & Queirós, M. (2010). *Gestão Financeira - Análise de Investimentos*. Porto: Vida Económica.
- Simões, A. C. (2010). *Internacionalização das Empresas Portuguesas: Processos Destinos*. Disponível em 30 de outubro de 2017 em <http://hdl.handle.net/10400.5/2930>
- Stephens, K. R., & Bartunek, R. R. (1997). *What is economic value added? A practitioner's view*. *Business Credit*. Vol. 99.
- Stewart, G. (1991). *The Quest for Value: a Guide for Senior Managers*. Estados Unidos da América: Harper Business.
- Stewart, S. (1999). *A verdadeira chave para a criação de riqueza*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Teixeira, A. B., & Martins, V. C. (2015). *A Criação de Valor e o Economic Value Added: Um Estudo de Caso*. *Ourense, XXV Jornadas Hispano-lusas de Gestão Científica*. Disponível em 2017 em <http://hdl.handle.net/10400.26/7940>

- Teixeira, N. (2008a). A rendibilidade e a criação de valor. (2008) Aveiro: XIII Encontro AECA.
- Teixeira, N. (2008b). *A caracterização da estrutura financeira do sector das tecnologias de informação; Estudo apresentado no âmbito do Concurso de provas públicas para Professor Adjunto na ESCE na área científica de Finanças (edital nº 682/2008).*
- Teixeira, N., Mata, C., Pardal, P. N., & Teixeira, A. B. (2012). A Aplicação Da Rendibilidade Supranormal Para A Avaliação Da Rendibilidade Supranormal.
- Teixeira, N., & Amaro, A. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor. *Revista Universo Contábil*, VOL. 9, Nº4: 157-178.
- Teixeira, N. (2016). *Criação de Valor – Estudo de Caso*. Disponível em Novembro de 30 de 2016 em <http://hdl.handle.net/10400.26/11694>
- Teixeira, N. (2017). *As Fontes de Financiamento e a Criação de Valor Financeiro- XXVII Jornadas Hispano-Lusas, 2017*. Disponível em 20 de Setembro de 2017 em <http://hdl.handle.net/10400.26/17989>
- Young, S., & O’Byrne, S. (2003). *EVA e Gestão Baseada no Valor – Guia Prático para Implementação*. Porto Alegre: Bookman.
- Young, S., & O’Byrne, S. (2001). *EVA® and Value Based Management*. New York: MacGraw- Hill.

# ANEXOS

## MODELO ORIGINAL

Dependent Variable: VALOR\_CRIADO

Method: Least Squares

Date: 01/10/18 Time: 15:12

Sample: 1 231

Included observations: 231

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	337.9799	172.4454	1.959924	0.0513
RENDIMENTOS_OPERACIONAIS	1.020470	0.011482	88.87734	0.0000
CUSTOS_OPERACIONAIS	-1.015182	0.011845	-85.70904	0.0000
CF_LIQUIDOS	-0.684792	0.059267	-11.55438	0.0000
IRC	-0.969614	0.046632	-20.79293	0.0000
ATIVOS_C	-1.005946	2.974197	-0.338224	0.7355
ATIVOS_NC	-0.996080	2.974295	-0.334896	0.7380
PMLP	0.980483	2.974355	0.329645	0.7420
PCP	0.972547	2.974132	0.327002	0.7440
CP	0.940438	2.974227	0.316196	0.7522
R-squared	0.992370	Mean dependent var		5063.691
Adjusted R-squared	0.992059	S.D. dependent var		23187.36
S.E. of regression	2066.234	Akaike info criterion		18.14717
Sum squared resid	9.44E+08	Schwarz criterion		18.29619
Log likelihood	-2085.998	Hannan-Quinn criter.		18.20727
F-statistic	3193.763	Durbin-Watson stat		2.038838
Prob(F-statistic)	0.000000			

## MULTICOLINEARIDADE

	REND OPER	C_OPER	CF_LIQUIDOS	IRC	ATIVOS_C	ATIVOS_NC	PMLP	PCP	CP
REND OPER	1,00000	0,99241	0,06863	0,64651	0,55701	0,39454	0,27539	0,59721	0,51065
C_OPER	0,99241	1,00000	0,05272	0,56717	0,55227	0,36226	0,24752	0,59840	0,48540
CF_LIQUIDOS	0,06863	0,05272	1,00000	-0,04969	-0,15756	0,44217	0,39142	0,10935	-0,06310
IRC	0,64651	0,56717	-0,04969	1,00000	0,41732	0,29394	0,18219	0,39013	0,44803
ATIVOS_C	0,55701	0,55227	-0,15756	0,41732	1,00000	0,43407	0,52242	0,85472	0,73438
ATIVOS_NC	0,39454	0,36226	0,44217	0,29394	0,43407	1,00000	0,81101	0,59179	0,67822
PMLP	0,27539	0,24752	0,39142	0,18219	0,52242	0,81101	1,00000	0,57314	0,42361
PCP	0,59721	0,59840	0,10935	0,39013	0,85472	0,59179	0,57314	1,00000	0,57555
CP	0,51065	0,48540	-0,06310	0,44803	0,73438	0,67822	0,42361	0,57555	1,00000

## MODELO ALTERADO

Dependent Variable: VALOR\_CRIADO

Method: Least Squares

Date: 01/10/18 Time: 15:20

Sample: 1 231

Included observations: 231

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-30.23213	1063.832	-0.028418	0.9774
RENDIMENTOS_OPERACIONAIS	0.030503	0.006178	4.937051	0.0000
CF_LIQUIDOS	0.271053	0.361547	0.749703	0.4542
IRC	2.395173	0.159283	15.03724	0.0000
ATIVOS_C	-0.057591	0.012154	-4.738309	0.0000
ATIVOS_NC	0.019126	0.014764	1.295436	0.1965
CP	-0.021191	0.020414	-1.038045	0.3004
R-squared	0.700222	Mean dependent var		5063.691
Adjusted R-squared	0.692193	S.D. dependent var		23187.36
S.E. of regression	12864.44	Akaike info criterion		21.79216
Sum squared resid	3.71E+10	Schwarz criterion		21.89647
Log likelihood	-2509.994	Hannan-Quinn criter.		21.83423
F-statistic	87.20343	Durbin-Watson stat		1.960247
Prob(F-statistic)	0.000000			

## MULTICOLINEARIDADE

Variance Inflation Factors

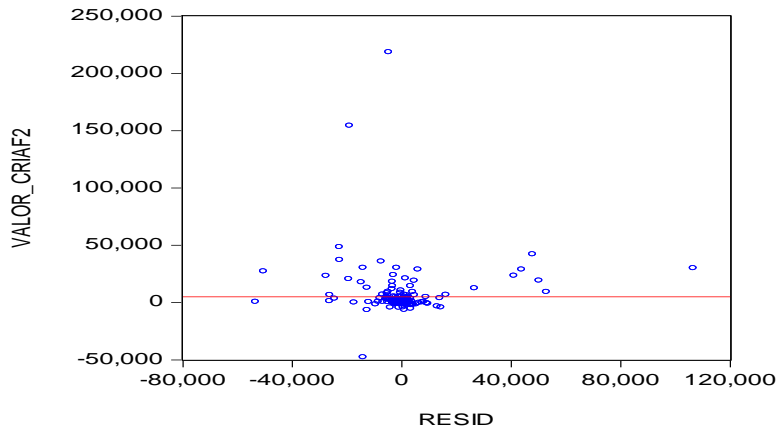
Date: 01/10/18 Time: 15:24

Sample: 1 231

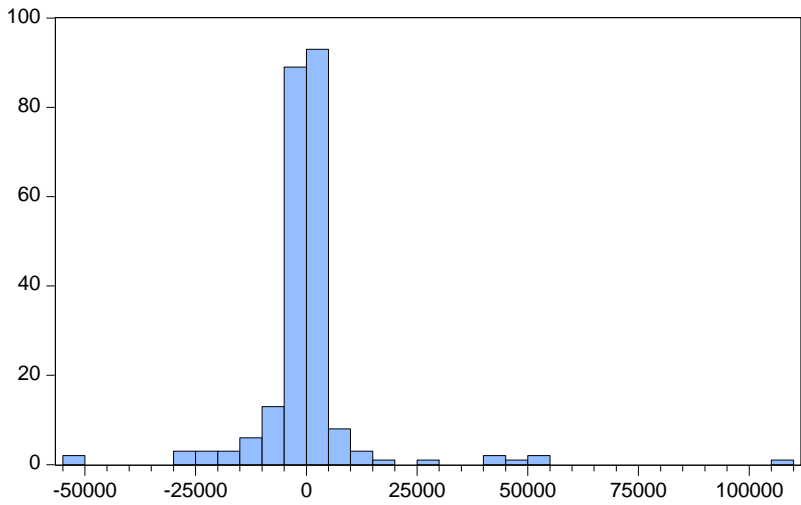
Included observations: 231

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	1131738.	1.579705	NA
RENDIMENTOS_OPE RACIONAIS	3.82E-05	2.932326	2.181813
CF_LIQUIDOS	0.130716	1.994010	1.851185
IRC	0.025371	1.947067	1.800696
ATIVOS_C	0.000148	3.327872	2.527934
ATIVOS_NC	0.000218	4.053204	3.293200
CP	0.000417	5.342610	4.035829

## LINEARIDADE



## NORMALIDADE



Series: Residuals	
Sample 1 231	
Observations 231	
Mean	2.28e-12
Median	-20.91944
Maximum	106521.6
Minimum	-53437.34
Std. Dev.	12695.53
Skewness	2.902588
Kurtosis	29.08913
Jarque-Bera	6875.549
Probability	0.000000

## HETEROCEDASTICIDADE

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	123.5557	Prob. F(27,203)	0.0000
Obs*R-squared	217.7497	Prob. Chi-Square(27)	0.0000
Scaled explained SS	2875.662	Prob. Chi-Square(27)	0.0000

Dependent Variable: VALOR\_CRIADO

Method: Least Squares

Date: 01/10/18 Time: 15:29

Sample: 1 231

Included observations: 231

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-30.23213	761.6060	-0.039695	0.9684
RENDIMENTOS_OPERACIONAIS	0.030503	0.012415	2.456921	0.0148
CF_LIQUIDOS	0.271053	0.608367	0.445542	0.6564
IRC	2.395173	0.222216	10.77857	0.0000
ATIVOS_C	-0.057591	0.021957	-2.622876	0.0093
ATIVOS_NC	0.019126	0.053396	0.358191	0.7205
CP	-0.021191	0.058855	-0.360048	0.7192
R-squared	0.700222	Mean dependent var	5063.691	
Adjusted R-squared	0.692193	S.D. dependent var	23187.36	
S.E. of regression	12864.44	Akaike info criterion	21.79216	
Sum squared resid	3.71E+10	Schwarz criterion	21.89647	
Log likelihood	-2509.994	Hannan-Quinn criter.	21.83423	
F-statistic	87.20343	Durbin-Watson stat	1.960247	
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	93.32194	
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			