



UNIVERSIDADE AUTÓNOMA DE LISBOA

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS, EMPRESARIAIS E TECNOLÓGICAS

MESTRADO EM GESTÃO DE EMPRESAS

ESPECIALIDADE EM AUDITORIA CONTABILÍSTICA, ECONÓMICA E FINANCEIRA

“Aplicação do EVA na avaliação e desempenho económico das PME”

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Gestão de Empresas,
especialidade em Auditoria Contabilística, Económica e Financeira

Autor: Ricardo Jorge Lucas Guerreiro

Orientador: Professor Doutor Renato Pereira

Lisboa, Dezembro de 2013

Agradecimentos

Quero agradecer a todos os professores, colegas e amigos que me ajudaram durante este percurso acadêmico.

Ao meu orientador, Professor Doutor Renato Pereira pela sua disponibilidade e apoio na concretização deste trabalho.

A todos aqueles que, de forma direta ou indireta, contribuíram para a realização deste trabalho.

Finalmente quero agradecer aos meus pais, o meu irmão, aos meus avós, tios e primos por todo o apoio e força que me têm dado.

Resumo

O desenvolvimento de qualquer investigação pressupõe a existência de algo que nos inquieta e nos induz curiosidade e este trabalho não constitui uma exceção. Assim sendo, formulou-se o principal objetivo de estudo: identificar a Aplicação do EVA, na avaliação e desempenho económico das PME. Para tal, utilizou-se uma metodologia qualitativa de natureza exploratória e descritiva, com revisão sistemática da literatura sobre o tema em questão.

Todas as empresas anseiam alcançar o sucesso, nas mais diversas formas. Para esse efeito, procuram adotar estratégias que proporcionem mais valor que a concorrência, aproveitando todas as potencialidades dos recursos à sua disposição. O início do século XXI tem sido marcado pela necessidade de redesenhar a forma de valorizar as diferentes formas e métodos para gerar valor ao negócio. Assim, para gerar mais valor de negócio é necessário a utilização de diferentes técnicas que possam permitir a quantificação métrica, incluindo a criação de valor para os accionistas e do valor de conhecimento, o valor dos clientes, dos fornecedores, dos recursos humanos, tecnologia, e o valor ambiental.

Os resultados do estudo demonstraram que a aplicação do EVA, ao nível empresarial como forma de optimização de negócios, competitividade e como ferramenta de administração pode ser utilizada em todas as funções da gestão, desde que seja feita em contextos adaptados. É usado como um instrumento baseando-se no valor do desempenho, neste contexto, o EVA é comparado com algumas medidas tradicionais mas com outro valor.

Palavras-Chave: *Desempenho económico, EVA, Funções de Gestão Estratégica, Valor de negócio.*

Abstract

The development of any research assumes the existence of something that restless us and induces curiosity and this work is no exception. Thus, was formulated the main objective of the study: to identify the Application of EVA on, evaluation and economic performance of SME. For this, was used a qualitative methodology exploratory, descriptive and systematic literature review on the topic in question.

All companies eager to achieve success in many different ways. To this end, they seek to adopt strategies that provide more value than the competition. Leveraging the full potential of the resources at their disposal. The beginning of the XXI century has been marked by the need to redesign the way to value the different ways and methods to generate business value. Thus, to generate more business value it is necessary to use different techniques that allow quantification metric, including the creation of shareholder value and the value of knowledge, the value of customers, suppliers, human resources, technology, and environmental value.

The study results showed that application of EVA, to the corporate level in order to optimize business, competitiveness and how the administration tool can be used in all functions of management, if done in contexts adapted. It is used as an instrument basing on the value of performance, in this context, EVA is compared to some traditional measures but with other value.

Keywords: *Economic performance, EVA, Strategic Management Functions, Business Value.*

Índice

Agradecimentos.....	2
Resumo.....	3
Abstract	4
Lista de figuras	7
Lista de quadros	7
Lista de tabelas	7
Abreviaturas e Siglas.....	8
Introdução.....	9
Capítulo I – Apresentação do Tema	10
1.1 Pertinência do estudo e principais objetivos.....	11
1.2 Problemática de investigação	13
Capítulo II – Avaliação de Empresas	15
2.1 Conceito e evolução.....	16
2.2 Diversidade de fatores que influenciam o processo de avaliação	17
2.3 Necessidades de avaliação de empresas	19
2.4 Fases do processo de avaliação	21
2.5 Abordagem pelas opções reais	22
Capítulo III – EVA, nas PME	24
3.1 Evolução e concepções teóricas	25
3.2 Os quatro pilares do EVA.....	29
3.3 Principais Teorias e Conceitos do EVA	31
3.4 Custo de Capital.....	31
3.5 Cálculo prático do EVA	32
3.6 Ajustamentos para o Cálculo do EVA.....	36

3.7 Estrutura do balanço para implementar o EVA.....	38
3.8 Definição para o custo de oportunidade e inovação	39
3.9 EVA vs performance e estratégia competitiva	43
3.9.1 Estratégias de competitividade	46
3.9.2 Sistemas de incentivo baseados na criação de valor.....	52
Capítulo IV – Indicadores de Avaliação de Desempenho Económico	53
4.1 Rendibilidade do Capital Investido	54
4.2 Cash Flow Return On Investment	56
4.3 Resultado Residual ou <i>Economic Value Added</i>	61
4.5 Market Value Added	64
4.4 Cash Value Added ou Residual Cash Flow	65
Capítulo V – EVA, uma filosofia de Avaliação nas PME portuguesas	67
5.1 EVA vs Medidas Tradicionais.....	69
Capítulo VI – Estudo de Caso	71
Conclusão	75
Bibliografia.....	76

Lista de figuras

Figura 1: Conceito de avaliação	17
Figura 2: Fatores que influenciam a avaliação	18
Figura 3: Principais barreiras na implementação da estratégia.	21
Figura 4: Fases do processo de avaliação.....	22
Figura 5: Princípio de gestão orientada para a criação de valor.....	23
Figura 6: Os quatro pilares do EVA.....	30
Figura 7: Estrutura do balanço	38
Figura 8: Fases do processo de inovação	42
Figura 9: Modelo de tomada de decisão.....	44
Figura 10: Benefícios da tecnologia no desempenho organizacional	48

Lista de quadros

Quadro 1: Ajustamentos Contabilísticos.....	37
Quadro 2: Características mais frequentemente atribuídas aos empreendedores pelos comportamentalistas.....	50

Lista de tabelas

Tabela 1: Correlações das medidas de desempenho económico com os preços de cotação	66
---	----

Abreviaturas e Siglas

ARR	<i>Accounting Rate of Rreturn</i> (Taxa de retorno contabilístico)
CFROI	<i>Cash Flow Return on Investment</i> (Retorno do fluxo de caixa sobre o investimento)
CI	<i>Invested Capital</i> (Capital Investido)
CMPC	<i>Weight Average Cost of Capital</i> (Custo Médio Ponderado de Capital)
EBIT	<i>Earning Before Interest and Taxes</i> (Lucro antes de juros e impostos)
EBITDA	<i>Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização)
EVA	<i>Economic Value Added</i> (Valor Económico Acrescentado)
FCD	<i>Discounted Cash Flow</i> (Fluxo de Caixa Descontado)
IRR	<i>Internal Rate of Return</i> (Taxa Interna de Rentabilidade)
Ke	<i>Equity</i> (Custo do capital próprio)
Ki	<i>Interest</i> (Custo do capital de terceiros)
MVA	<i>Market Value Added</i> (Valor de Mercado Acrescentado)
NOPAT	<i>Net Operating Profit after Taxes</i> (Lucro operacional após o impostos)
RO	<i>Operating Income</i> (Resultado Operacional)
ROA	<i>Return on Assets</i> (Retorno sobre os ativos)
ROCE	<i>Return On Capital Employed</i> (Retorno do capital empregue)
ROI	<i>Return On Investiment</i> (Retorno sobre o investimento)
ROIC	<i>Return On Invested Capital</i> (Retorno sobre o capital investido)
RONA	<i>Return On Net Assets</i> (Retorno sobre os ativos líquidos)
TIR	<i>Internal Rate of Return</i> (Taxa Interna de Rentabilidade)
VPL	<i>Liquid Present Value</i> (Valor Presente Liquido)
WACC	<i>Weight Average Cost of Capital</i> (Custo Médio Ponderado de Capital)

Introdução

Nas últimas décadas, as mudanças na economia, tecnologia e política refletem de forma visível o ambiente de negócios, o que exige das empresas a busca de novas e inovadoras formas de se tornarem mais competitivas. A globalização da competição que é contextualizada como uma das mais poderosas forças que afetam as empresas, trás consigo mudanças significativas na sua gestão, requerendo que estas atinjam uma forma eficiente perante as novas condições do meio envolvente.

A sociedade tem se confrontado com inúmeras mudanças e transformações, nunca antes imaginado, criando impacto na vida social, e em todas as esferas da área produtiva.

Uma empresa após ter elaborado o seu processo estratégico no país onde foi criada, deve analisar a possibilidade de se expandir para o estrangeiro, dentro da análise de todos os benefícios, custos e riscos inerentes a este processo, os entraves encontrados e os ajustes necessários.

Todas as empresas anseiam alcançar o sucesso, nas mais diversas formas. Para esse efeito, procuram adotar estratégias que proporcionem mais valor que a concorrência, aproveitando todas as potencialidades dos recursos à sua disposição.

É sobre a análise deste aspeto que este trabalho pretende trazer um grande contributo de reflexão e de pesquisa, atendendo ao complexo fenómeno que constitui o processo de avaliação de empresas, valor económico acrescentado, e desempenho económico das PME.

Capítulo I – Apresentação do Tema

1.1 Pertinência do estudo e principais objetivos

O fenómeno da globalização e a evolução tecnológica que como resultado mudaram a realidade mundial, fazendo emergir novas exigências em produtos e serviços, a estrutura interna adquire um papel importante no sucesso dos negócios, é da estrutura que depende toda a assimilação de novos conceitos e práticas, no sentido de um melhor desempenho da empresa (Bilhim, 2008).

Os fatores principais que fazem as empresas repensarem as suas atividades organizativas e gestão interna, depreendem-se essencialmente, com a Globalização, o desenvolvimento tecnológico e a transformação da qualidade. Existem duas forças que exercem pressão no sentido que as mudanças aconteçam: as forças internas, relativas à estrutura interna da empresa, e externas, que se relacionam com as necessidades dos clientes, onde a inovação e estratégia funcionam como papel principal.

No cenário atual, assistimos a uma grande quantidade de transformações na economia mundial, que atinge de forma rápida as formas de existência dos estados, as relações entre eles, e o quotidiano da população. Existe, igualmente, uma intensa reestruturação das relações do poder, da divisão internacional do trabalho e da riqueza, bem como, as relações entre os diferentes países. A globalização trata da transformação do espaço e do tempo, mas nunca deve ser equacionada exclusivamente sob o ponto de vista económico ou como processo único, mas certamente como um fenómeno complexo, constituído por diversos processos contraditórios, produtores de conflitos. Expressa uma crescente interdependência da economia nacional e a emergência de um sistema transacional que lhe é dominante (Sappington, 1991).

O início do século XXI tem sido marcado pela necessidade de redesenhar a forma de valorizar as diferentes formas e métodos para gerar valor ao negócio. Assim, para gerar mais valor de negócio é necessário a utilização de diferentes técnicas que possam permitir a quantificação métrica, incluindo a criação de valor para os acionistas e do valor de conhecimento, o valor dos clientes, dos fornecedores, dos recursos humanos, tecnologia, e o valor ambiental (Hidalgo, 2006).

Partindo da contextualização e dos pressupostos atrás explicitados, esta investigação centra-se, em analisar a Aplicação do EVA, na avaliação e desempenho económico das PME, tendo como base, um estudo de caso.

Os princípios epistemológicos subjacentes à construção do objeto do estudo conduziram à delimitação da área temática na qual se situaria o trabalho de investigação, centrando-se essencialmente, nos impactos da aplicação do EVA, no desempenho económico das PME.

De acordo com o pressuposto mencionado, o plano de investigação sofreu algumas alterações, concertando-se estratégias, à medida que o objeto de estudo foi conhecido, e como se foi conhecendo melhor o tema em estudo. O plano foi sofrendo modificações e as estratégias foram também selecionadas de acordo com decisões, em termos de aspetos específicos, contexto e dos autores em análise.

Na presente investigação, o trabalho de construção do objeto de estudo teve por base fundamentos teóricos resultantes da revisão do estado da arte através de leituras prévias efetuadas sobre a temática enunciada, pela reflexão das práticas do EVA.

A conjugação das leituras e dos dados emergentes do campo de ação, permitiram a identificação dos seguintes pressupostos de partida anteriormente enunciados e descritos. De acordo com os pontos de partida enunciados para a construção do objeto de estudo do trabalho de investigação, mobilizam-se diferentes áreas de estudo que permitem uma maior reflexão e um aprofundado esclarecimento sobre a realidade estudada.

1.2 Problemática de investigação

Este conceito representa uma variação ou modificação designada por *“renda residual ou lucro”*, ou seja, representa o resultado que foi obtido, subtraindo-se o lucro operacional dos custos de capital (Irimia, 2003). A premissa de benefício residual surge no início do século XX, na literatura contabilística. Em valor de negócios, o EVA é um método de desempenho financeiro para calcular o lucro económico verdadeiro de uma empresa. Para Amat (1999, p. 87) *“o custo de oportunidade é uma forma de avaliar o custo para a empresa que é financiado com fundos contribuídos pelos acionistas”*.

Segundo Rappaport (2006, p. 28), o principal objetivo financeiro de qualquer empresa quer esteja ou não cotada em bolsa é maximizar a sua riqueza. E segundo o autor, a *“teoria da economia de mercado é baseada em indivíduos que buscam os seus próprios interesses por meio de operações de mercado para produzir uma alocação eficiente de recursos”*. Tenta igualmente resolver as limitações existentes e preencher as lacunas deixadas por indicadores tradicionais (Amat, 1999, Young, 2003; Stern, 2002). Segundo os autores, o EVA estabelece metas na organização e mede o desempenho da empresa e dos seus funcionários. Segundo Rapport (2006, p. 92), *“A inovação de produtos e serviços sob medida do cliente, desenvolvido por colaboradores com elevadas qualificações profissionais, são uma importante fonte de criação de valor e de importância”*.

Desta forma, o EVA considera a produtividade de todos os fatores utilizados para a realização do negócio. Cria valor na empresa, quando o retorno gerado supera o custo de oportunidade, os recursos utilizados pela empresa em relação ao valor que seria gerado numa outra atividade semelhante (Janssen, 2005). Assim, segundo o autor, o EVA representa o lucro operacional após impostos, menos o custo médio ponderado de capital. Para Irimia (2003, p. 290) *“o EVA é o indicador de criação de valor mais popular atualmente, uma medida de custo, lucro residual restante dos recursos gerados”*. Embora o EVA tenha surgido na última década, a teoria económica e financeira tem abordado estes conceitos por algum tempo. Outros conceitos estão associados, mesmo sem as características da marca Stern Stewart & Co¹.

Stewart (1990) baseia-se no conceito de rendimento residual para o EVA. O lucro operacional após a determinação dos impostos, menos o custo de capital é parte integrante deste conceito. O EVA busca medir a diferença entre o benefício das operações atuais e o custo do capital,

¹ Stern Stewart & Co. foi a consultora que registou a marca EVA.

que intervieram na mesma geração, incluindo o capital próprio. Representa assim, um indicador individual de desempenho de negócio que diferencia as empresas em termos da sua estrutura de capital.

O governo de cada país requer certos requisitos para as despesas de investigação e desenvolvimento a ser considerado no ativo, nomeadamente, a viabilidade económica, científica e separabilidade. A metodologia do EVA entende que os gastos na pesquisa e desenvolvimento tem como objetivo a geração de renda futura e considera estes custos como um importante trunfo para a empresa (Stewart, 2001).

É sobre a análise deste aspeto que este trabalho pretende trazer um grande contributo de reflexão e de pesquisa, atendendo ao complexo fenómeno que constitui a aplicação do EVA, nas PME, tendo como objetivo, esboçar um panorama geral das investigações que existem na área do desempenho e avaliação, que muito se tem desenvolvido nas últimas décadas.

Capítulo II – Avaliação de Empresas

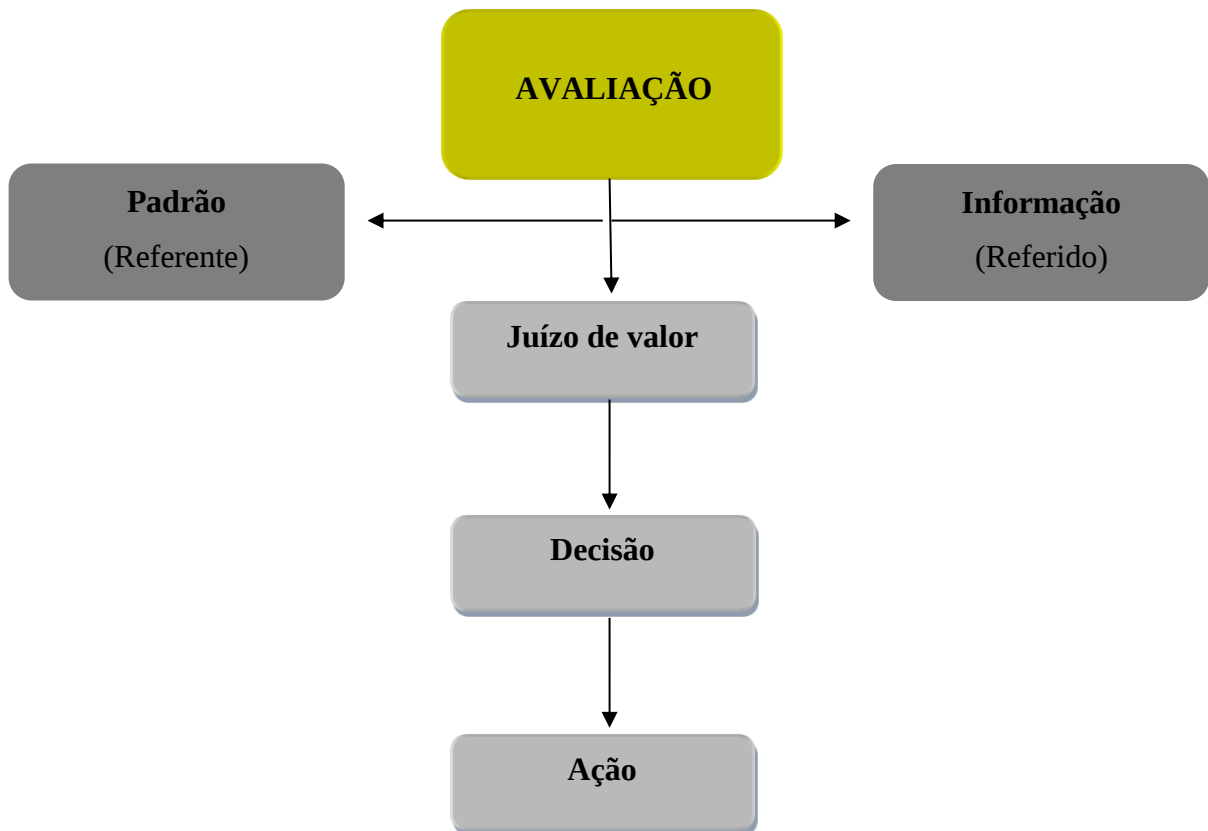
2.1 Conceito e evolução

As políticas sociais atuais em Portugal têm como principal marco, o pós 25 de Abril, com todas as inovações introduzidas. A revolução do 25 de Abril trouxe consigo várias premissas no campo das políticas sociais, mas com a recessão a nível mundial, a falta de estabilização política não permitiram que se fizesse grandes modificações no nosso país.

Na análise da realidade social e enquanto sistema histórico, a realidade portuguesa é fruto de uma permanência duradoura na periferia em relação ao sistema mundial desde o século XVI. A nível cultural, denota-se os fracos níveis de escolarização, qualificação escolar e profissional dos cidadãos e as dificuldades na promoção de padrões elevados de cultura, (Santos, 1991). No campo económico observa-se aspetos específicos característicos de uma sociedade com presença de níveis intermédios de desenvolvimento, e a nível social denota-se um estado – providência bastante fraco, com dificuldade acrescida, na interiorização da cultura de administração.

A revisão da literatura permitiu aferir que, atualmente, o conceito de avaliação tem sofrido alterações ao longo das últimas décadas. Termos como avaliação da escola, avaliação do ensino, avaliação do desempenho. Para Sanches (2008, p. 131) o conceito de avaliação, associado às práticas coerentes, apresenta não um mas, vários sentidos que sofreram alterações marcantes ao longo do tempo. Para o autor, a avaliação é como uma “*medida como descrição de resultados face a objetivos, como emissão de um juízo de valor ou como resultado consensual de um processo de negociação*”. Assim, a figura seguinte, ilustra de forma objetiva, os principais pressupostos da avaliação.

Figura 1: Conceito de avaliação



Fonte: Sanches (2008, p. 132)

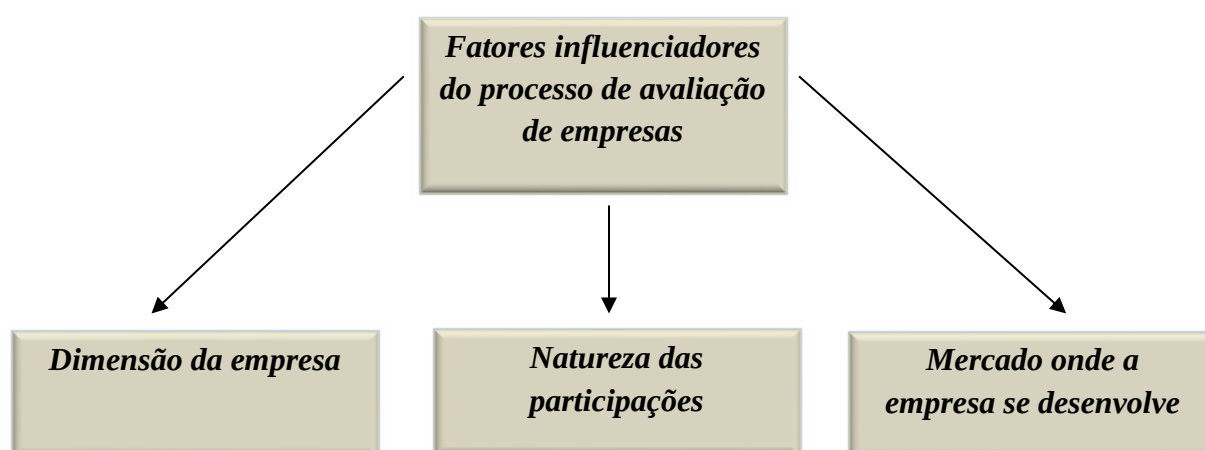
Deste modo, os pressupostos a que Sanches (2008) se refere são, que a avaliação pressupõe a comparação e o confronto entre o referido, isto é, o que é constatado na realidade através da interpretação da informação recolhida, com o referente, isto é as normas, o modelo de padrões, os perfis e os critérios de avaliação. A comparação permite a produção de juízos de valor sobre o desempenho apresentado e avaliado que são importantes na tomada de decisões, bem como nas ações do processo de avaliação.

As características particulares das PME apresentam implicações profundas no seu processo de avaliação. Assim, as demonstrações económico-financeiras, a interpretação de indicadores e a aplicação dos métodos de avaliação mais comuns, são atividades que têm necessidade de serem adaptadas a um contexto que caracteriza a forte dependência da esfera pessoal do empresário.

2.2 Diversidade de fatores que influenciam o processo de avaliação

As empresas modernas tendem a optar por uma abordagem mais humanista que contribua para a valorização do ser humano como pessoa, uma administração centrada no indivíduo. A valorização dos recursos humanos é uma das chaves para o sucesso de muitas empresas, conseguindo-se assim, funcionários mais comprometidos e melhorias operacionais, usando ferramentas simples, como a criatividade do seu pessoal (Drucker, 1997). No paradigma atual de gestão as pessoas representam o fator-chave no desempenho global da empresa, a avaliação do desempenho é atualmente descrita pelos gestores com sucesso, como um importante instrumento de motivação dos trabalhadores (Welch, 2001). O esquema seguinte demonstra os principais factores que influenciam a avaliação das empresas.

Figura 2: Fatores que influenciam a avaliação



Fonte: Elaboração própria

A nova realidade no mundo dos negócios trás a todas as empresas o desafio de gerar valor aos seus proprietários, geralmente, motivada pelas estratégias corporativas e que são adequadas ao mercado. Na procura de valor torna-se essencial repensar a forma de atuar e qual o principal foco de toda a actividade empresarial. As empresas modernas são cada vez mais, a parte ativa do mercado financeiro, envolvendo-se neste sector através das compras e vendas de serviços.

A fundamentação teórica da avaliação de empresas exige o domínio de conceitos financeiros e económicos, das técnicas de cálculo, e alguns factores internos e externos da empresa que condicionam o seu valor económico. As suas particularidades têm implicações no seu processo de avaliação, isto porque a leitura das demonstrações económico-financeiras, a interpretação de indicadores e a aplicação dos métodos de avaliação, são actividades que

necessitam de ser adaptadas a um contexto que se caracteriza pela relação entre a esfera pessoal do empresário e a esfera empresarial (Rocha, 2000). Uma empresa necessita de um processo contínuo de avaliação de desempenho, pois segundo Kaplan e Norton (1997, p. 21) *“o que não é medido não é gerenciado”*. A avaliação dos resultados e desempenho não representa uma tarefa simples, embora seja crucial para a sua permanência no mercado actual.

2.3 Necessidades de avaliação de empresas

A necessidade de avaliação das empresas contextualiza-se através do interesse em vender participações sociais, geralmente, em situações de financiamentos externos ou fusões, bem como em situações de insolvência. Na avaliação de uma empresa existem factores objectivos, como os valores patrimoniais expressos pela contabilidade, os factores subjectivos como o sector de actividade, quadro de gestão, e os “cash-flows” previsionais.

Após a 2ª guerra mundial muitas economias cresceram de forma rápida, tendo como resultado, um acréscimo de competitividade global. Este fenómeno teve como consequência, o aparecimento de novas ferramentas de gestão, para fazer face às novas exigências, especificamente, a Gestão da Qualidade, a avaliação de empresas através do EVA. Os diversos sistemas utilizados até então, tinham como base modelos de demonstrações financeiras, com pressupostos que, na maior parte das vezes, não respondiam às exigências da era da informação. A avaliação da performance, era expressa através de medidas financeiras, com base no processo de criação de valor num modelo linear aditivo.

Estes pressupostos são utilizados no cálculo do EVA, pois traduzem uma importante medida de lucro económico que se obtém através da subtracção do custo do capital aos resultados operacionais líquidos. O EVA, considera ativos intangíveis, tais como a pesquisa e desenvolvimento, valorizando-os com base nos custos históricos (Neves, 2005). Segundo o autor, trata-se de uma medida de índole financeira que se alheia dos factores que estimulam o lucro futuro das empresas.

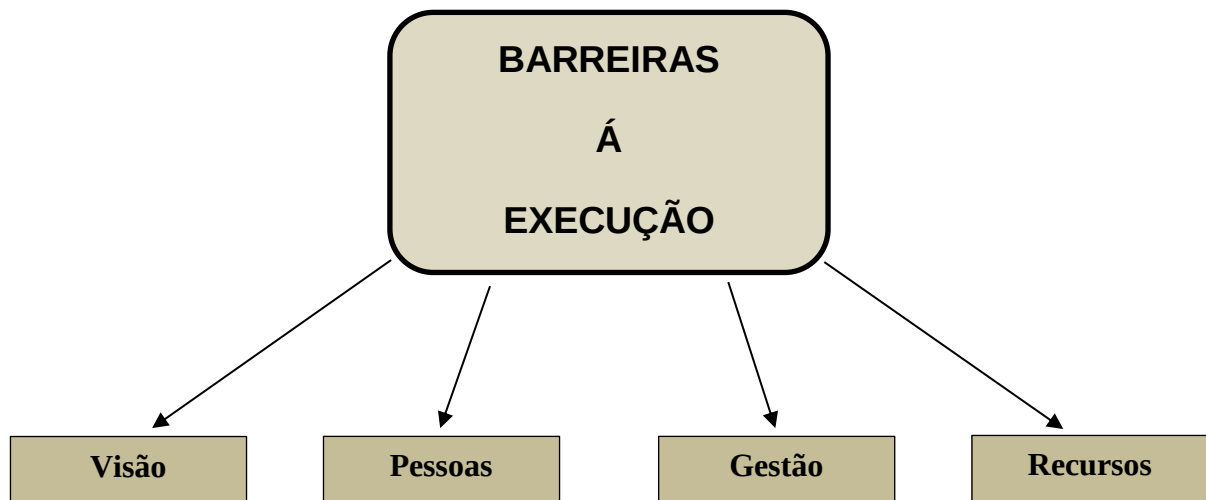
Para Rohm (2002) as primeiras ferramentas surgiram no fim do século XV, e só a partir da segunda metade do século XX surgiram as preocupações com a avaliação em termos estratégicos e operacionais das empresas, o que teve como consequência o desenvolvimento de novos e inovadores conceitos, tanto a nível operacional como tático, nomeadamente, a satisfação dos clientes e a melhoria da eficiência produtiva.

De uma forma geral, a capacidade de investimento a longo prazo e a fidelização dos clientes, não representavam factores críticos de sucesso, segundo Niven (2006) as economias de escala e de gama, eram associadas às medidas de avaliação financeiras, e constituíam os determinantes da competitividade. A eficiência produtiva constituía o principal fator crítico de sucesso nas empresas.

Os já existentes sistemas de avaliação de empresas utilizam medidas financeiras para avaliar a performance interna, medidas essas que, segundo Niven (2006), somente possibilitam o conhecimento de acções do passado, e não servem de alerta para o futuro, no sentido de previsão. A contabilidade ao nível financeiro não permite que sejam registados os ativos que constituem, atualmente, a vantagem competitiva nas empresas, como são, o conhecimento e criatividade dos funcionários, as relações que se estabelece com os clientes e fornecedores, associada à capacidade de inovação. Em relação a este contexto, torna-se pertinente referir as premissas de Drucker (1995) que refere que as empresas são compensadas pelo controlo dos custos, pelo que necessariamente, os indicadores de desempenho devem ser considerados medidas financeiras como a satisfação de clientes, inovação e qualidade de serviço.

A importância que representa os ativos intangíveis no processo de criação de valor, exige às empresas, uma estrutura que permite aumentar o seu Know-how, relacionamentos, cultura. A estratégia delineada previamente, permite a criação de valor. Igualmente, a forma como as empresas definem e indexam os seus planos de incentivo, apresenta um forte impacto na implementação da estratégia. O esquema seguinte identifica as principais barreiras existentes na implementação da estratégia.

Figura 3: Principais barreiras na implementação da estratégia.



Fonte: Kaplan e Norton (1997)

2.4 Fases do processo de avaliação

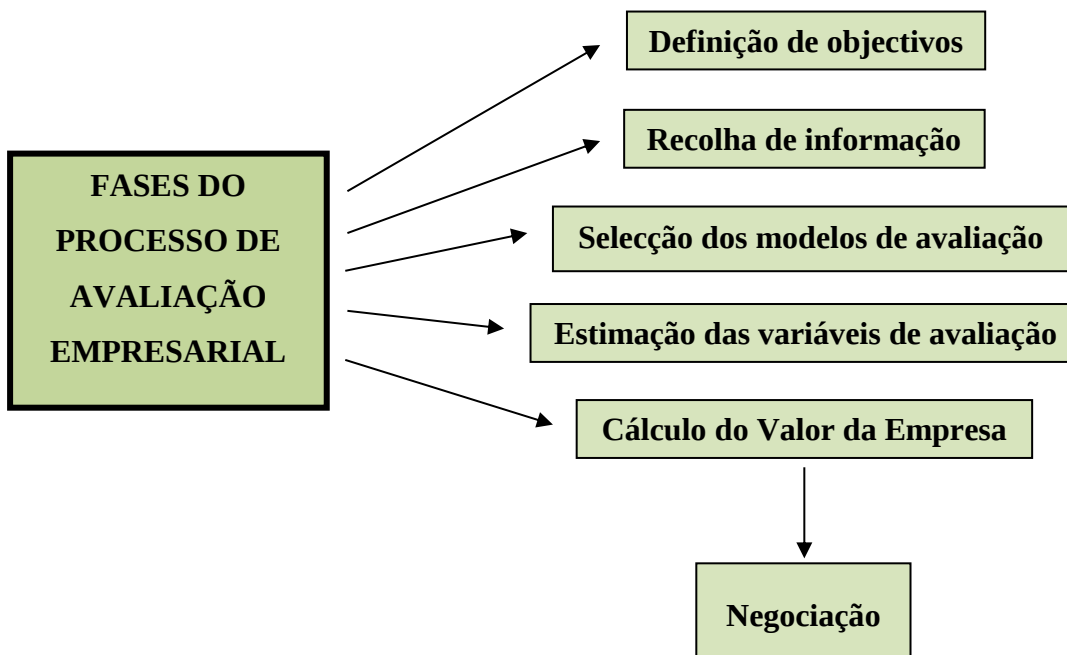
A avaliação do desempenho acompanha a evolução da maior parte das empresas e sempre reflectiu as transformações sociais, como forma de adaptação a todas as mudanças rápidas que ocorreram. Deste modo, a avaliação das empresas constitui uma importante ferramenta com o intuito de permitir acompanhar o desempenho dos gestores, subsidiar e motivar uma gestão eficaz de desempenho. Estes instrumentos de gestão, promovem a eficácia, e exigem um planeamento, a execução e o controlo de todo o processo.

Na economia actual da sociedade do conhecimento, a maior parte das empresas confrontam-se diariamente, com necessidades de mudança de comportamento nas relações com o ambiente externo, com o objectivo de manter as suas competências essenciais na procura de sobrevivência de um mercado competitivo. Assim, Peixoto (2002, p. 24) refere que:

“É provável que, também em Portugal, o objectivo da criação de valor para os accionistas venha a ganhar uma maior aceitação, devido à integração crescente da Europa, à tendência mundial da liberalização do comércio, mas também por via do aumento das privatizações e da importância dos investidores institucionais, entre outros factores”.

De uma forma geral, é cada vez maior o número de defensores para a utilização de indicadores de desempenho no ambiente empresarial. Estas medidas financeiras são amplamente utilizadas para medir o desempenho das empresas, nomeadamente, o resultado líquido, rentabilidade das vendas, fluxo de caixa, rentabilidade de ativos e rentabilidade do capital. O esquema seguinte ilustra as diferentes fases num processo de avaliação.

Figura 4: Fases do processo de avaliação



Fonte: CTOC (2005)

2.5 Abordagem pelas opções reais

Uma opção real pode ser definida como um direito, mas não uma obrigação de tomar uma decisão, a que está associado um custo pré-determinado designado por preço de exercício, direito esse que se mantém por um determinado período, ou seja até ao prazo do exercício da opção (Copeland, 2001). Pela utilização de opções reais, reconhece-se o valor de uma empresa e dos seus componentes, ou seja, por um lado valoriza-se o projecto já implementado, e por outro valorizam-se também as opções que a empresa detém. Com vista a argumentar que existe uma “vertente opcional” quando se fala em valor de uma empresa, é necessário examinar as suas decisões estratégicas e operacionais (Rérrole, 1998).

A “oportunidade real” de investir, é idêntica á de um investimento financeiro, em que o investidor tem o direito, mas não a obrigação, em adquirir um activo num momento futuro.

Autores como Amram e Kulatilaka (1999), consideram que muitos gestores já compreenderam que existe algo de errado ou, pelo menos incompleto, com as tradicionais metodologias de avaliação, sendo necessário acrescentar mais informação como é o caso das opções reais que se mantêm em aberto, Estas pelo menos teoricamente, possibilitam aos gestores uma tomada de decisões mais realista e mais fundamentada.

Para Martin (2000) existem determinados fatores que medem o desenvolvimento económico da empresa ou de algum negócio em particular, nomeadamente, através do conhecimento do fluxo de fundos, quantificação da utilização de recursos utilizados para a produção de fluxos de caixa, medição do risco associado com as decisões futuras e quantificação da rentabilidade do mercado. A figura seguinte ilustra alguns dos indicadores utilizados Amat (1999), Young (2003), Stern (2002), Irimia (2003), Rappaport (2006).

Figura 5: Princípio de gestão orientada para a criação de valor



Fonte: Rappaport (1998).

Capítulo III – EVA, nas PME

3.1 Evolução e conceções teóricas

O início do século XXI tem sido marcado pela necessidade de redesenhar a forma de valorizar as diferentes formas e métodos para gerar valor ao negócio. Assim, para gerar mais valor de negócio é necessário a utilização de diferentes técnicas que possam permitir a quantificação métrica, incluindo a criação de valor para os acionistas e do valor de conhecimento, o valor dos clientes, dos fornecedores, dos recursos humanos, tecnologia, e o valor ambiental (Hidalgo, 2006).

Atualmente, são as multinacionais IBM, Coca-cola, Motorola, Microsoft, Intel, Telecom, JC Penny, a AT & T, Quaker, Esquível Durman, que fazem uso de diferentes métricas para medir a criação de valor ou destruição, nomeadamente através do “*Economic Value Added – EVA*”. Ferramenta que permite a mensuração da criação de valor num determinado investimento. Este conceito foi desenvolvido por Joel Stern e Bernnett Stewart durante a década de 1980.

Pontes (2004) salienta o aparecimento do EVA no final da década de 1950, início da década de 1960 do século XX. E Neves (2002) complementa esta afirmação, ao referir que existem de forma semelhante, diversas designações anteriores ao EVA de Stern e Stewart, de acordo com Biddle et al. (1997):

- Excess earnings - Canning (1929) e Preinreich (1936)
- Super-profits - Edey (1957)
- Excess realizable profits - Edwards e Bell (1961)
- Excess-income - Kay (1976) e Peasnell (1981)
- Abnormal earnings - Feltham e Ohlson (1995)
- Residual income - Anthony et al., 1ª ed. (1965) e Solomons (1965)
- Economic profit - Copeland, T., Koller, T. e Murrin, J. 1ª ed., (1990)
- Economic Value Added - Stewart (1990)

Este conceito representa uma variação ou modificação designada por “*renda residual ou lucro*”, ou seja, representa o resultado que foi obtido, subtraindo-se o lucro operacional dos custos de capital (Irimia, 2003; Janssen, 2005). A premissa de benefício residual surge no início do século XX, na literatura contabilística.

Em valor de negócios, o EVA é um método de desempenho financeiro para calcular o lucro económico verdadeiro de uma empresa.

Para Amat (1999, p. 87) *“o custo de oportunidade é uma forma de avaliar o custo para a empresa que é financiado com fundos contribuídos pelos acionistas”*.

Segundo Rappaport (2006, p. 28), o principal objetivo financeiro de qualquer empresa quer esteja ou não cotada em bolsa é maximizar a sua riqueza. E segundo o autor, a *“teoria da economia de mercado é baseada em indivíduos que buscam os seus próprios interesses por meio de operações de mercado para produzir uma alocação eficiente de recursos”*. Tenta igualmente resolver as limitações existentes e preencher as lacunas deixadas por indicadores tradicionais (Amat, 1999; Young, 2003; Stern, 2002). Segundo os autores, o EVA estabelece metas na organização e mede o desempenho da empresa e dos seus funcionários.

Segundo Rapport (2006, p. 92), *“A inovação de produtos e serviços sob medida do cliente, desenvolvido por colaboradores com elevadas qualificações profissionais, são uma importante fonte de criação de valor e de importância”*.

Desta forma, o EVA considera a produtividade de todos os fatores utilizados para a realização do negócio. Cria valor na empresa, quando o retorno gerado supera o custo de oportunidade, os recursos utilizados pela empresa em relação ao valor que seria gerado numa outra atividade semelhante (Janssen, 2005). Assim, segundo o autor, o EVA representa o lucro operacional após os impostos, menos o custo médio ponderado de capital. Para Irimia (2003, p. 290) *“o EVA é o indicador de criação de valor mais popular atualmente, uma medida de custo, lucro residual restante dos recursos gerados”*.

Embora o EVA tenha surgido na última década, a teoria económica e financeira tem abordado estes conceitos por algum tempo. Outros conceitos estão associados, mesmo sem as características da marca Stern Stewart & Co.

Stewart (1990) baseia-se no conceito de rendimento residual para o EVA. O lucro operacional após a determinação dos impostos, menos o custo de capital é parte integrante deste conceito. O EVA busca medir a diferença entre o benefício das operações atuais e o custo do capital, que intervieram na mesma geração, incluindo o capital próprio. Representa assim, um indicador individual de desempenho de negócio que diferencia as empresas em termos da sua estrutura de capital.

O governo de cada país requer certos requisitos para as despesas de investigação e desenvolvimento a ser considerado no ativo, nomeadamente, a viabilidade económica, científica e separabilidade. A metodologia do EVA entende que os gastos na pesquisa e

desenvolvimento tem como objetivo a geração de renda futura e considera estes custos como um importante trunfo para a empresa (Stewart, 2001; Azofra e Santidrián Prieto, 2000).

Assim, os dados de ajuste sobre a contabilidade contempla duas alternativas: não amortizar o ativo, uma vez que é compreendido que o pagamento será feito a longo prazo e amortizar o ativo ao longo de um certo número de anos.

Durante a década de 1980, existiu um debate importante sobre a relevância dos indicadores fornecidos pela contabilidade de gestão em medição do desempenho das empresas industriais (Kaplan, 1984). Especialmente, alguns críticos salientaram os seguintes aspetos:

a) A contabilidade perdeu o seu significado original para a tomada de decisões e controlo de influência dos princípios de contabilidade financeira;

b) Os verdadeiros indicadores de gestão de contabilidade são manipuláveis sempre que existe um resultado abaixo das previsões;

c) Tem existido algumas inovações de técnicas e instrumentos de contabilidade e controlo de gestão, no período do início do século XX;

A informação necessária para calcular o EVA é essencialmente, as informações contabilísticas da empresa, de forma ajustada (Prober, 2000).

A literatura empírica analisou os efeitos do EVA, e encontrou resultados contraditórios. Alguns estudos demonstram evidências empíricas da riqueza do acionista (Chen e Dodd, 2001; Ray, 2001), e outros estudos põem em causa a eficácia do EVA. Fernandez (2001) utiliza dados fornecidos pela consultora Stern Stewart & Co., e observou uma baixa correlação entre o EVA e o MVA².

(Biddle, Bowen e Wallace, 1997) utilizaram igualmente os dados fornecidos pela Stern Stewart & Co., e compararam o nível de conteúdo da informação do EVA e as outras medidas com base na contabilidade. Desta forma, os autores observaram evidências de que o lucro contabilístico e o fluxo de caixa operacional estão associados as ações de rentabilidade e valor de mercado da empresa.

No mesmo sentido, (Chen e Dodd, 2001) examinaram o nível de conteúdo da informação, em termos de valor de relevância, das medidas de lucro operacional, lucro residual e EVA. Utilizando diferentes metodologias estatísticas, os autores descobriram que o lucro

² Associado ao EVA surge o conceito de valor de mercado acrescentado Market Value Added. O MVA não é mais do que o somatório do EVA gerado, ano após ano, actualizado.

operacional e o lucro residual têm um maior nível de informação que a medição de conteúdo do EVA (Chen e Dodd, 2001).

Wallace (1997) observou que as empresas que adotaram sistemas de remuneração baseados em renda residual (EVA) não apresentam retornos fora do normal. Da mesma forma, o autor observou que as empresas que adotam sistemas de compensação têm como consequência, um aumento significativo nas medidas de renda residual. No sentido de complementar o estudo de investigação, foi realizada uma análise da evolução de três conjuntos de variáveis, medidas de rentabilidade sobre os ativos (ROA), indicadores de investimento de atividade da empresa e medidas de fluxo de caixa, com a finalidade de obter uma perspectiva a longo prazo destes três conjuntos de variáveis, analisando a sua evolução num período de tempo de 5 anos após a adoção do EVA (Biddle, Bowen e Wallace, 1997; Riceman Cahan e Lal, 2000).

Peixoto (2002, p. 32) salienta o trabalho de Brickley et al. (1997) referindo que:

“Estes autores reviraram a literatura de gestão dos últimos 30 anos e concluíram que as técnicas de gestão inovadoras têm um ciclo de vida, em que na fase decrescente estão a gestão de qualidade total, a reengenharia, o benchmarking, o método de Custeio Baseado nas Atividades (ABC), o Just-in-Time (JIT) e os ciclos de qualidade”.

3.2 Os quatro pilares do EVA

De uma forma geral o primeiro impulso quando se parte para a análise do valor de uma determinada empresa, conduz-nos à utilização dos dados históricos, patrimoniais ou substanciais (Ferreira, 2002), prática desenvolvida até aos anos 80 do século passado. Atualmente, esta prática está completamente ultrapassada, pois segundo o autor, estes valores apurados são estáticos, não permitem decifrar expectativas de evolução futura, e a sua utilização somente terá eficácia em empresas de pequena dimensão.

Com a necessidade de adoção de novas atitudes de gestão eficientes e eficazes, teve como consequência, que um número cada vez maior de empresas adoptasse uma nova filosofia de gestão direccionada para o valor. Tendo em conta o panorama de rápidas mudanças, onde a procura por resultados positivos é permanente, tem sido debatida ao nível empresarial, o valor acrescentado (Baum, Sarver e Strickland, 2004; Borges, 2004; Davies et al, 1999; Fabozzi e Grant, 2000; Jiang e Li, 2008; Neves, 2002a; Rocha, 2000).

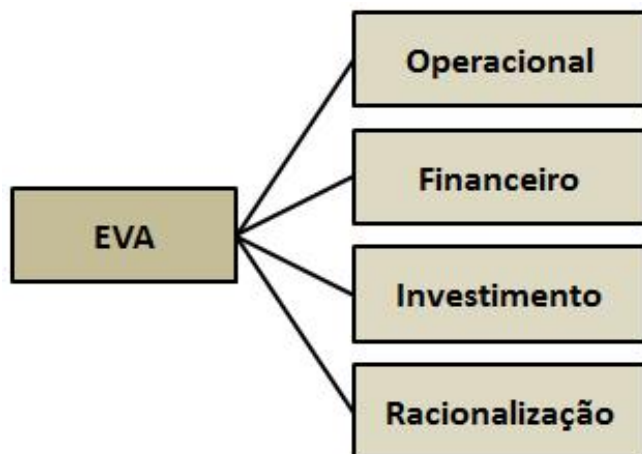
Assim, a análise financeira baseia-se num conjunto de métodos e técnicas em que os outputs permitem elaborar juízos de valor acerca do desempenho económico e financeiro mais recente, bem como as perspetivas de evolução de uma empresa (Pinho e Tavares, 2005). Segundo os autores, existem duas importantes metodologias fundamentais no âmbito da análise financeira, que têm em conta o bom senso do analista, como a verificação de alguns agregados de demonstrações financeiras, e o cálculo e análise de indicadores económicos e financeiros.

No caso em que a análise é fundamentada em alguns dados referentes a somente um exercício económico, o analista poderá retirar informações relevantes, no que diz respeito à estrutura de gastos e ao peso de cada componente de gastos nas demonstrações financeiras. Por outro lado, quando a análise se baseia em demonstrações financeiras que se relacionam com períodos sucessivos, é possível o analista observar as tendências de evolução de alguns agregados económicos e financeiros, contextualizando uma perspetiva evolutiva (Pinho e Tavares, 2005).

O EVA é utilizado para calcular a riqueza criada num determinado espaço de tempo. O seu cálculo consiste no lucro operacional líquido da empresa no período, menos o custo total do capital investido (Irimia, 2003; Martin e De La Calle, 2003). Possibilita igualmente, que todas as decisões financeiras sejam modeladas, monitorizadas, avaliadas, comunicadas e

compensadas em termos de uma determinada medida. O EVA tem a capacidade de fornecer informação sobre um determinado valor adicional, se este pode estar a ser criado ou destruído, através de uma análise de quatro pilares básicos, denominados “*Value Drivers*”.

Figura 6: Os quatro pilares do EVA



Fonte: Adaptado de Stern Stewart & Co. (1990)

Segundo a figura o pilar operacional aumenta o retorno para a base de capital através de corte de custos, aumento de lucros ou economia de impostos. O pilar financeiro reduz o custo de capital, o investimento investe o capital adicional em projetos com valor presente positivo e o pilar da racionalização desinveste o capital de projetos com valor presente negativo.

Obtendo-se um EVA positivo significa que a empresa conseguiu rentabilidade acima dos custos dos recursos de capital que utilizou num determinado negócio e criou valor. Se por outro lado, o EVA é negativo significa que a empresa não conseguiu gerar recursos capazes de remunerar o capital investido, e por isso, neste caso, destruiu valor.

Segundo esta medida de desempenho, a empresa gera valor para os accionistas se os resultados operacionais forem superiores ao custo de todo o capital utilizado nas suas operações. Este capital próprio é geralmente, captado no mercado financeiro.

3.3 Principais Teorias e Conceitos do EVA

Higgins (2007) refere que o EVA tornou-se importante, após alguns anos decorrente do facto de fazer parte integrante de três funções administrativas importantes como a análise de investimento, avaliação de desempenho e remuneração de incentivos. Estas funções empresariais, apresentam como função principal, influenciar de forma positiva e eficaz o comportamento da administração.

Para (Forker e Powell, 2008) uma das principais características da medida de desempenho do EVA deve-se ao facto de ser uma medida eficaz que satisfaz as condições métricas que se baseiam em valor, que reconhece o encargo para o custo do capital próprio, e obter o valor acrescentado após a remuneração dos capitais. Desta forma, o EVA permite a descoberta de insights que são mais difíceis de entender através de análises tradicionais.

3.4 Custo de Capital

Young e O’Byrne (2003, p. 147) definem como custo de capital de qualquer investimento, seja em projetos, em novas divisões, ou em toda a empresa, “*a taxa de retorno que o credor esperaria receber, se o seu capital fosse investido em um outro projecto, ativo ou empresa de risco semelhante*”. Em outras palavras, o custo de capital é um custo de oportunidade. A média ponderada do custo de capital (CMPC) é a média ponderada do custo marginal pós-impostos do capital de terceiros e do capital próprio, baseada na estrutura de capital da empresa.

$$\text{CMPC} = \text{CP} / (\text{CP} + \text{CT}) \times \text{Rcp} + \text{CT} / (\text{CP} + \text{CT}) \times \text{Rct} \times (1 - t)$$

Onde:

CP = Volume de capital próprio = Património Líquido

CT = Volume de capital terceiro = Exigível a Longo Prazo

Rcp = Custo do capital próprio = Nível de Retorno do Acionista

Rct = Custo do capital de terceiros

t = Taxa de imposto sobre os lucros da empresa

3.5 Cálculo prático do EVA

O EVA pode ser calculado através de diversas fórmulas algébricas difundidas no meio académico. O EVA é geralmente, obtido através do spread entre o resultado operacional e o custo médio ponderado de todo o capital que é multiplicado pelo capital investido. De uma forma geral, o EVA é calculado ao deduzir o NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), do custo de capital dos recursos captados utilizados para financiar as operações da empresa.

Segundo (Neto, 2003; Brealey et al., 2007; Chen e Dodd, 1997; Copeland et al., 2000; Higgins, 2007; Jalbert e Landry, 2003; Neves, 2002b; Stewart, 1990), são levados em conta os impactos causados pelo desgaste ou amortização do imobilizado e o imposto que incide sobre o resultado operacional, fornecendo ao gestor informações sobre a necessidade da empresa repor os seus ativos.

Contabilisticamente, uma das maneiras de se calcular o EVA é a partir das Demonstrações Financeiras:

Receita Operacional

(-) Custos e Despesas Operacionais

= Lucro Operacional

(-) Custo de Capital de terceiros

= Lucro Líquido do exercício

(-) Custo do capital Próprio

= EVA

Financeiramente, pode-se calcular o EVA pela expressão matemática:

$EVA = (R - C) \times \text{Capital Investido}$

R = Taxa de Retorno esperado

C = Custo do Capital (CMPC)

Ou

$EVA = ROI \times \text{Investimento} - CMPC \times \text{Investimento}$

Exemplo:

APLICAÇÕES	ORIGENS
ACTIVO FIXO (7000)	CAPITAL PRÓPRIO (4500)
FUNDO MANEIO (2000)	ENDIVIDAMENTO (4500)

CAPITAL INVESTIDO = 9000

Resultado operacional após impostos **NOPAT**: 2500

Rendimento do capital investido **RCI**: $2500 / 9000 = 27,78\%$

Custo do capital próprio **Ke**: 14%

Custo do endividamento após impostos **Kd (1 - t)** = 6,6%

Custo do capital **WACC**: 10,3%

EVA spread: $27,78\% - 10,3\% = 17,48\%$

Cálculo do EVA pelo spread ou óptica do financiamento

$= (\text{RCI} - \text{WACC}) \times \text{Capital investido}$

$= \text{EVA spread} \times \text{Capital investido}$

$= 17,48\% \times 9000$

$= 1573$

Cálculo do EVA pelo óptica operacional

$= \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{Capital investido}$

$= 2500 - 10,3\% \times 9000$

$= 1573$

O EVA, enquanto indicador de performance, pode ser utilizado ao nível de toda a empresa para medida da performance geral, ou de unidade de negócio, departamento, divisão, projeto de investimento. Está relacionado com o valor de mercado de uma empresa e pode ser utilizado como ferramenta de todas as empresas, uma vez que este indicador lhes permitirá ver claramente a relação entre as decisões estratégicas de nível operacional e de investimento, bem como a avaliação retrospectiva da performance alcançada.

Segundo Young e O'Byrne (2003, p. 20):

“O EVA Mede a diferença, em termos monetários, entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital. É, portanto, similar à mensuração contabilística convencional do lucro, mas com uma importante diferença: o EVA considera o custo de todo o capital, enquanto o lucro líquido divulgado nas demonstrações financeiras da empresa considera apenas o custo do tipo mais visível de capital, os juros, ignorando o custo do capital próprio”.

Para Padoveze (2009, p. 571) refere que o conceito do EVA é a “aplicação da definição de custo de oportunidade do capital e do conceito de manutenção do capital financeiro da empresa”. Segundo o autor, o custo de oportunidade está relacionado com a remuneração que é distribuída aos acionistas, pois investir num determinado valor em ações, espera-se que o retorno seja maior que o investimento.

Para Wernke e Mendes (2010) existe um conjunto de vantagens e desvantagens da aplicação do EVA.

Os principais benefícios são:

- O custo do capital utilizado é considerado nas análises de investimentos e desempenho;
- Os objetivos da empresa são mais bem definidos, permitindo que os administradores trabalhem centrados nos mesmos;
- É definida uma taxa de retorno mínima nos projetos novos e atuais. Desta forma, os objetivos da empresa são definidos de modo claro, objetivo, consistente e quantificável;
- Permite fixar um critério justo para negociação da remuneração variável dos administradores;
- Os gestores começam a pensar e a agir como se fossem acionistas, considerando o impacto de longo prazo das suas decisões.

No que se refere às próprias limitações do EVA, Wernke e Mendes (2010) referem que:

- Apesar de reconhecer a inadequação dos resultados contabilísticos tradicionais para a mensuração do valor do empreendimento, o modelo limita-se a ajustá-los globalmente, em vez de tratar as informações à medida que ocorrem os eventos;
- A base de resultados globais da empresa impede a identificação da contribuição gerada por área.

Stewart (2005, p. 157) refere de forma complementar que existe uma limitação à utilização do EVA, pelo que de forma diferenciada das taxas de retorno, torna-se mais difícil a comparação do EVA de empresas ou unidades de negócios de diferentes dimensões.

O índice EVA é diferente das métricas tradicionais por ser identificado com a criação de valor para os acionistas e por considerar todos os custos dos capitais investidos. É pertinente referir que se trata de uma medida completa, uma vez que permite a identificação da eficiência com que o capital está a ser aplicado.

Ao ser introduzido na empresa, a gestão passa a identificar a real necessidade de investimentos a serem realizados, evitando desta forma gastos desnecessários, elevando o retorno sobre o capital investido (Kaur e Narang 2008; Jalbert e Landry, 2003).

Para (Chen e Dodd, 1997, 2001; Stewart, 1991, 1994; Young e O’Byrne, 2003) o EVA mede o valor gerado em excesso ao retorno mínimo exigido pelos fornecedores de capital da empresa. Pode ser associado de forma periódica, ao longo do tempo, contrariamente das métricas tradicionais que não diferenciam os períodos de grande investimentos e performance operacional de gestão.

Segundo Neto (2003), Beau (2004), Beuren (2001), Cagle *et al.* (2003), Christensen *et al.* (2002), Copeland *et al.* (2000), Dutta e Reichelstein (2002), Fernández (2005), Jalbert e Landry (2003), O’Hanlon e Peasnell (2000, 2002), Young (1999), o EVA é um indicador de performance que prevê a eficiência na gestão das operações e do capital, permitindo a criação de um sistema de incentivos, ligado ao desempenho dos gestores na criação de valor.

3.6 Ajustamentos para o Cálculo do EVA

O EVA é calculado a partir das Demonstrações Financeiras das Empresas, existem basicamente 3 variáveis que terão de ser calculadas:

- Custo do Capital (CMPC);
- NOPAT (net operating profits after taxes);
- CI (capital investido).

No cálculo do CI, a fonte é o Activo Total deduzido dos "financiamentos" sem custo explícito (fornecedores, segurança social, Estado/Fisco) ou de outra maneira, a soma do capital próprio mais o total do passivo, deduzidas as dívidas não oneradas (sem custo) no curto prazo. Os activos a considerar podem ser os existentes no início do período, no final ou o valor médio. Em geral o critério preferido é o do activo médio mas o mais frequentemente utilizado é o do início.

No cálculo do Custo do Capital, a estrutura de capitais é calculada tendo em linha de conta apenas as fontes de financiamento de médio e longo prazo ou com custos explícitos a curto prazo e o cálculo do NOPAT é derivado dos resultados operacionais (EBIT), menos os impostos e os juros da dívida.

Efectivamente, tratando-se o EVA de um indicador de natureza económica e não estando, obviamente, condicionado por convenções contabilísticas ou por questões de natureza fiscal, quando os princípios contabilísticos geralmente aceites ou a fiscalidade distorcem, de alguma forma, a medida do capital investido ou da rentabilidade da empresa, torna-se necessário proceder a ajustamentos, de forma a torná-las mais próximos da realidade económica.

A consultora Stern Stewart & Co. identificou cerca de 160 ajustamentos que seria necessário efectuar aos documentos contabilísticos, de forma a eliminar distorções e enviesamentos provocadas pelas normas contabilísticas e fiscais na rentabilidade da empresa e no capital investido. Segundo Young (1997) o número adequado de ajustamentos depende da empresa e do sector de actividade em que se insere, havendo empresas para os quais não é necessário proceder a qualquer ajustamento.

Quadro 1: Ajustamentos Contabilísticos

Princípio contabilístico	Comentários dos proponentes do EVA
Investigação e desenvolvimento são, em princípio, um custo do exercício.	Deverá ser considerado um investimento.
Os activos que não produzam rendimento e dos quais não se espere recuperação de algum valor pela aplicação do princípio da prudência devem-se provisionar ou levar a custo extraordinário do exercício.	Apesar do insucesso, foi um investimento e, por isso, deve manter-se no balanço. De outro modo vão subestimar-se os investimentos realizados pela empresa.
Provisões do exercício são estimativas de custos futuros em resultado de acontecimentos, circunstâncias ou decisões passadas. Por exemplo, provisões para cobranças duvidosas, provisões para depreciação de existências, etc.	Este procedimento afasta os resultados operacionais da noção de fluxo de caixa. As provisões devem somar-se, líquidas de impostos, aos resultados operacionais. A redução de provisões devem somar-se. Deste modo as provisões acumuladas são somadas ao capital investido.
As empresas podem optar por diversos critérios de valorimetria para as existências: por exemplo, FIFO, LIFO, Custo médio.	A utilização do LIFO distorce o valor em balanço. Deveria estimar-se um valor de reserva no balanço por diferença entre o custo de substituição e o custo ao LIFO. O acréscimo (decrécimo) anual dessa reserva devia ser somada (subtraída) ao resultado operacional.
O tratamento do goodwill varia de país para país. Em Portugal, de acordo com a DC nº 1, o goodwill «deve ser reconhecido e amortizado numa base sistemática, num período que não exceda 5 anos, a menos que a vida útil mais extensa possa ser justificada nas demonstrações financeiras, não excedendo, porém, 20 anos».	As amortizações do goodwill fazem com que o capital investido fique subavaliado. O goodwill deve ser reconhecido mas não amortizado. Assim, as amortizações anuais do goodwill devem ser adicionadas ao resultado operacional e as amortizações acumuladas adicionadas ao capital próprio.
Em Portugal, a generalidade das empresas utilizam o critério fiscal das amortizações constantes.	O EVA só será bem calculado se as amortizações forem económicas. Isto é, as amortizações deveriam ser apuradas da mesma forma que são calculados os reembolsos de empréstimos bancários, com serviço de dívida constante, tendo por base a vida económica do bem e o custo de capital da empresa.

Fonte: Neves (2000)

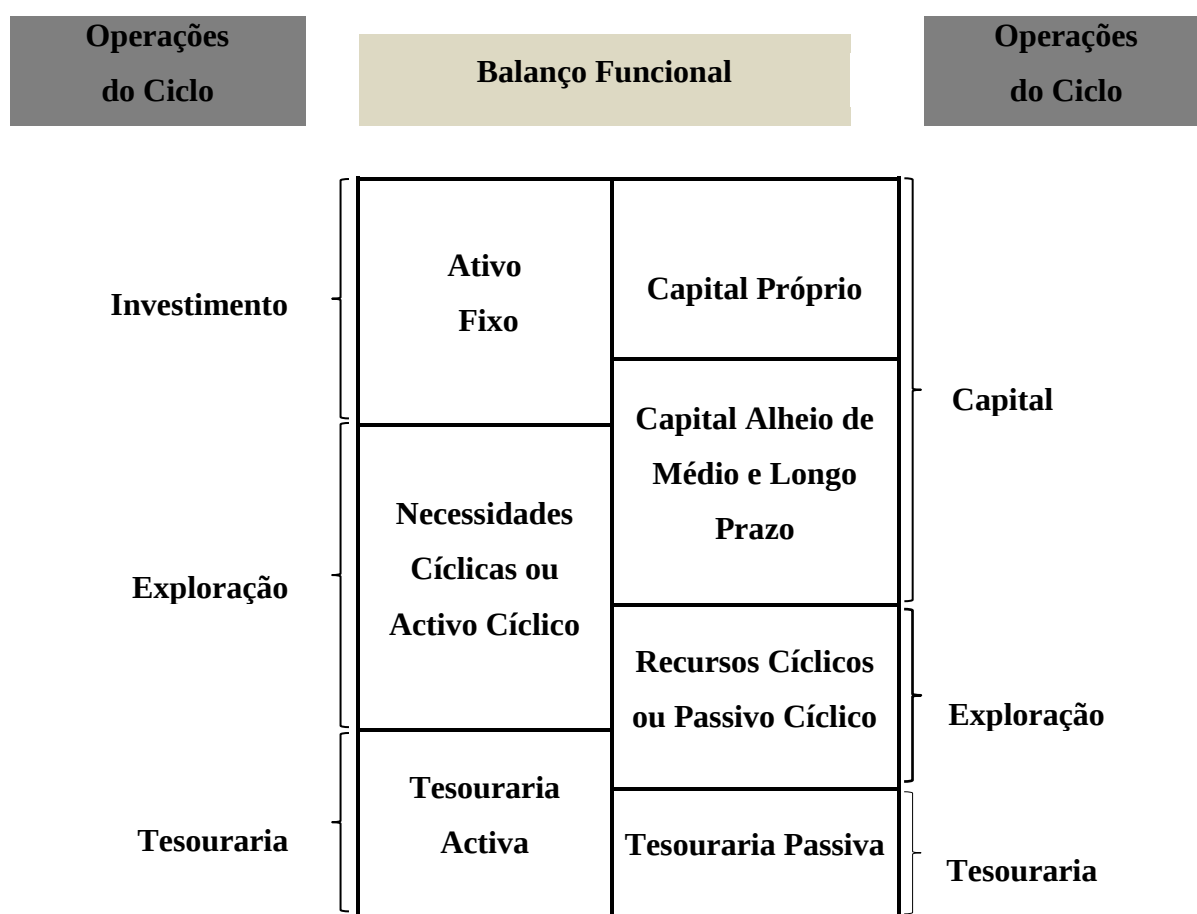
Como regra, os ajustamentos só deverão ser efectuados quando:

- Os montantes envolvidos forem significativos;
- A informação necessária esteja prontamente disponível;
- Todos os quadros da empresa, e não apenas os financeiros, conseguem compreendê-los. Esta condição é imprescindível quando a sua remuneração depende do EVA gerado, pois, quando não devidamente elucidados, poderão pensar que estão a ser manipulados.

3.7 Estrutura do balanço para implementar o EVA

Depois dos ajustamentos sugeridos, ou de não ter efectuado como defende (Young e Bauman, 1999), prepara-se as informações recolhidas das demonstrações financeiras. De acordo com Young e O’Byrne (2003, p. 51) “o capital investido é igual a soma do património líquido que pertence ao investidor, mais os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, pertencente a credores”. Assim, o passivo cíclico não deve ser considerado como capital investido por ser um financiamento do ciclo de exploração. O quadro seguinte exemplifica como o capital é definido para o cálculo.

Figura 7: Estrutura do balanço



Fonte: Neves (2000)

Normalmente, deduz-se ao activo e ao passivo todo o passivo não remunerado, de modo que do lado do financiamento fica apenas o capital próprio e o capital alheio remunerado, no EVA as provisões para riscos e encargos, os proveitos diferidos, os impostos diferidos e os interesses minoritários são considerados equivalentes a capital próprio. Há quem considere também como capital próprio as provisões para clientes, as provisões para inventários e as amortizações do goodwill. Nesse caso, clientes, inventários e o trespasse (goodwill) devem representar-se no activo pelos seus valores brutos.

3.8 Definição para o custo de oportunidade e inovação

O conceito de custo de oportunidade originou-se com Frederick Von Wieser (1851-1926), aplicado na determinação do valor de fatores de produção. O autor define o valor de um fator de produção como o seu custo de oportunidade, como a *“renda líquida gerada pelo fator no seu melhor uso alternativo”* Burch e Nenby (s.d., p. 119).

Para Spenser e Siegelman (1967, p. 293-294) referiram que o custo de oportunidade refere-se ao *“custo de oportunidades a que se renuncia, a uma comparação entre a política que se elegeu e a política que se abandonou”*.

O custo de oportunidade representa o valor “sacrificado” pela empresa em termos de remuneração, e tendo por base a tomada de decisão da aplicação numa determinada alternativa específica, capaz de proporcionar melhor benefício. É notável a sua relevância e elevado potencial de aplicação na avaliação de resultados de empresas. É amplamente utilizado nas decisões individuais e diárias numa empresa. Pode ser aplicado em diferentes fases do processo decisório, nomeadamente, no planeamento e decisões sobre o investimento. Na área da contabilidade de gestão, podemos observar que alguns dos modelos mais reconhecidos na literatura, utilizam o conceito de custo de oportunidade, possibilitando uma avaliação de resultados mais ampla, associada a uma compreensão adequada do desempenho efetivo da empresa.

Para Martins (2000, p. 33) o custo de oportunidade representa um dos mais relevantes na economia e nas decisões, não só do homem como de qualquer ser vivo que decide. Apresenta inúmeras aplicações práticas de negócios tendo em conta a escassez de recursos existente.

Os textos modernos da economia apresentam dois conceitos distintos ou definições de custo de oportunidade, é contextualizado que o custo de oportunidade é o valor líquido da melhor alternativa rejeitada e por outro lado, é o valor líquido mais elevado das oportunidades perdidas. Ou então, ainda pode ser considerado como a avaliação líquida colocada no valor mais rejeitado como alternativa ou oportunidade (Frank e Bernanke, 2009).

Segundo os autores, o custo de oportunidade só existe como o valor mais elevado da alternativa rejeitada, é uma quantidade absoluta e medida em unidades de valor.

Os custos e benefícios relevantes são pertinentes do raciocínio económico e são designados de custos esperados incrementais ou adicionais, incorridos. Em relação aos benefícios, são designados de esperados e incrementais, que resultam de uma determinada decisão. Os

economistas utilizam geralmente, o termo marginal quando se referem a um custo adicional, acima das despesas, e que não pode ser recuperado (Hall e Murphy, 2002).

O processo de globalização exige às PME e aos novos concorrentes em qualquer parte do mundo, maior inovação. Os mercados nicho que eram tradicionalmente servidos por PME são alvo de uma maior tendência de processos de produção mais flexíveis, de modo a que possam adaptar-se à concorrência atual. O rápido progresso tecnológico mudou a natureza da concorrência e torna os produtos existentes mais obsoletos, associados a clientes cada vez mais exigentes. A fim de sustentar esse aumento de pressão competitiva, as PME são forçadas a repensar a sua competitividade através de estratégias mais flexíveis e inovadoras. É ponto fundamental, que a inovação é considerada como o bem mais valioso, como principal fonte de crescimento e competitividade. As tradicionais práticas de gestão, nomeadamente, a gestão de qualidade ou de custo, as medidas de redução, não são suficientes para sustentar a performance competitiva (Spielkamp e Rammer, 2006).

A inovação de acordo com Rogers (2003, p. 12) é *“uma ideia, prática ou objeto que é percebido como novo por indivíduos ou outras unidades sociais que a adotam”*. Nas últimas décadas, com a finalidade de melhorar a capacidade de uma empresa inovar a partir de uma perspetiva prática, os métodos e as ferramentas disponíveis variam, são ferramentas que se baseiam em novas tecnologias e métodos scorecard aplicados (Adams, Bessant e Phelps, 2006).

As noções essenciais que definem que a inovação está relacionada com a P & D, somente são incontrolláveis e generalizadas. No entanto estudos demonstram que a inovação não é apenas uma base de excelência, mas sim, está dependente de um sistema propício. Decorre como resultado de uma sistemática alocação de meios e recursos bem planeados. São somente as empresas que gerem os processos de inovação e que ao mesmo tempo, estabelecem ajustes estruturais necessário à organização é que geram um fluxo contínuo de inovação e alcançam um desempenho sustentável (Bullinger e Engel, 2006; Spielkamp e Rammer, 2006).

A capacidade de inovação define-se de forma holística, como o potencial de uma empresa em gerar valor único (Schon, 2001; Spath et al., 2006). Refere-se a uma variedade de áreas e influenciando por diversos fatores dentro e fora da empresa.

A forma de avaliar a capacidade de inovação de uma empresa é através de auditores externos, levam em consideração os resultados e as saídas, avaliando-os em conformidade com os pontos fortes e fracos. O seu objetivo principal é identificar a situação atual da inovação e

desempenho da gestão. Para muitas empresas, o desenvolvimento e aplicação de tecnologias são o pré-requisito para a produção de novos produtos e serviços. Neste contexto, a capacidade de identificar novas tecnologias e avaliar o seu valor, explorando os fatores de sucesso, são essencialmente, os fatores principais quando se decide avançar para um novo projeto de investimento (Schon, 2001; Spath et al., 2006).

A geográfica da inovação deve contextualizar aspetos especiais da inovação, nomeadamente, representa a forma como as empresas apropriam e valorizam os recursos existentes ou construídos, através da realização de um conjunto de relações que inclui necessariamente, as dimensões, social, económica, institucional e política (Schon, 2001; Spath et al., 2006). Assim, ao abordar o tema da inovação, associamos a novas tecnologias, à descoberta de novos materiais ou de um novo produto, embora adaptado às condições da empresa e às suas práticas (Cooper et al., 2004; Pinto e Prescott, 1998).

Assim sendo, a inovação, investigação e desenvolvimento e a aplicação são conceitos que devem ser considerados como um todo, e a empresa responsável pela estruturação destas atividades de criação tecnológica. A tradicional forma e sequencial de inovação utiliza os próprios meios técnicos e humanos opõe-se a formas não-lineares, isto porque em cada nova etapa, a comercialização de um produto, questiona as fases anteriores, incorporando novos e inovadores conceitos que se associam a competitividade, design, preço final e aceitação pelos mercados (Verhaeghe e Kfir, 2002).

O desenvolvimento de novos produtos tem sido altamente destacado como fator-chave no aumento da competitividade atual, tanto ao nível da empresa nacional como internacional. No Reino Unido, as empresas inovadoras apresentam uma quota de mercado média, de cerca de cinco vezes maior do que as empresas que não inovam os seus produtos (Geroski, Machin e Van Reenan, 1993). O elo de ligação entre a inovação e o crescimento da empresa, segundo (Verhaeghe e Kfir, 2002), o crescimento de empresas não inovadoras foi de 9,7% e, das empresas inovadoras de 15,7%.

Diversos estudos demonstram que a inovação de produtos e serviços é mais difícil para as pequenas empresas do que para as grandes empresas. Um estudo sobre a inovação, desenvolvido no Reino Unido, Alemanha e Irlanda por Roper et al. (1996), demonstrou que as pequenas empresas são confrontadas geralmente, com elevadas dificuldades em recrutar pessoal especializado para a obtenção de inovações de produtos e serviços.

As ideias e os produtos inovadores estão a tornar-se cada vez mais fundamentais para o combate à concorrência. Tiwari et al. (2007) refere que as PME encontram-se confrontadas com um conjunto de barreiras que impedem a sua capacidade de inventar e comercializar com sucesso os produtos.

Segundo Verworn et al. (2000) a inovação engloba vários processos sistemáticos como a análise de requisitos, geração de ideias, avaliação das ideias, planeamento de projetos e desenvolvimento de produtos. O esquema seguinte demonstra as fases principais do processo de inovação.

Figura 8: Fases do processo de inovação



Fonte: Adaptado de Verworn et al. (2000)

O processo de globalização não traz desafios únicos, mas apresenta uma oportunidade de internacionalização das vendas de novos mercados em crescimento rápido, e gerar receitas adicionais. Tradicionalmente, as empresas baseiam-se em atividades internas de P & D, no sentido de criar novos produtos, serviços e estratégias de comercialização (Chesbrough, 2003).

O processo de inovação no setor de serviços é um assunto da atualidade e, não somente para os especialistas em inovação, mas igualmente, para os decisores políticos. A associação da importância dos processos de inovação com a posição das atividades de serviço nas economias atuais, teve como consequência a transformação do tema “inovação nos serviços”.

Igualmente, a categoria de serviços é profundamente, heterogénea, e compreende um conjunto diversificado de diferentes atividades com diferentes características, que vão desde os serviços pessoais até aos setores de serviços de larga escala, nomeadamente, os serviços financeiros. Segundo Miles (2005, p. 436) “*os contrastes dentro do setor dos serviços são os mais importantes de diferenciar no setor da fabricação*”. Existe pois, uma diferença significativa entre o setor de serviços e do setor de bens. Em termos de setores de serviços, podemos contextualizar que são importantes fatores de produtividade, competitividade e qualidade de vida, que proporcionam. Decorrente destes fatores favoráveis, o estudo do processo de inovação é inevitável. Este fenómeno de inovação ultrapassa os limites próprios dos serviços afetando e influenciando toda a economia e a sociedade (Milles, 2005).

As forças que impulsionam o desenvolvimento dos serviços, designadamente, as “*driving forces*”, incluem os impulsionadores internos e externos (Sundbo e Gallouj, 1998). Neste contexto, os impulsionadores externos, correspondem às trajetórias, contextualizadas como ideias e lógicas difundidas pelo sistema social e aos agentes, ambiente externo das empresas.

3.9 EVA vs performance e estratégia competitiva

A revolução tecnológica foi igualmente, uma revolução comunicacional, não só entre as pessoas mas entre as empresas, governos e mercados. As novas tecnologias vieram revolucionar a comunicação, e como consequência mudaram a sociedade de várias maneiras, a nível socioeconómico, político e cultural. Até mesmo os Mídias que se pensou que seriam no futuro, obsoletos ganharam importância, como foi o caso de uma empresa nos EUA, Trumedia, que num outdoor conseguiu registar os dados biométricos de vários indivíduos, como a idade, sexo, etnia e até quanto tempo prestaram atenção num determinado anúncio. Além de poder proporcionar a interação entre as pessoas, a internet e os New Media procuram a socialização on-line, que estão no mesmo território ou afastadas geograficamente.

Em Portugal, um estudo efetuado pelo Observatório de Comunicação em 2008, que se designou “E-Generation 2008: o uso dos Mídia pelas crianças e jovens em Portugal” analisa as representações que os jovens têm dos vários Mídia, considerando-os como sujeitos ativos que conferem significado e sentido aos diferentes usos diários dos Mídia. Nas sociedades atuais somente se torna possível conhecer as pessoas pelo que consomem, pois é através dele que se torna possível conhecer os valores, as práticas sociais que as pessoas adotam (McCracken, 1988).

Tendo em conta a importância dos sistemas de informação, Zack (1999) refere-se à evolução da sociedade do conhecimento. Segundo o autor, as empresas têm vindo a centrar-se essencialmente, na informação e no conhecimento, menos em dados. No caso de os mercados serem considerados grandes, em relação ao número de concorrentes e procura, as empresas tinham a capacidade de clarificar com maior facilidade a sua produção, isto porque não necessitavam de informação imediata mais complexa sobre os mercados, centrando-se somente nas operações internas. Neste contexto, o objetivo principal era produzir de forma eficiente os bens e o processamento dos dados que fossem necessários para a transação, como

ocorria a resposta de mercado, sobre a forma como a empresa poderia satisfazer os consumidores.

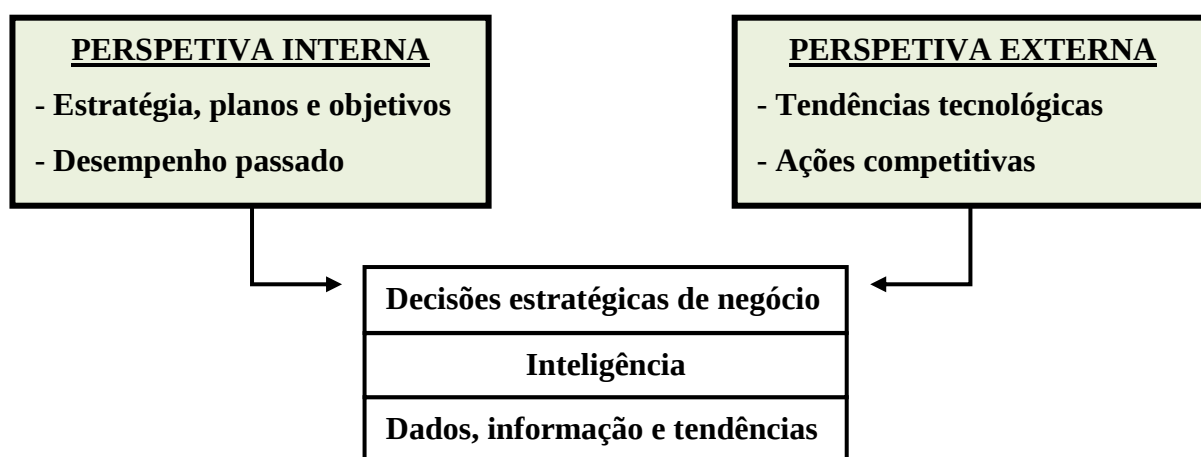
À medida que a concorrência foi aumentando, as empresas não consideravam a procura somente como dado adquirido, e foram necessariamente, obrigadas a alterar o que era considerado tradicional para avaliar e responder às solicitações de procura, de forma mais flexível e mais ágil.

O que se alterou, corresponde a uma maior disponibilização de informação a tempo, para analisar os padrões de compra dos consumidores e segmentos de mercado.

A par destes fatores a rápida e cada vez maior mudança, as pressões existentes pela globalização, bem como da evolução das empresas, conduziram a muitas empresas desenvolverem um maior nível de agilidade estratégica e tática. Este importante processo de mudança e adaptação a uma nova realidade forçou inúmeras empresas a ter necessidade de reexaminar as suas funções, os seus desenvolvimentos de produtos e marketing de vendas.

O modelo do processo de Boghani (2000) apresenta como finalidade o suporte do processo de tomada de decisão organizacional. Orientado pela estratégia de negócio, o processo age, de forma simultânea, com pedidos de informação, respondendo as necessidades de gestão. A figura seguinte ilustra este modelo.

Figura 9: Modelo de tomada de decisão



Fonte: Boghani (2000)

A transmissão de conhecimentos pode ocorrer através de diferentes prismas, especificamente, do ponto de vista individual, de grupo ou empresarial. Ao nível individual manifesta-se através da aquisição de novos conhecimentos, ao nível de grupo a aprendizagem manifesta-se através das mudanças de comunicação entre os membros da equipa nos processos de rotina de

trabalho. Por outro lado, ao nível empresarial existe um conjunto de mudanças em determinadas áreas como as políticas, estratégias, regulações e estruturas (Sessa e London, 2006). Para as empresas é importante a partilha de conhecimentos no trabalho e, consequentemente, uma forma de assegurar que os seus colaboradores possam transmitir, de forma contínua, uns aos outros, esses conhecimentos, facilitando o alcance dos objetivos pretendidos (Allee, 2002).

Os últimos anos têm sido modelados por inúmeras mutações nos mais variados setores da sociedade. Pelos novos padrões de produção e pelas novas formas de comunicação, o processo dinâmico da formação profissional, tem associado, o fenómeno da globalização. Como resultado, contextualiza-se um aumento de incertezas e inseguranças ao nível organizacional, as quais para poderem sobreviver, necessitam de forma emergente, de reestruturações, processos de flexibilização e novas formas de inovação (Ceitil, 2000). As necessidades de novas e rápidas respostas, tendentes a práticas de inovação e gestão, têm como consequência, a necessidade estratégica de solidificação das bases organizacionais (Cunha et al., 2004).

A inovação e novas práticas de gestão têm beneficiado nos últimos anos de um “boom” significativo que foi suportado pelos programas co-financiados pelo Fundo Social Europeu. É visível uma sociedade dinâmica e que necessita de aprender e formar-se. A necessidade de formar as pessoas surge atualmente, como um imperativo do processo de globalização, a que Tavares (1996, p. 22) refere:

“Estamos, na verdade, diante de uma sociedade que não só tem de aprender mais e melhor, mas tem de o fazer a um ritmo de aceleração estonteante e, sobretudo, é necessário que o faça de uma maneira diferente se quer ser uma sociedade mais educada e à altura dos seus novos destinos”.

A atual conjuntura socioeconómica ficou marcada por uma mutação, para a qual tem contribuído fatores como a globalização das economias, aumento da concorrência e um ritmo acelerado de inovações tecnológicas. Igualmente, a situação de grande competição de mercado, a implementação, evolução marcante das novas tecnologias na atividade organizacional e a competição a nível desta atividade, bem como a propagação de novos produtos e serviços financeiros levaram as empresas a tornarem-se cada vez mais exigentes, de modo a obter vantagens competitivas de sobrevivência, (Gomes et al., 2006)

Ao nível histórico, a década de 70 ficou marcada essencialmente, pela internacionalização das instituições bancárias, com o desenvolvimento de atividades além-fronteiras, pela instalação de filiais noutras regiões diferentes, fundamentais no desenvolvimento da internacionalização dos mercados financeiros.

3.9.1 Estratégias de competitividade

A palavra estratégia deriva do termo grego *strategos*, que combina *stratos* (exército) com *-ag* (liderar). Assim, *strategos* significa literalmente “a função do general do exército”. Em virtude das suas raízes militares, a estratégia é geralmente definida como a disposição das tropas com vista a alcançar a vitória sobre o inimigo. A estratégia concebida pelo general traduz-se depois num plano de campanha que determina as ações ofensivas e defensivas a levar a cabo. (Freire, 1995).

Nos anos 1960 o conceito de estratégia passou a ser visto sob o enfoque do que se convencionou chamar de “*Planeamento Corporativo*” ou “*Planeamento Organizacional*” (Gilmore; Brandenburg apud Andrade, 1988); de “*Planeamento Estratégico*” ou de “*Planeamento de Negócios*”, ou ainda de “*Estratégia Organizacional*” (Ansoff apud Andrade, 1988).

A década de 70 foi marcada pela discussão de conceitos, produzindo uma respeitável literatura sobre Planeamento Estratégico. Nos anos seguintes, a partir da década de 1980, experimentou-se um período de rápidas alterações com a inserção de novas considerações e características para discutir o fenómeno relacionado ao binómio organização, ambiente bem como a discussão de novas técnicas de perscrutação do futuro, de matrizes estratégicas aprimoradas em relação às desenvolvidas nas décadas anteriores, de abordagens sistémicas ao problema estratégico, do conceito de contingência, de abordagens alternativas, e assim por diante (Andrade, 1988).

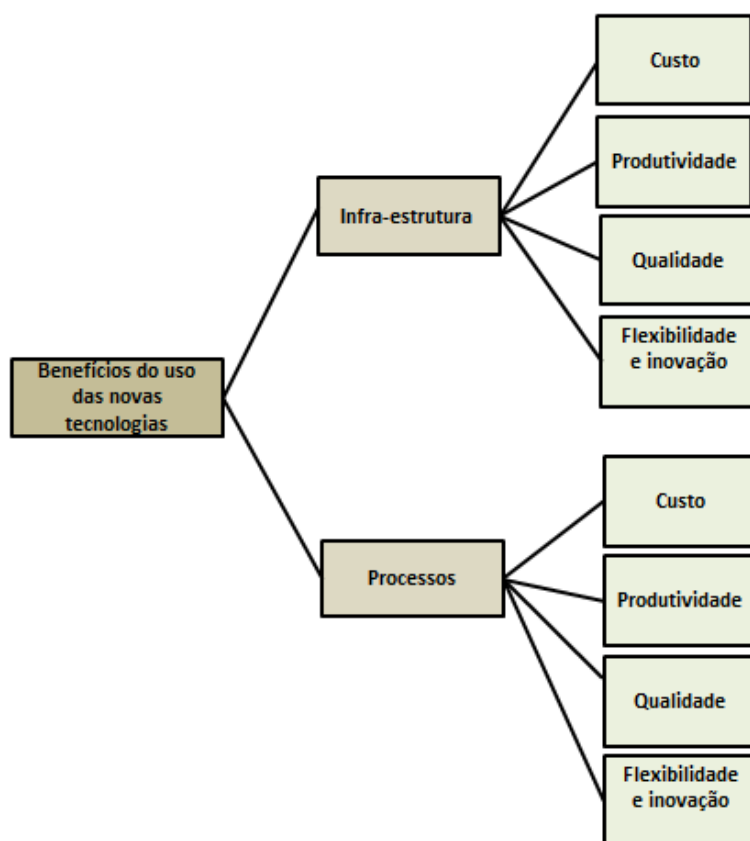
Vários são os conceitos de estratégia. Segundo Porter (1996, p. 68) “*a estratégia é a criação de uma posição única e valiosa, envolvendo um conjunto diferente de atividades*”. Para Lodi (1969, p. 6) “*A estratégia é a aplicação de forças em larga escala contra um inimigo*”. Adaptando o conceito para o meio empresarial, o autor chega a seguinte definição: “*estratégia é a mobilização de todos os recursos da empresa no âmbito nacional ou internacional visando a atingir objetivos a longo prazo*”. Mintzberg et al. (2006) salientam que a definição do conceito de estratégia não é um processo simples.

Para os autores, a estratégia requer uma série de definições, sendo cinco em particular:

- a) **Estratégia é um plano** – a estratégia funciona como um guia ou curso de ação para o futuro;
- b) **Estratégia é um padrão** – a estratégia é caracterizada como a consistência do comportamento ao longo do tempo;
- c) **Estratégia é uma posição** – a estratégia é definida pela localização de determinados produtos em determinados mercados;
- d) **Estratégia é uma perspectiva** – a estratégia é definida pela maneira fundamental de uma organização fazer as coisas;
- e) **Estratégia é um artifício** – a estratégia é uma manobra específica para enganar um oponente ou concorrente.

Segundo os autores, a diversidade de definições desencadeia um relacionamento variado entre elas. Assim, a estrutura de benefícios do uso de tecnologia no desempenho organizacional, inclui, segundo o esquema seguinte, a infra-estrutura e os processos.

Figura 10: Benefícios da tecnologia no desempenho organizacional



Fonte: Albertin e Albertin (2005, p. 101)

Atualmente Portugal é confrontado com uma situação de grave crise económica, e a situação requer que se criem medidas que estimulem o empreendimento, pois a existência de várias iniciativas empresariais inovadoras criará emprego e novas perspectivas de futuro.

Neste contexto, o Primeiro-ministro Britânico David Cameron refere na “Confederation of British Industry” que:

“Para se criar um novo dinamismo económico, para gerar emprego, crescimento e oportunidades necessitamos de apoiar as empresas de amanhã, não apenas as grande empresas de hoje, e como tal significa facilitar o acesso ao financiamento e criar um ambiente atractivo para o capital de risco, levar os bancos a financiar novamente as PME e insistir que uma fatia maior de orçamento seja alocada a PME” (*apud* Vasconcelos, s.d., p. 1).

Assim a criação de novas empresas inovadoras em certos sectores de produção representa uma grande e profunda manifestação da alteração estrutural em curso em matéria de inovação. A terceira revolução industrial que se relaciona com as novas tecnologias caracteriza-se pela entrada de novas empresas nestes mercados. Reforçar o investimento na inovação é o mais importante e crucial, a União Europeia, tendo em conta a importância da inovação e

crescimento sustentado das economias, e no âmbito da Europa 2020, define inovação como sendo um dos três principais pilares:

- Crescimento inteligente
- Desenvolver uma economia baseada no conhecimento
- Inovação

Nesta nova natureza de inovação proposta, que seja aberta, colaborativa e global, todos os países são alvo de mudanças organizacionais e, para alcançar o desígnio de maior empreendedorismo torna-se urgente e imprescindível a construção de soluções eficazes que possibilitem a concretização de novos projetos (Lucas, 1999).

O espaço económico mundial está cada vez mais repartido por três polos de crescimento e desenvolvimento. Uma Europa de 27 Estados - Membros, digerindo o último alargamento, assumindo-se como o maior espaço atual de atividade económica, mantendo fortes preocupações de coesão social e objetividade para o encontro de políticas internas capazes de conciliar o crescimento e emprego com convergências entre estados e regiões (Hubner, 2007).

A maior parte dos estudos que se relacionam com a atividade empreendedora nas sociedades tem crescido a nível mundial, na mesma proporção que tem crescido a participação dos governos. O papel desempenhado, nomeadamente pelo sector privado na dinâmica económica e social tem despertado grande interesse, reconhecendo a importância oferecida ao empreendedorismo. Neste sentido, a investigação sobre empreendedorismo tem crescido consideravelmente nos últimos tempos, caracterizando desta forma, um campo profícuo de estudo (Fung, 2007).

Segundo o artigo de Filion (1997) a literatura sobre o empreendedorismo reflete uma notável definição do termo empreendedor. Neste artigo o autor refere-se à “*diferença*” no lugar de “*confusão*”, e definem empreendedores com o uso de premissas das suas próprias disciplinas.

Neste contexto, os economistas associam o termo empreendedor ao termo inovação, enquanto os comportamentalistas concentram-se essencialmente nos aspetos criativos e intuitivos. Assim sendo, a teoria económica ou Teoria Schumpeteriana refere que os primeiros a entenderem a importância do empreendedorismo foram os economistas, pois estavam interessados em compreender o papel do empreendedor associado ao impacto da sua atuação na economia Richard Cantillon, Jean Baptiste Say, e Joseph Schumpeter, (Filion, 1999).

A segunda teoria, Teoria dos comportamentalistas, um dos primeiros autores desse grupo a demonstrar interesse foi Max Weber (1930). Identificou o sistema de valores como um

elemento fundamental para a explicação do comportamento empreendedor. Via os empreendedores como inovadores, pessoas independentes cujo papel de liderança nos negócios inferia uma fonte de autoridade formal. Nesta conformidade, o autor que realmente deu início à contribuição das ciências do comportamento foi David C. McClelland (Filion, 1999).

Para o propósito deste tópico, o termo “comportamentalistas” reflete-se aos Psicólogos, Psicanalistas, Sociólogos e outros especialistas do comportamento humano.

Aprofundando a leitura pode-se entender que o grande objetivo destes sábios era definir o que são empreendedores e as suas características. Desta forma, as ciências do comportamento expandiram-se rapidamente e houve entre elas um consenso maior sobre as metodologias mais válidas e confiáveis do que em qualquer outra disciplina. Essa expansão refletia-se na investigação sobre vários assuntos incluindo empreendedores. Na verdade muitas publicações descreveram uma série de características atribuídas aos empreendedores. As características mais comuns estão ilustradas na tabela seguinte.

Quadro 2: Características mais frequentemente atribuídas aos empreendedores pelos comportamentalistas

Características dos Empreendedores		
Inovação	Otimismo	Tolerância á ambiguidade e incerteza
Liderança	Orientação para resultados	Iniciativa
Riscos moderados	Flexibilidade	Capacidade de aprendizagem
Independência	Habilidade para conduzir situações	Habilidade na utilização dos recursos
Criatividade	Necessidade de realização	Sensibilidade a outros
Energia	Autoconsciência	Agressividade
Tenacidade	Auto confiança	Tendência a confiar nas pessoas
Originalidade	Envolvimento a longo prazo	Dinheiro como medida de desempenho

Fonte: Homaday (1982); Meredith, Nelson e Neck (1982); Timmons (1978) *apud* Filion (1999)

O empreendedor é um indivíduo que possui o sonho de conquistar algo importante, novos desafios e novos empreendimentos (Schumpeter, 1997). Autores como Jean-Baptiste Say; Schumpeter, *apud* Dolabela (1999), associam o empreendedor ao desenvolvimento económico, à inovação e ao aproveitamento de oportunidades em novos negócios.

Para Dolabela (1999, p. 34), “*O empreendedor é alguém que define por si mesmo o que vai fazer e em que contexto será feito. E, ao definir o que vai fazer, leva em conta seus sonhos, desejos, preferências e estilo de vida que quer ter*”. Para Silva e Moreira (2008), o empreendedorismo deve ser visto, assim, enquanto processo dinâmico que tem inerente a conceção, perceção e realização de uma determinada oportunidade de negócio, que pressupõe o envolvimento de pessoas e processos que, em conjunto, levam à transformação de ideias em novas oportunidades. Os autores sublinham ainda de que a abordagem sobre empreendedorismo requer coexistência de dois fatores relevantes que são: “Criatividade e Inovação”, *Criatividade* – ligação e a organização de conhecimentos nas mentes de pessoas que se disponham a pensarem de forma flexível de forma a gerar ideias inovadoras e surpreendentes que possam ser julgadas úteis por terceiros. *Inovação* – é a primeira implementação prática e concreta de uma ideia criativa de tal forma que justifique um reconhecimento extrínseco ao indivíduo ou organização.

Nas economias orientadas para a inovação, espera-se que a ênfase efetuada na atividade possa modificar de forma gradual um determinado sector à medida que ocorre um aumento de riqueza. O sector das PME atravessa um conjunto de mudanças e melhorias que se identificam ao nível da variedade e sofisticação, e estas melhorias, geralmente, estão associadas a atividades de desenvolvimento mais intensivas. Os progressos referidos abrem caminho ao desenvolvimento de uma atividade empreendedora inovadora, orientada para o aproveitamento de oportunidades, dependendo do grau com que as instituições económicas e financeiras, forem capazes de integrar e dar resposta, e assim emergir novas empresas importantes para crescimento económico e criação de riqueza (Simões e Silva, 2010).

3.9.2 Sistemas de incentivo baseados na criação de valor

Com o enfoque na criação de valor, os gestores têm como missão fundamental obter um rendimento para os investimentos superior ao custo do capital utilizado nos mesmos.

Neste contexto, os sistemas de incentivo são relevantes, nomeadamente para superar os problemas de motivação dos funcionários.

Vários autores estudaram o problema dos conflitos, nomeadamente os que decorrem da separação entre propriedade e controlo, sobre a compensação dos gestores, sobre a diversificação e realização de investimentos, aumento da dimensão das empresas por aquisição ou fusão, etc.

Os principais problemas associados aos conflitos:

- Realização de investimentos destruidores de valor;
- Inexistência de motivação suficientemente forte para uma contínua melhoria operacional;
- Reduzida apetência pelo risco;
- Pouca motivação para a tomada de decisões mais duras (despedimentos, encerramento de unidades de negócio, etc).

O paradigma básico da gestão baseada no valor, é que a empresa deve maximizar o seu valor e recompensar a equipa de gestão e os colaboradores em função disso, deve desenvolver, portanto, uma política de remuneração que atraia, retenha e motive os colaboradores com elevado desempenho.

A remuneração consiste numa componente fixa e outra variável, sendo esta última em função duma medida do desempenho da empresa ligada ao objectivo de maximizar o valor, o nível da remuneração ou do incentivo pode estar também associado ao grau de concretização dos objectivos planeados.

Capítulo IV – Indicadores de Avaliação de Desempenho Económico

Tendo como base uma prática mais ajustada à implementação de estratégias que maximizem o valor da empresa, existem cinco indicadores principais que permitem avaliar o desempenho económico e ajudam os gestores a tomar decisões, como a Rendibilidade do Capital Investido, Cash Flow Return On Investment, Resultado Residual ou EVA, Market Value Added e Cash value Added ou Residual Cash Flow, com algumas vantagens e desvantagens.

4.1 Rendibilidade do Capital Investido

Este indicador relaciona o resultado gerado da actividade económica da empresa num determinado período de tempo com os capitais investidos, avaliando a eficácia com que os recursos foram utilizados.

O capital investido não pode ser considerado como um ativo, pois é financiado de forma parcial por fornecedores e outras contas de exploração, geralmente, designadas por passivo cíclico. Este valor designa-se de Ativo Funcional e representa o capital investido.

$$\text{RCI} = \frac{\text{ROLI}}{\text{CI}}$$

Em que:

ROLI – Resultado Operacional Líquido de Imposto

CI – Capitais Investidos (capitais próprios e capitais alheios)

Estes Capitais Alheios, são os Capitais Alheios de M/L Prazo e os Capitais Alheios de Curto Prazo. Os Capitais Alheios são a Tesouraria Passiva, capitais que terão de ser reembolsados no prazo máximo de um ano e os que não são têm origem na exploração. Os Capitais Investidos também podem ser calculados somando o Activo Fixo, as Necessidades em Fundo do Maneio e a Tesouraria Activa.

O rácio da Rendibilidade dos Capitais Investidos representa um indicador analisando de forma relativa, na medida em que avalia um nível de resultados operacionais, tendo em conta os capitais utilizados no negócio.

Tendo em conta que os capitais são escassos e que têm um custo no mercado financeiro, os credores exigem uma taxa de juro para os capitais que emprestam à empresa e os accionistas exigem um nível mínimo de rendibilidade face ao risco, logo são preferíveis os investimentos que têm taxas de rendibilidade mais elevadas.

Como exemplo deste tipo de rácio económico podemos considerar a empresa A e a empresa B, em que os capitais investidos são:

(Valor: €)		
	Empresa A	Empresa B
Capitais investidos	2.000	10.000
RO (1 - t)	800	2.000
RCI	40%	20%

Segundo a tabela, se o investidor tiver 10.000€ e tiver que optar por investir numa determinada empresa, por exemplo na empresa A que tem RCI mais elevado, não basta decidir com base na taxa de rendibilidade previsível para as empresas, supondo que poderia aplicar os restantes 8000€ á taxa de 10%, neste segundo investimento obtinha um ROLI adicional de 800€, com os 10.000€ obtinha um resultado de 1600€. Deste modo, a empresa B acabava por ser considerado um investimento mais interessante do que a empresa A.

De uma forma geral, a rendibilidade dos capitais investidos tem a vantagem de reflectir, num único número todos os elementos que incidem sobre o desempenho económico da empresa. O único inconveniente é de não permitir a comparação de desempenho entre empresas com nível de risco e dimensões diferentes, e de ser considerada uma métrica inadequada para a orientação de decisões de gestão e investimento com intuito principal de criação de valor, pode levar a tomadas de decisão contrárias aos interesses da empresa. A rentabilidade poderá aumentar pela redução do investimento, ou seja, redução do investimento com vista a aumentar o RCI no curto prazo, independentemente de possíveis consequências negativas a médio prazo.

4.2 Cash Flow Return On Investment

O *CFROI* é uma métrica de avaliação do desempenho económico registada pela HOLT Value Associates, e utiliza o cálculo da Taxa Interna de Rendibilidade, indicador que é utilizado na avaliação de projectos de investimento, pretendendo avaliar de forma conjunta a performance da empresa como se fosse um único projecto.

$$- I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1 + k)^i} = 0$$

Em que:

I_0 – Investimento no momento presente;

FC_i – Fluxos de caixa gerados ao longo do tempo pelo projecto, no último ano de vida útil do projecto incluir o valor residual;

K – Incógnita que faz com que a equação seja zero e, consequentemente representa a TIR;

n – O número de anos de vida útil do projecto.

O *CFROI* tem como base a avaliação do desempenho da empresa, através dos mesmos critérios utilizados para as decisões de investimento, a análise da rendibilidade é efectuada depois de vários ajustamentos, de forma a eliminar as distorções na performance económica provocadas pela inflação e pelas normas contabilísticas vigentes.

Para o cálculo do CFROI são necessários vários passos:

Calcula-se os Meios Libertos Operacionais Líquidos de Impostos do ano em análise, a que corresponde os resultados operacionais após impostos adicionados das amortizações e provisões.

1 - Ajustamento para cálculo dos Meios Libertos Operacionais Líquidos

(Valor: €)	
Resultados operacionais	505.000
Imposto sobre resultados operacionais	176.750
ROLI	328.250
Amortizações do exercício	30.000
Provisões do exercício	0
Meios Libertos Operacionais Líquidos de Imposto	358.250

Pode também calcular-se somando os resultados líquidos, as amortizações e provisões, os custos financeiros e deduzindo a poupança fiscal com origem nos encargos financeiros.

(Valor: €)	
Resultados líquidos	273.000
Amortizações do exercício	30.000
Provisões do exercício	0
Encargos financeiros	85.000
Poupança fiscal dos encargos financeiros	29.750
Meios Libertos Operacionais Líquidos de Imposto	358.250

Não havendo resultados extraordinários o valor obtido por ambos os métodos é idêntico. A utilização do método 1 é preferível quando se pretende a avaliação do desempenho operacional e o método 2 quando se pretende a avaliação do desempenho global.

2 - Ajustar os meios libertos operacionais líquido de impostos para preços correntes

As contas monetárias do activo geram perdas com a inflação, ou seja, quanto mais tarde se recebe menor é o valor a preços correntes, e nas contas monetárias passivas a situação é inversa, quanto mais tarde o pagamento menos se paga a preços correntes, contas relacionadas com o estado, fornecedores, credores de exploração, acréscimos, diferimentos. Assim, deve apurar-se os ganhos e perdas monetárias com a inflação.

Considerando uma inflação 3% ao ano as perdas resultantes da inflação são:

(Valor: €)	
Activos monetários	1.900.000
Passivo cíclico	700.000
Activos monetários líquidos de passivo cíclico	1.200.000

(Valor: €)	
Meios Libertos Operacionais Líquidos	358.250
Ganhos (+) Perdas (+) Monetárias	$(1.200.000 \times 3\%) = - 36.000$
Meios Libertos Operacionais Líquidos a Preços Correntes	322.250

3 - Os activos não monetários são avaliados a preços correntes

Apura-se o seu valor bruto, e também devem ser separados em activos amortizáveis e não amortizáveis.

Considerando o seguinte exemplo:

(Valor: €)	
Activos monetários	1.900.000
Passivo cíclico	700.000
Activos monetários líquidos da exploração	1.200.000
Existências	600.000
Ajustamento das existências á inflação	300.000
Terrenos	200.000
Ajustamento dos terrenos á inflação	80.000
Imobilizado financeiro	20.000
Ajustamento do investimento financeiro á inflação	0
Activos não amortizáveis a preços correntes	2.400.000
Imobilizado líquido amortizável	430.000
Ajustamento á inflação	100.000
Activos amortizáveis a preços correntes	530.000
Total dos activos brutos a preços correntes	2.930.000

4 – Estima-se a vida útil do imobilizado amortizável

A HOLT Value Associates, sugere que se faça a estimativa a partir do valor das amortizações do exercício e do valor contabilístico do imobilizado amortizável.

$$\text{Vida útil contabilística do imobilizado} = \frac{\text{Imobilizado líquido contabilístico}}{\text{Amortizações do exercício}}$$

Na prática deve ser utilizado a vida útil económica do imobilizado e não a sua vida contabilística, a capacidade de gerar fluxos de caixa por parte do equipamento está dependente da sua vida útil económica não da vida contabilística, na maioria das empresas os equipamentos e instalações continuam em funcionamento mesmo depois de totalmente amortizados, também há situações em que o equipamento deixou de funcionar mas ainda continua a ser amortizado para efeitos contabilísticos.

5 - No CFROI calcula-se a Taxa Interna de Rendibilidade com os seguintes pressupostos:

- O investimento inicial corresponde ao activo económico a preços correntes;
- A empresa vai gerar um fluxo de caixa em continuidade como o apurado nos passos 1 e 2 anteriores, por um período equivalente à vida útil do imobilizado, estimada no passo 4;
- No final da vida útil o valor residual corresponde á recuperação do activo monetário, líquido do passivo cíclico.

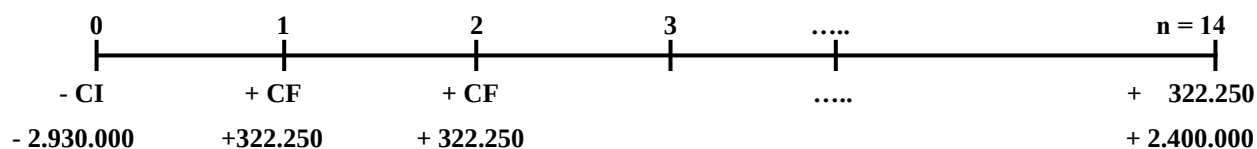
Tendo em conta estes pressupostos, os fluxos deste exemplo são os seguintes:

Activo Funcional: 2.930.000€

Meios Libertos Operacionais Líquidos de Imposto: 322.250€

Vida Útil Contabilística: $430.000/30.000 = 14 \text{ anos}$

Activo não amortizável: 2.400.000€



Resultado do CFROI: 10,37%

Em síntese, este indicador de desempenho é relativamente, complexo de calcular, em comparação com a rentabilidade dos capitais investidos, pois exige um ajustamento de todas as rubricas do balanço e, de algumas da demonstração de resultados para preços correntes, fluxo de caixa, valor residual e cálculo de vida útil e quando Meios Libertos Operacionais são negativos pode ser impossível calcular o CFROI.

4.3 Resultado Residual ou *Economic Value Added*

O Economic Value Added, tradicionalmente conhecido por resultado supranormal ou resultado residual é uma métrica equivalente ao resultado residual, no resultado residual normalmente são utilizados dados contabilísticos por se basearem em princípios gerais normalmente aceites, e desta forma a avaliação do desempenho não fica dependente de outros critérios usados. É a medida mais adequada para avaliar o desempenho económico de uma empresa ou projecto, ao confrontar a rendibilidade de um investimento com o seu verdadeiro custo, o gestor fica com a noção do impacto das suas decisões, se está a criar ou a destruir valor.

$$RR_i = EVA = (RCI - k_m) \times CI_{i=1}$$

Em que:

RR – Resultado residual

RCI – Rendibilidade operacional líquida de impostos dos capitais investidos

K_m – Custo médio de capital

CI – Capitais totais investidos (próprios e alheios)

O EVA incorpora todos os seus custos, inclusive os custos de oportunidade do capital empregado, e representa a adaptação mais importante do conceito de rendibilidade do capital investido (Dearden, 1969), pode ser encarado como o valor absoluto da diferença entre a rendibilidade do capital investido e o custo médio do capital, ou seja, a rendibilidade exigida pelos investidores.

A principal vantagem na utilização desta medida é o facto de ultrapassar os principais inconvenientes da RCI e do CFROI, foi demonstrado pelos resultados da investigação financeira (Miller e Modigliani, 1961), que é uma medida adequada para calcular o valor criado, expõe de uma maneira simples e objetiva, o lucro operacional e os recursos de capital necessários para gerá-lo, e quando bem utilizada dá avaliações iguais às efectuadas pelos fluxos de caixa actualizados.

É considerado, um indicador atractivo pelo facto de:

- 1) O resultado ser um valor absoluto e não um valor relativo, permite obter o valor económico criado em cada exercício para a empresa;
- 2) Poder ser calculado sempre, independentemente do nível de desempenho, ao contrário do CFROI que só faz sentido se for positivo;
- 3) A base de comparação dos resultados passa a ser o custo do capital, tornando-se uma medida de desempenho mais coerente com as decisões correntes da gestão e as decisões de investimento;
- 4) Os prémios, incentivos e outros benefícios, poderem basear-se de forma mais objectiva em função do valor criado para a empresa e seus accionistas;
- 5) O impacto sobre o Resultado Residual ser menor, em consequência de adiamentos de investimento. Neste aspecto minimiza o problema da visão de curto prazo, mas não a resolve completamente;
- 6) Os objectivos de rentabilidade passam a ser definidos em termos do custo do capital;
- 7) Poderão ser fixadas taxas diferenciadas em função da estratégia da empresa;

Para ilustrar o conceito do EVA, vamos supor que a empresa A e B, têm o mesmo custo de capital próprio de 15% e o mesmo custo de capital alheio de 8%, ambas com autonomia financeira de 30%. Conforme a tabela seguinte:

	(Valor: €)	
	Empresa A	Empresa B
Dados do Balanço:		
Activo Económico = Capital Investido	1.600,00	6.350,00
% Capital Próprio	30%	30%
Demonstração de Resultados:		
Resultado operacional	500,00	1.500,00
Encargos financeiros	75,00	325,00
Resultados antes de impostos	425,00	1.175,00
Imposto sobre lucros	276,25	763,75
Resultados líquidos	148,75	411,25

Custo do Capital	Estrutura de Capital	k	t	k_m após impostos
Capital próprio	30%	15%		4,5%
Capital alheio	70%	8%	35%	3,6%
Custo médio do Capital				8,1%

Com estes valores de resultado operacional, de custo do capital e de capital investido calcula-se o resultado residual.

(Valor: €)

Economic Value Added	Empresa A	Empresa B
ROLI	325,00	975,00
Imputação do custo do capital (k _m após imposto)	129,60	514,35
EVA	195,40	460,65

O valor económico criado na empresa B foi superior, o que é compreensível pois o capital investido nessa empresa foi muito maior. De qualquer forma a avaliação do desempenho não se faz apenas com base no resultado em valor absoluto, mas por comparação com um objectivo.

4.5 Market Value Added

O Market Value Added, é uma medida de performance acumulada, ou seja, traduz o valor actual de toda a actividade passada da empresa, num dado momento, avalia assim o êxito dos investimentos realizados e as expectativas de crescimento no futuro. Não é mais que a soma dos EVA gerados ao longo dos anos, actualizados para o momento zero. O método é similar ao cálculo do Valor Actual Líquido, sendo que no VAL desconta-se os cash flows gerados, e no MVA o valor acrescentado. Pode também ser descrito como a diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor do capital investido pelos credores e accionistas.

$$\text{MVA} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{EVA}_i}{(1 + K_0)^i}$$

Em que:

MVA - Valor de mercado acrescentado

K₀ – Custo médio ponderado do capital

EVA – Economic Value Added

Um MVA negativo significa que o valor dos investimentos efetuados pela empresa foi menor que o capital investido, ou seja, o MVA só cresce quando o capital investido gera uma rentabilidade superior ao custo de capital. Quando se investe em projetos que geram valor o MVA cresce, e quando é investido em projetos que destroem valor o MVA decresce.

Contudo, o MVA não é muito aplicável nas empresas não cotadas em bolsa, só quando se trata de avaliações de compra ou venda, permite fazer comparações entre empresas e estimar um valor de mercado.

4.4 Cash Value Added ou Residual Cash Flow

O Cash Value Added ou Residual Cash Flow é uma métrica de avaliação da criação de valor registada pela consultora *Boston Consulting Group*, representa outra forma de avaliação do desempenho económico, baseando-se nos meios libertos operacionais líquidos de impostos (MOLI), através dos quais se impõe o custo do capital investido na empresa.

$$\text{CVA} = \text{RCF} = \text{MOLI} - k_m \times \text{CI}$$

Em que:

CVA - Cash Value Added

RCF - Residual Cash Flow

MOLI - Meios libertos operacionais líquidos de impostos

K_m – Custo médio de capital

CI – Capitais totais investidos (próprios e alheios)

A única diferença em relação ao EVA é que o CVA em vez de usar os resultados operacionais líquidos de imposto, utiliza os meios libertos operacionais líquidos de imposto. Os MOLI são o ROLI ajustados de custos que não são despesas, adicionados pelas amortizações e provisões do exercício, o CVA não é mais do que o resultado residual adicionado das amortizações e provisões.

(Valor: €)

Cash Value Added	Empresa A	Empresa B
ROLI	325,00	975,00
Amortizações	400,00	1.200,00
Provisões	0,00	0,00
Meios libertos Operacionais Líquidos de Imposto	725,00	2.175,00
Custo do capital após imposto	129,60	514,35
CVA	595,40	1.660,65

A fundamentação contextualizada na literatura científica é que a avaliação do desempenho deve ser efectuada através dos fluxos de caixa e não nos resultados. Clinton e Chen (1998) refere que o EVA e o Resultado Residual incluem as amortizações como custo, e ao calcular o custo de capital sobre o investimento existe uma duplicação. Segundo Neves (2002) esta

argumentação não tem fundamento, uma coisa é custo do capital outra coisa é o valor de reposição do capital (amortização). O que é incorrecto no EVA é o facto de serem utilizadas amortizações contabilísticas quando o valor se poderia basear nas amortizações económicas Young (1999).

Tabela 1: Correlações das medidas de desempenho económico com os preços de cotação

	<u>Preços de cotação de fecho do ano</u>						
	Total	Média	1995	1994	1993	1992	1991
Dimensão da amostra	1.625		325	325	325	325	325
Por acção:							
ROLI - Resultado operacional líquido de imposto	0,162	0,265	0,163	0,513	0,477	0,119	0,046
ROLIA - ROLI com ajustamento Stern Stewart	0,558	0,544	0,504	0,596	0,58	0,557	0,481
MOLI - Meios Libertos Operacionais líquidos de impostos	0,55	0,559	0,49	0,587	0,639	0,605	0,473
RR	0,004	-0,012	0,065	0,029	-0,023	-0,057	-0,074
EVA = RR ajustado	-0,006	-0,054	0,106	-0,057	-0,145	-0,097	-0,076
CVA=RCF	0,382	0,357	0,397	0,393	0,394	0,336	0,265
Rendibilidade:							
ROI	0,062	0,06	0,058	0,007	0,083	0,104	0,046
ROIA - ROI calculado com os ajustamento Stern Stewart	0,168	0,143	0,175	0,103	0,054	0,167	0,217
CFROI	0,101	0,109	0,196	0,079	0,065	0,093	0,112

Os valores em negrito não têm significância estatística ao nível de 5%.

Fonte: Clinton, Chen (1998)

Segundo o estudo empírico dos autores Clinton e Chen (1998), quando relacionaram o Resultado Residual, o Economic Value Added (com os ajustamentos previstos pela Stern Stewart) e o Cash Value Added de uma amostra de 1.625 empresas cotadas. O CVA demonstra melhores correlações do que qualquer dos outros métodos, e os Meios Libertos Operacionais Líquidos de Impostos apresentam melhor correlação, assim como os ROLI depois dos ajustamentos previstos pela Stern Stewart & Co.

Capítulo V – EVA, uma filosofia de Avaliação nas PME portuguesas

Cada ativo, financeiro tem um valor. A chave para o sucesso de investir e gerenciar esses ativos está em compreender não só o que é o valor, mas também as fontes de valor. Qualquer ativo pode ser avaliado, mas alguns ativos são mais fáceis do que outros e os detalhes da avaliação variam de caso para caso. Assim, a valorização de uma parcela de um imóvel vai exigir informações diferentes e seguem um formato diferente do que a avaliação de uma parcela de capital aberto e a valorização de uma empresa. O que surpreende, no entanto, não são as diferenças nas técnicas de avaliação de todos os ativos, mas o grau de semelhança dos princípios básicos.

O modelo de fluxo de caixa descontado tradicional prevê uma rica e completa análise de todas as diferentes maneiras pelas quais uma empresa pode aumentar o valor, mas pode tornar-se complexa, com o aumento do número de entradas. É também difícil para associar sistemas de compensação de gestão para um modelo de fluxo de caixa descontado, uma vez que muitos dos elementos que têm de ser estimados, têm que ser manipulados, para originar a gestão de resultados.

O EVA é uma medida de desempenho financeiro baseado em valor, uma decisão de investimento, uma ferramenta e uma medida de desempenho que reflete a quantidade absoluta do valor criado das empresas, é calculado como o produto do "excesso de retorno" efectuada num investimento ou investimentos e do capital investido nesse investimento ou investimentos. O EVA é o lucro operacional líquido menos uma taxa adequada para o custo de oportunidade de todo o capital investido em uma empresa ou projeto. É uma estimativa do verdadeiro lucro económico, ou o valor pelo qual os ganhos excedem ou ficam abaixo da taxa mínima exigida de retorno que os investidores poderiam obter, por outros investimentos de risco comparável (Stewart, 1990), é considerado como uma única medida simples que proporciona uma verdadeira imagem da criação de riqueza das empresas. Além de motivar os gestores a criar valor, serve de base para o cálculo da remuneração da administração. Existem vantagens mais práticas do valor que os sistemas baseados na medição podem oferecer. Um sistema de EVA ajuda os gestores a (Roztocí e Needy, 1998):

- Tomar melhores decisões de investimento;
- Identificar oportunidades de melhoria;
- Considerar os benefícios de longo prazo e de curto prazo para a empresa.

O EVA é uma medida eficaz da qualidade das decisões gerenciais e um indicador confiável de crescimento do valor da empresa no futuro. Os Valores positivos do EVA ao longo do tempo

vão aumentar os valores da empresa, enquanto os valores negativos do EVA, podem diminuir os valores da empresa. “ *É superior aos lucros contabilísticos como uma medida de criação de valor, porque reconhece o custo de capital e, portanto, o grau de risco das operações de uma empresa* ” (Lehn e Makhija, 1996, p.34).

5.1 EVA vs Medidas Tradicionais

O EVA é baseado nos itens relacionados com a contabilidade, como a dívida com juros, capital e lucro operacional líquido. Difere das medidas tradicionais, principalmente pela inclusão do custo de capital próprio. Solomon e Laya (1967) estudaram a taxa de retorno contabilística (ARR) e na medida em que se aproxima o verdadeiro retorno medido com a TIR. Harcourt (1965), Solomon e Laya (1967), Livingston e Solomon (1970), Fischer e McGowan (1983) e Fisher (1984) “ (...) concluíram que a diferença entre a taxa de retorno contabilística (ARR) e a verdadeira taxa de retorno é tão grande que a anterior não pode ser usada como uma indicação das posteriores” Villiers (1997, p. 286-287).

Entre todas as medidas tradicionais, o retorno sobre o capital é muito comum e relativamente, uma boa medida de desempenho. Várias empresas calculam esse retorno com fórmulas diferentes e designam-no de formas diferentes, como retorno sobre o investimento (ROI), retorno sobre o capital investido (ROIC), retorno sobre o capital empregado (ROCE), o retorno sobre os ativos líquidos (RONA), o retorno sobre ativos (ROA), etc. A principal lacuna com todas essas taxas de retorno é que em todos os casos, a taxa de maximização de retorno não maximiza, necessariamente, o retorno para os acionistas. Observando a taxa de retorno e a tomada de decisões com base no que é o único semelhante à avaliação de produtos na "margem bruta de vendas", percentuais. A diferença entre o EVA e o ROI é realmente o mesmo que o VPL e a TIR. A TIR é uma boa maneira de avaliar o investimento, bem como as possibilidades, mas não devemos decidir a viabilidade dos projectos de investimento com base apenas na TIR.

Matematicamente, “o EVA dá exatamente os mesmos resultados em avaliações como o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) ou Valor Presente Líquido (VPL)” Stewart (1990, p. 3); (Kappi, 1996), e são há muito tempo amplamente reconhecidos como as melhores ferramentas de análise teoricamente, do ponto de vista dos acionistas (Brealey e Mayers, 1991). No controlo corporativo, vale a pena lembrar que o EVA e VPL andam de mãos dadas, como também o

ROI e a TIR, não há razão para abandonar o ROI e a TIR. São boas ferramentas e são medidas ilustrativas que nos informam sobre a taxa de retorno. A TIR sempre pode ser usada junto com o VPL do investimento e o ROI sempre pode ser usado juntamente com o EVA no desempenho da empresa. No entanto, nunca devemos procurar maximizar a TIR e o ROI e nunca devemos basear as decisões só nestas duas métricas. A TIR e o ROI fornecem informação adicional. Maximizar a taxa de retorno (TIR, ROI) não importa, quando o objetivo é maximizar o retorno aos acionistas. O EVA e o VPL devem estar no papel de comando da empresa e o ROI e a TIR devem ter o papel de dar informações adicionais. O EVA como uma ferramenta de administração pode ser utilizada em todas as funções de gestão, desde que seja feita em contextos adaptados.

Tem uma relação forte com os preços das ações. O valor de mercado de uma empresa é o seu valor contabilístico mais o valor atual do futuro. Stewart (1990) analisou pela primeira vez esta relação com dados de 618 mercados de Empresas norte-americanas e apresenta os resultados na sua obra "A busca de valor". Lehn e Makhija (1996) analisou igualmente, o EVA e o MVA como medidas de desempenho e como sinais de mudança estratégica. Os seus dados contemplam 241 empresas norte-americanas nos anos 1987, 1988, 1992 e 1993. No entanto, Tero Telaranta (1997) realizou um estudo sobre a correlação do EVA e os preços das ações e concluiu que o EVA não é melhor do que as medidas de desempenho tradicionais.

Um sistema de bónus normalmente incentiva os gerentes a ultrapassar o nível normal de desempenho e mesmo após o pagamento de bónus dos administradores, o retorno é superior do que teria sido, sem o sistema de bónus. Sistemas de bónus EVA também são ótimos indicadores para diminuir os problemas de agência. EVA pode ser adequado para unir os interesses dos trabalhadores gerência / proprietários. De acordo com os professores Michael J. Jensen da Harvard Business School e Kevin J. Murphy da Universidade de Chicago, “*o maior problema com a parte superior, os salários dos administradores é que os gestores são actualmente, pagos como burocratas em vez de como maximizar o valor*” (Jensen e Murphy 1990, p. 1), e também afirmam que os sistemas tradicionais de incentivos não são muito viáveis, é importante definir o seu alcance para uma implementação adequada e obter o máximo de benefícios com isso.

Capítulo VI – Estudo de Caso

O estudo de caso consiste numa empresa que apresentava os seguintes dados contabilísticos:

(Valor: €)

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Vendas e Serviços Prestados	7.700	7.000	6.800	7.200	6.500
Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas	5.500	4.200	5.000	5.800	5.300
Amortizações e depreciações	500	800	600	300	400
EBIT	1.700	2.000	1.200	1.100	800

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Investimento em Working Capital	60	40	50	30	70
Investimento em Capital fixo	200	550	400	600	400

Da informação adicional recolhida, foi possível concluir que:

O capital investido no início do ano foi 6.000 €, a estrutura de capital é constituída por 80% de Capital próprio e 20% de Capital alheio, a taxa de imposto sobre os lucros é de 30%, e que o empréstimo vence juros á taxa anual de 9%, e o custo do capital próprio é 12%.

(Valor: €)

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
(+) Vendas e Serviços Prestados	7.700	7.000	6.800	7.200	6.500
(-) Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas	5.500	4.200	5.000	5.800	5.300
(-) Amortizações e depreciações	500	800	600	300	400
(=) EBIT	1.700	2.000	1.200	1.100	800
(-) Impostos	510	600	360	330	240
(=) EBIT (1 - t)	1.190	1.400	840	770	560
Capital Investido (1)	6.000	5.240	3.850	2.800	1.970
(+) Investimento em Working Capital	60	40	50	30	70
(+) Investimento em Capital fixo	200	550	400	600	400
(-) Amortizações e depreciações	500	800	600	200	800
Capital Investido (2)	5.240	3.850	2.800	1.970	700
Retorno do Capital Investido (3)	19,83%	26,72%	21,82%	27,50%	28,43%
Custo Médio Ponderado do Capital	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%
Spread	8,97%	15,86%	10,96%	16,64%	17,57%
EVA	620,94	981,89	535,92	556,06	483,98

- (1) O capital inicial do Ano 1 (6.000), Para o Ano 2 o capital a investir é igual o capital total investido do ano anterior, procedimento igual para os restantes anos
- (2) O capital total investido do ano é igual o capital investido (inicial), adicionado dos investimentos em working capital e capital fixo, deduzido das amortizações do exercício
- (3) O retorno do capital investido calculou-se pela divisão do EBIT (1 - T), pelo capital investido (inicial)

Cálculo da Rentabilidade do Capital Investido:

$$CI_1 = \frac{1.050}{6.000} = 17,50\% \quad CI_2 = \frac{1.400}{5.240} = 26,72\% \quad CI_3 = \frac{840}{3.850} = 21,82\%$$

$$CI_4 = \frac{770}{2.800} = 27,50\% \quad CI_5 = \frac{560}{1.970} = 28,43\%$$

Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital:

$$CMPC = (80\% \times 12\%) + (20\% \times 9\%) \times (1 - 30\%) = 10,86\%$$

Cálculo do EVA:

$$EVA_1 = 1.190 - (10,86\% \times 5.240) = 620,94$$

$$EVA_2 = 1.400 - (10,86\% \times 3.850) = 981,89$$

$$EVA_3 = 840 - (10,86\% \times 2.800) = 535,92$$

$$EVA_4 = 770 - (10,86\% \times 1.970) = 556,06$$

$$EVA_5 = 560 - (10,86\% \times 700) = 483,98$$

Cálculo do MVA:

$$\text{Valor de Continuidade} = \frac{483,98}{10,86\%} = 4.456,54$$

$$\begin{aligned} \text{MVA} = & \frac{620,94}{(1 + 10,86\%)^1} + \frac{981,89}{(1 + 10,86\%)^2} + \frac{535,92}{(1 + 10,86\%)^3} + \frac{556,06}{(1 + 10,86\%)^4} + \\ & + \frac{483,98}{(1 + 10,86\%)^5} + \frac{4.456,54}{(1 + 10,86\%)^5} = 5.071,06 \end{aligned}$$

Como se pode verificar a empresa gerou sempre um EVA positivo, significa que criou valor, o retorno dos capitais investidos foram superior ao custo, chegando ao final dos 5 exercícios, com um valor de mercado acrescentado de 5.071,06 €, ou seja o valor actual do EVA gerado durante este período de tempo.

Conclusão

Tal como inicialmente se supunha, existe uma diversidade de aspetos no que se relaciona com a estratégia de negócios e a aplicação do EVA, como fator de desenvolvimento organizacional.

A realização de qualquer estudo implica a tomada de consciência de que sem objetividade e rigor científicos, a validade do mesmo será sempre questionável.

De qualquer forma, deverá ser também dado assente para o investigador que existem sempre variáveis que estão fora do seu controlo, pelo que, o trabalho acabará por reunir algumas limitações, na medida, em que podem servir de ponto de partida para novas investigações.

Desde que assim se pretenda, uma investigação nunca está concluída e pode sempre servir de base para o surgimento de novas inquietações e consequentes estudos, daí que a ciência, em qualquer dos seus domínios, seja uma área incompleta por natureza.

Todos os acontecimentos ocorridos nas últimas décadas marcaram a primeira década do século XXI são claros quanto ao que se relaciona com as alterações drásticas e a fragilidade das respostas dadas pelas estruturas político-administrativas. Desta forma, a procura de um modelo mais sustentável da sociedade, tem vindo a sofrer profundas alterações ao longo das últimas duas décadas. Tanto os países desenvolvidos como as nações em vias de desenvolvimento, a modernização é palco de constantes alterações, ao nível de remunerações, estratégia e avaliação de empresas.

Foi claro os conceitos de aplicação do EVA, ao nível empresarial como forma de optimização de negócios e competitividade. O EVA como ferramenta de administração pode ser utilizada em todas as funções de gestão, desde que seja feita em contextos adaptados, é utilizado como instrumento de avaliação, baseando-se no valor acrescentado, sendo o único que integra, numa só unidade de medida, a vertente financeira e económica. Neste contexto, o EVA é comparado com algumas medidas tradicionais mas com outro valor.

Bibliografia

ADAMS, R.; BESSANT, J. e PHELPS, R. - Innovation Management Measure: A review. *International Journal of Management Reviews*. Vol. 8, n.º 1 (2006), 21-47.

ALBERTIN, A. L. e ALBERTIN, R. M. M. - *Tecnologia de informação e desempenho empresarial: as dimensões de seu uso e sua relação com os benefícios de negócio*. São Paulo: Atlas, 2005.

ALLE, Verna - *The Future of Knowledge: Increasing Prosperity Through Value Networks*. Burlington: Elsevier Science, 2002.

AMAT, O. - *EVA: valor económico agregado, un nuevo enfoque para optimizar la gestión empresarial, motivar a los empleados y crear valor*. Bogotá: Norma, 1999.

AMARAM, Martha e KULATILAKA, Nalin - *Real Options – Managing Strategic Investment in an Uncertain World*. Boston: Harvard Business School Press, 1999.

ANDRADE, P. S. G. - *Contribuições para uma teoria de administração empresarial*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1988. Tese de Douturamento.

BAUMAN, Mark P. - An empirical investigation of conservatism in book value measurement. *Managerial Finance*. Vol. 25, n.º 12 (1999), p. 42-57.

BAUM, C. L.; SARVER, L. e STRICKLAND, T. - EVA, MVA and CEO compensation: Futher Evidence. *American Business Review*. Vol. 22, n.º 2 (2004), 82-87.

BEAU, A. - *Gestão Estratégica da Informação: como transformar a informação e a tecnologia em fatores de crescimento e de alto desempenho nas organizações*. São Paulo: Atlas, 2004.

BEUREN, I. M. e MARTINS, L. W. - Sistema de Informações Executivas: Suas Características e Reflexões sobre sua Aplicação no Processo de Gestão. *Revista Contabilidade & Finanças FIPECAFI-FEA-USP*. Vol. 15, n.º 26 (2001), p. 6-24.

BIDDLE, G. L.; BOWEN, R. e WALLACE, J. S. - Does EVA beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 24, n.º 3 (1997), p. 301-336.

BILHIM, João - *Teoria Organizacional: Estruturas e pessoas*. 6.^a ed. Lisboa: ISCSP, 2008.

BOGHANI, Ashok B. - Knowledge Management: An Engine for Innovation, *Handbook of Business Strategy*. Vol. 1, n.º 1 (2000), p. 89-94.

BORGES, A., RODRIGUES, A., MORGADO, J. - *Contabilidade e Finanças para a Gestão*. 2.^a ed. Lisboa: Áreas Editora, 2004.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. e ALLEN, F. - *Principles of Corporate Finance*. 9.º ed. Nova York: MacGraw-Hill, 2007.

BREALEY, R. A. e MYERS, S. C. - *Principles of Corporate Finance*. 4.º ed. New York: McGraw-Hill, 1991.

BULLINGER, Hans-Jörg e ENGEL, Kai - *Best Innovator: Erfolgsstrategien von Innovationsführern, praxisorientierter Leitfaden für Unternehmen zur erfolgreichen Organisation von Innovationsmanagement*. München: FinanzBuch-Verl, 2006.

BURCH, E. Earl e NENBY, Miltf R.- Opportunity and Incremental cost: attempt to define in systems terms: a commerry. *The Accounting Review*. Vol. 49, n.º1 (s.d.). p. 118-123.

CAGLE, L.; SMYTHE, Jr. T. e FULMER, J. - Implementing EVA: One company's story. *Journal of Corporate Accounting & Finance (Wiley)*. Vol. 14, n.º 3 (2003), p. 65-70.

CEITIL, M. - Papel da Formação no Desenvolvimento de Novas Competências. In: Caetano, A. e Vala, J., (org.) - *Gestão de Recursos Humanos: Contextos, processos e técnicas*. Lisboa: Editora RH, 2000. p. 327-349.

CHEN, S. e DODD, J. L. - Economic Value Added: An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure. *Journal of Managerial Issues*. Vol. 9, n.º 3 (1997).

CHEN, S. e DODD, J. L. - Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric Is More Value Relevant?. *Journal of Managerial Issues*. Vol. 13, n.º 1 (2001).

CHESBROUGH, H. - *Open Innovation: The new imperative for creating and profiting from technology*. Boston: Harvard Business School Publishing, 2003.

CHRISTENSEN, P. O.; FELTHAM, G. A. e WU, M. G. H. - Cost of Capital in Residual Income for Performance Evaluation. *The Accounting Review*, Vol. 77, n.º 1 (2002), p. 1-24.

CLINTON, D. e CHEN, S. - Do New Performance Measures, Measure Up?. *Management Accounting*. (October 1998), 39-43.

COPELAND, T.; KOLLER, T. e MURRIN, J. - *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3.ª ed. Nova York: John Wiley & Sons Inc, 2000.

COPELAND, T. e ANTIKAROV, V. - *Opções Reais: um novo paradigma para reinventar a avaliação de investimento*. Trad. de Maria José Cyhlar. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

COOPER, R. G.; SCOTT, E.; KLEINSCHMIDT, E. e ELKO, J. - Benchmarking: Best NPD Practices. *Research Technology Management*. Vol. 47, n.º 1 (2004), 31-43.

CUNHA, M.; REGO, A.; CUNHA, R. e CABRAL-CARDOSO, C. - *Manual de Comportamento Organizacional e Gestão*. 3.ª ed. Lisboa: Editora RH, 2004.

DAVIES, J. e UNNI, S. - *The Cost of Equity Capital*. CIMA (Chartered Institute of Management Accountants), 1999.

DEARDEN, J. - The Case Against ROI Control. *Harvard Business Review*. Vol. 47, n.º 3 (May./June. 1969), p. 124-135.

DOLABELA, Fernando - *Oficina do empreendedor*. 6ª ed. São Paulo: Cultura, 1999.

DRUCKER, Peter F. - *Administração de organizações sem fins lucrativos: princípios e práticas*. 4.ª ed. São Paulo: Pioneira, 1997.

DRUCKER, Peter F. - *Managing in a Time of Great Change*. New York: Truman Talley Books, 1995.

DUTTA, S. e REICHELSTEIN, S. - Controlling investments decisions: Depreciation and capital charges. *Review of Accounting Studies*. Vol. 7, (2002), p. 253-281.

FABOZZI, F. J. e GRANT, J. L. - *Value-Based Metrics: Foundations and Practice*. New York: John Wiley & Sons, 2000.

FERNÁNDEZ, Pablo - *Valoracion de empresas: Como medir y gestionar la creacion de valor*. Espanha: Ediciones Gestion, 2001.

FERNÁNDEZ, Pablo - Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *Universia Business Review*. Vol. 6, (2005), p. 10-25.

FERREIRA, D. - *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas*. Vol. II. Lisboa: Edições Sílabo, 2002.

FILION, Louis J. - From Entrepreneurship to Entreprenology. *HEC, The University of Montreal Business School*. Working paper. (June 1997).

FILION, Louis J. - Empreendedorismo: empreendedores e proprietários-gerentes de pequenos negócios. *Revista de Administração*. São Paulo. Vol. 34, n.º 2 (Abril/Junho 1999), p. 5-28.

FISCHER, Franklin M. e MCGOWAN, John J. - On the Misuse of Accounting Rates of Return to Infer Monopoly Profits. *The American Economic Review*. Vol. 73, n.º 1 (1983).

FORKER, J. e POWELL, R. - A Comparison of Error Rates for EVA, Residual Income, GAAP-earnings, and Other Metrics Using a Long-Window Valuation Approach. *European Accounting Review*. Vol. 17, n.º 3 (2008), 471-502.

FRANK, Robert H. e BERNANKE, Ben - *Principles of economics*. 4.^a ed. Boston: McGraw-Hill, 2009.

FREIRE, A. - *Estratégia: Sucesso em Portugal*. Lisboa: Verbo, 1995.

GEROSKI, Paul; MACHIN, Steve e VAN REENAN, John - The Profitability of Innovating Firms. *Rand Journal of Economics*. Vol. 24, (1993), 198-211.

GOMES MOTA, A. e CUSTÓDIO, C. - *Finanças da Empresa*. Lisboa: Booknomics, 2006.

HALL, Brian J. e KEVIN J. Murphy - Stock Options for Undiversified Executives. *Journal of Accounting & Economics*. Vol. 33, n.º1 (2002), 3-42.

HIDALGO, J. - *Generación de valor: en la Economía Global Basada en el Conocimiento*. UNED. Propuesta de tesis para optar por el doctorado en Ciencias de la Administración, (2006).

HIGGINS, R. C. - *Análise para Administração Financeira*. 8.^a ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill Interamericana do Brasil, 2007.

HUBNER, Danuta - Regiões em crescimento, Europa em crescimento: Quarto relatório sobre a coesão económica e social. In UNIÃO EUROPEIA – POLITICA REGIONAL. Comunicação da Comissão, Maio de 2007.

IRIMIA, A. I. - *La creación del valor para el accionista*. Madrid: Cia Inversiones Editoriales Dossat, 2003.

JALBERT, T. e LANDRY, S. P. - Which performance measurement is best for your company?. *Management Accounting Quaterly*. Vol. 4, n.º 3 (2003), p. 32-41.

JANSSEN, M. - The architecture and business value of semi-cooperative, agent-based supply chain management system. *Electronic Commerce Research & Application*. Vol. 4, (2005), p. 315-328.

JENSEN, M. e MURPHY, K. J. - Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*. Vol. 98, n.º 2 (April 1990), 225-264.

JALBERT, T. e LANDRY, S. P. - Which performance measurement is best for your company?. *Management Accounting Quaterly*. Vol. 4, n.º 3 (2003), 32-41.

JIANG, X. e LI, Y. - The relationship between organizational learning and firms financial performance in strategic alliances: A contingency approach. *Journal of World Business*. Vol. 43, n.º 3 (2008), 365-379.

KAPPI, J. - Corporate valuation: A note. Unpublished working paper. *Helsinki School of Economics and Business Administration*. (1996).

KAPLAN, Robert S. e NORTON, David, P. - *A Estratégia em Ação: Balanced Scorecard*. Trad. Luiz Euclides Trindade Frazão Filho. 3.^a ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KAPLAN, Robert S. - *Yesterday's accounting undermines production*. Harvard: Graduate School of Business Administration, 1984.

KAUR, M. e NARANG. S. - Economic Value Added Reporting and corporate performance: A study of satyam computer services, Ltd. ICFAI: *Journal of Accounting Research*. Vol. 7, n.º 2 (2008), p. 40-52.

LEHN, K. e MAKHIJA, A. K. - EVA & MVA: As performance measures and signals for strategic change. *Strategy & leadership*. Vol. 24, (May/June 1996), p.34-38.

LIVINGSTONE, J. L. e SALAMON, G. L. - Relationship between the accounting and the internal rate of return measures: A synthesis and an analysis. *Journal of Accounting Research*. Vol. 8, n.º 2 (1970), p. 199-216.

LODI, J. B. - Estratégia de negócios: Planejamento a Longo Prazo. *Revista de Administração de Empresas*. Rio de Janeiro. Vol. 9, n.º 1 (1969), p. 5-32.

LUCAS, L. M. - The development of an integrated approach to organizational learning. In EASTERBY-SMITH. ORGANIZATIONAL LEARNING – 3RD INTERNATIONAL CONFERENCE, Vol. 2, Lancaster University, 6-8 Jun. 1999, p. 591-607.

MARTÍN, J. - *La gestión basada en el valor: la respuesta de la empresa a la revolución del accionista*. Barcelona: Gestión, 2000.

MARTÍN, I. e DE LA CALLE, C. - Evolución de la gestión del conocimiento hacia la creación del valor. *Universidad Politécnica de Madrid*. n.º 17/06-2003

MARTINS, Ana Isabel - Ação de Formação: Avaliação de Empresas. *Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas*, (Janeiro 2005).

MARTINS, Eliseu - *Contabilidade de Custos: Inclui o ABC*. 7.^a ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MCCRACKEN, G. D. - *Culture and Consumption: New Approaches to the Symbolic Character of Consumer Goods and Activities*. Indiana University Press, 1988.

MILLER, M. H. e MODIGLIANI, F. - Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*. Vol. 34, n.º 4 (1961), p. 411-433.

MILES, Ian - Knowledge intensive business services: prospects and policies. *Foresight Institute*. Vol. 7, n.º 6 (2005), p. 39-63.

MINTZBERG, H.; LAMPEL, J.; QUINN, J. B. e GLOSHAL, S. - *O Processo da Estratégia: conceitos, contextos e casos selecionados*. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MOREIRA, J. e SILVA M. J. - Empreendedorismo tecnológico: métodos e técnicas de ensino. *International Journal of Management Review*. (2008), p. 627-637.

NETO, A. - *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

NIVEN, Paul R. - *Balanced Scorecard Step-by-step: Maximizing Performance and Maintaining Result*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2006.

NEVES, J. C. - *Análise financeira II – Avaliação do desempenho baseada no valor*. Lisboa: Texto Editora, 2000.

NEVES, J. C. - *Avaliação de Empresas e Negócios: Fundamentos, Técnicas e Aplicações*. Lisboa: McGraw-Hill, 2002a.

NEVES, J. C. - *Análise Financeira I: Técnicas Fundamentais*. 14.^a ed. Lisboa: Texto, 2002b.

NEVES, J. C. - *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica*. Lisboa: Texto Editora, 2005.

O'HANLON, J. e PEASNELL, K. - Residual Income and EVA. *Economic and Financial Computing*. Vol. 10, n.º 2 (2000), p. 53-95.

O'HANLON, J. e PEASNELL, K. - Residual Income and Value-Creation: The Missing Link. *Review of Accounting Studies*. Vol. 7, n.º 2/3 (2002), p. 229-245.

PADOVEZE, Clóvis Luís - *Contabilidade Gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil*. 5.^a ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PEIXOTO, S. - *Economic Value Added: aplicação às empresas portuguesas cotadas em bolsa*. Lisboa: Euronext Lisbon, Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S. A., 2002.

PINHO, C. e TAVARES, S. - *Análise Financeira e Mercados*. Lisboa: Áreas Editora, 2005.

PINTO, J. K. e PRESCOTT, J. E. - Variations in critical success factors over the stages in the project life cycle. *Journal of Management*. Vol. 14, n.º 1 (1988), p. 5-18.

PONTES, L. A. L. P. - *A utilização do EVA e outras ferramentas para o controle gerencial em uma unidade industrial*. Niterói: Universidade Federal Fluminense, 2004. Dissertação de Mestrado.

PORTER, M. E. - What is Strategy. *Harvard Business Review*. Nov/Dec 1996.

PROBER, L. M. - EVA: A Better Financial Reporting Tool. *Pennsylvania CPA Journal*. Vol. 71, n.º 3 (2000), 27-33.

RAPPAPORT, A. - *Creating shareholder value: the new standard for business performance*. New York: Free Press, 1998.

RAPPAPORT, A. - *La Creación de Valor para el accionista: Guia para inversores y directivos*. Barcelona: Deusto, 2006.

RAY, R. - Economic Value Added: Theory, Evidence, a Missing Link. *Review of Business*. Vol. 22, n.º 1 (2001), 66-70.

RÉRROLE, Jean Florent – *La création de valeur dans une économie connectée*. Analyse Financière. (Septembre 1998), p. 8-15.

RICEMAN, S.; CAHAN, S. e LAL, M. - Do managers perform better under EVA bonus system?. *SSRN Working Paper*, (2000).

ROCHA, Luís Miranda da - *A Teoria Financeira no Contexto das Pequenas e Médias Empresas: O Caso do Sector Têxtil e de Vestuário em Portugal*. Porto: Faculdade de Economia, 2000. Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais.

ROGERS, E. - *Diffusion of Innovations*. 5.^a ed. New York: The Free Press, 2003.

ROHM, H. - Developing and Using Balanced Scorecard Performance Systems. *U.S. Foundation for Performance Measurement*. (2002).

ROPER, S.; H Love Jim; ASHCROFT, Brian e DUNLOP Stewart - How Much Can Regional Policy Increase Firms' Innovation Capability?. In 36TH EUROPEAN CONGRESS ETH ZURICH, European Regional Science Association, Switzerland, 26-30 August 1996.

ROZTOCKI N. e NEEDY K. L. - EVA for small manufacturing companies. *University of Pittsburgh*: Department of Industrial Engineering. (1998).

SANCHES, M. – *Professores, Novo Estatuto e Avaliação de Desempenho: Identidades, visões e instrumentos para a acção*. Vila Nova de Gaia: Fundação Manuel Leão, 2008.

SANTOS Silva, A. - *A cultura portuguesa numa perspectiva histórico-sociológica*. In AA. VV. ESTUDOS DE HISTÓRIA CONTEMPORÂNEA PORTUGUESA. Homenagem ao Professor Victor de Sá. Lisboa: Livros Horizonte, 1991.

SAPPINGTON, David E. M. - Incentives in Principal-Agent Relationships. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 5, n.º 2 (1991), 45-66.

SCHON, A. – *Innovations controlling*. PhD thesis. University Marburg: Peter Lang GmbH. Frankfurt, (2001).

SCHUMPETER, Joseph A. - *Teoria do Desenvolvimento Económico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e ciclo económico*. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SESSA, V. e London, M. - Continuous learning about continuous learning: Clarifying and expanding a multi-level, living system's analysis. *Research in Multi-Level Issues*. Vol. 5, (2006), 201-213.

SIMÕES, J. e SILVA, M. J. - The Dynamics of Innovation Networks: The Role of Higher Education Institutions in Venture Creation. In 5th EUROPEAN CONFERENCE ON ENTREPRENEURSHIP AND INNOVATION, edited by Alexandros Kakouris, National and Kapodistrian University of Athens, Greece, 2010. p. 540-546.

SOLOMON, E. e LAYA, J. C. – Measurement of Company Profitability: Some Systematic Errors in the Accounting Rate of Return. In *Financial Research and Management Decisions*. New York: John Wiley, 1967. p. 152-183.

SPATH, D.; ASLANIDIS, S.; ROGOWSKI, T.; ARDILIO, A.; WAGNER, K.; BANNERT, M. e PAUKERT, M. - Die Innovationsfähigkeit des Unternehmens gezielt steigern; In: FOKUS INNOVATION, KRÄFTE BÜNDELN; PROZESSE BESCHLEUNIGEN; Hrsg.: Bullinger, Hans-Jörg; München, 2006. p. 41-109.

SPENCER, N. N. e SIEGELMAN, L. - *Economia de la administración de empresas*. México: Union Tipografia Editorial Hispano Americana, 1967.

SPIELKAMP, A. e RAMMER, C. – Balanceakt Innovation - Erfolgsfaktoren im Innovationsmanagement von KMU. *Centre for European Economic Research*. Dokumentation, n.º 6-4 (2006).

STERN, Joel M.; SHIELY, John S. e ROSS, Irwin - The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization. *Soundview Executive Book Summaries*. Vol. 24, n.º 3 (March 2002).

STEWART, G. B. - *The Quest for Value: The EVA Management Guide*. New York: Harper Business, 1990.

STEWART, G. B. - *Em busca do valor: O Guia de EVA para Estrategistas*. Porto Alegre: Bookman, 2005.

SUNDBO, J. e GALLOUJ, F. - Innovation in service. *PREST - Policy Research in Engineering, Science & Technology*. Manchester. (1998).

TAVARES, José - *Uma Sociedade que Aprende e se Desenvolve – Relações Interpessoais*. Porto: Porto Editora, 1996.

TELARANTA, T. - *On residual income variables and shareholder wealth creation*. Helsinki: School of Economics and Business Administration, 1997. Master's Thesis.

TIWARI, R. e BUSE, S. - Barriers to Innovation in SMEs: Can the Internationalization of R&D Mitigate Their Effects?. In FIRST EUROPEAN CONFERENCE ON KNOWLEDGE FOR GROWTH: ROLE AND DYNAMICS OF CORPORATE R & D – (CONCORD 2007), Seville, 8-9 October 2007.

VASCONCELOS, David – *Inovação e Empreendedorismo: Fazer de Portugal uma “Start Up Nation”*, (s.d.).

VERHAEGHE, A. e KFIR, R. - Managing innovation in a knowledge intensive technology organization (KITO). *R&D Management*. Vol. 32, n.º 5 (2002), p. 409-418.

VERWORN, B.; LUTJE, C. e HERSTATT, C. - Innovationsmanagement in kleinen und mittleren Unternehmen. *Hamburg University of Technology, Institute for Technology and Innovation Management*. Working Paper n.º 7 (October. 2000).

VILLIERS J. - The distortions in Economic Value Added. *Journal of Economics and Business*. Vol. 49, n.º 3 (May./June. 1997), p. 285-300.

WALLACE, J. - Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for?. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 24, (1997), p. 275-300

WEBER, M. - *The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*. Translated by Talcott Parsons. London: Allen and Unwin, 1930.

WELCH, Jack e BYRNE, John A. - *Jack definitivo: segredos do executivo do século*. Campus, 2001.

WERNKE, Rodney e MENDES, Eduardo Zanellato - Avaliação de desempenho pelo EVA (Economic Value Added): estudo de caso em transportadora de passageiros. *Revista Brasileira de Contabilidade*. Vol. 39, n.º 181 (2010), p. 75-89.

YOUNG, S. David - Economic Value Added: A Primer for European Managers. *European Management Journal*. Vol. 15, n.º 4 (1997), p. 335-343.

YOUNG, S. David - Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added. *The Journal of Financial Statements Analysis*. Winter (1999), p. 7-9.

YOUNG, S. David e O'BYRNE, Stephen F. - *EVA e Gestão Baseada em Valor: Guia Prático para Implementação*. Porto Alegre: Bookman, 2003.

ZACK, Michael H. - Competing on Knowledge. *Handbook of Business Strategy*. New York: Faulkner & Gray. (1999), p. 81-88.