



**Lilian Patricia Paixão
Rangel**

**Aplicação do EVA[®] na análise de desempenho:
Estudo de caso.**



**Lilian Patricia Paixão
Rangel**

**Aplicação do EVA[®] na análise de desempenho:
Estudo de caso.**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Auditoria, realizada sob a orientação científica do Dr. José Manuel de Matos Carvalho, Professor Coordenador do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Coimbra e sob a co-orientação da Dr.^a Maria de Fátima Marques Teixeira Lopes Pinho, Presidente do Conselho Directivo do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.

Apoio financeiro do Programa Alban,
Programa de bolsas de alto nível da
comunidade europeia para a América
Latina, bolsa nº E06M103834BR.

Dedico este trabalho à Deus, a minha mãe e irmãs pelo incansável apoio e amor incondicionais e constantes em todas as fases da minha vida.

O júri

Presidente

Prof. Dra. Maria de Fátima Marques Teixeira Lopes Pinho
Coordenadora do Mestrado em Contabilidade e Auditoria

Vogais

Prof. Dra. Maria da Conceição da Costa Marques (Arguente)
Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

Prof. Dr. José Manuel de Matos Carvalho (Orientador)
Professor Coordenador do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

agradecimentos

São muitos aos que gostaria de agradecer, no apagar das luzes deste trabalho. Tantos que não existiriam adjectivos suficientes para cada uma destas pessoas que me acompanharam ao longo desta nobre jornada.

Primeiramente agradeço a Deus, meu Senhor, por mais uma oportunidade.

Agradeço ao Prof. Matos Carvalho e a Prof.^a Fátima Pinho, pelas suas orientações, por seus créditos, seus estímulos, seus conselhos, suas compreensões e pela liberdade.

Em especial, como não poderia deixar de ser, agradeço a minha mãe, as minhas irmãs, a Tio Expedito e aos meus familiares pelo apoio e amor presentes em todas as fases da minha vida.

Ao ALBAN pelo apoio financeiro e pela oportunidade de realização de mais um objectivo.

À Direcção da Empresa de Medicamentos de Braga (EMPB) pela oportunidade concedida e apoio no desenvolvimento dos trabalhos de colecta de dados.

Agradeço aos funcionários da Universidade de Aveiro e em especial aos da biblioteca do ISCAA.

Agradeço aos meus amigos que me apoiaram e incentivaram me nos momentos mais decisivos desta jornada. Particularmente, agradeço a querida Rita Castro, companheira nesta jornada pelo seu grande apoio incondicional e a Ivan Dantas pelos seus conselhos e orientações.

Finalmente, agradeço a António, meu doce companheiro de vida, cujo amor, apoio irrestrito e compreensão simplesmente tornam tudo mais fácil.

palavras-chave

Economic Value Added, medidas de desempenho, criação de valor, capital, custo de capital.

resumo

A utilização de forma racional e eficaz dos recursos disponíveis pelas empresas constitui um factor *sine qua non* para a agregação de valor e, nesse sentido, alguns mecanismos se destacam, entre eles, o *Economic Value Added* - EVA[®], como forma de controlo das diversas actividades ocorridas dentro da empresa e como mecanismo para a tomada de decisões. Nessa visão, essa dissertação apresenta o resultado de uma pesquisa empírica, realizada em uma empresa comercial do ramo de distribuição de material de pintura para automóveis com sede no Distrito de Braga, tendo como objectivo analisar empiricamente a relação do EVA[®] como medida de desempenho associada à geração de valor para os detentores de capital e a verificação da performance da empresa, quando incluído na avaliação de desempenho efectuada pela Organização. Para tanto, aplicou-se como metodologia o estudo de caso. O estudo concluiu que as medidas tradicionais não reflectem o valor real de riqueza dos detentores de capital e, portanto, o uso do Economic Value Added possibilita a melhora dos recursos de gestão e do processo de tomada de decisão e planeamento visto que agora levam em conta o capital e o custo de capital.

keywords

Economic Value Added, performance measure, value creation, capital, cost of capital.

abstract

The use of rational and efficient resources available by companies constitutes an essential conditions factor for the aggregation of value and, accordingly, some mechanisms stand out, among them, the Economic Value Added - EVA®, as a form of control of the different activities that have occurred within the company and like a mechanism for taking decisions. In this viewpoint, this paper presents the result of an empirical research fulfilled in a commercial company of painting material distribution for cars with head office in the District of Braga, having as objective, analyze empirically the relationship of EVA®, like performance measure associated with the generation of value to the stockholders and the verification of company performance, when included in the performance measure finished by Organization. Thus, was applied as methodology the case study. The study concluded that the traditional measures do not reflect the real value of wealth of the stockholders and, therefore, the use of Economic Value Added enables the improvement of management resources and the decision-making process and planning due to the fact that they take into account the capital and the cost of capital.

Índice Geral

Índice de Figuras	x
Índice de Quadros.....	xi
Lista de Abreviaturas.....	xii
Capítulo 1: Introdução.....	1
1.1. Organização do Trabalho.....	3
1.2 Tema.....	3
1.3 Caracterização do Problema.....	5
1.4 Objectivos.....	7
1.4.1 Gerais.....	7
1.4.2 Específicos.....	8
1.5 Justificativa da Pesquisa.....	9
Capítulo 2: Revisão da Literatura	12
2.1 Medidas de Desempenhos.....	12
2.1.1 Medidas de desempenho baseadas nos resultados.....	14
2.1.2 Medidas de Desempenho periódicas baseadas no valor.....	20
2.2 O Economic Value Added - EVA [®]	23
2.2.1 Vantagens da Utilização do EVA [®]	28
2.2.2 Relação do EVA [®] e MVA [®]	31
2.2.3 Cálculo do EVA [®]	32
2.2.3.1 Custo do Capital Próprio (Ke).....	37
2.2.3.2 Custos do Capital de Terceiros (Kd).....	40
2.2.4 Ajustes da contabilidade.....	40
2.2.5 Limitações da Utilização do EVA [®]	44
Capítulo 3: Metodologia.....	47
3.1 Estudo de Caso como Estratégia de Pesquisa.....	47
3.2 Questões Básicas de Pesquisa.....	50
3.3 Topologia da Pesquisa.....	51
3.4 Ensaaios à Execução do Estudo de Caso.....	52
3.5 Colecta de Dados.....	53
3.6. Análise e Interpretação dos Dados.....	54

3.7 Implementação das Melhorias	55
Capítulo 4: O estudo de caso	56
4.1 A empresa Objecto do Estudo	56
4.1.1 Missão, Metas e Valores da EMPB	57
4.1.2 O Exercício da Liderança	58
4.2 Os produtos e as operações da EMPB	62
4.3 Cenário Económico	64
4.4 Sistema de Custos	68
4.5 Princípio Utilizado na Renovação de Stocks	70
4.6 Controlo do Activo Imobilizado	71
4.7 Demonstrações Contabilísticas do Período	71
4.8 Proposições de Melhoria do Método de Avaliação de Desempenho	77
4.8.1 Sistema de Avaliação de Desempenho	77
4.8.2 Providências Preliminares	77
4.8.3 Fase 1: Colecta das informações económico-financeiras	79
4.8.4 Fase 2: Levantamento do capital e do seu custo	83
4.8.5 Fase 3: Cálculo do EVA [®]	88
4.8.6 Fase 4: Análise da agregação de valor.	91
Capítulo 5: Conclusões e Recomendações	93
5.1 Conclusões	93
5.2 Limitações	96
5.3 Recomendações	97
6. Referências Bibliográficas	98
Anexo 1	106
Anexo 1: Balanço Patrimonial da EMPB	106

Índice de Figuras

Figura 1. Organograma dos níveis hierárquicos da EMPB	59
Figura 2: N° de empresas por classe dimensional.	64
Figura 3: Volume de negócios por classe dimensional de empresas.....	65
Figura 4: Distribuição sectorial das empresas.	67
Figura 5: Registo das operações de compra e venda.	69
Figura 6: Variações nas vendas de 2004 ao primeiro semestre de 2008	72
Figura 7: Custo da Mercadoria Vendida.....	73
Figura 8: Custo Líquido de Financiamento.	73
Figura 9: Relação entre existências e activos totais da EMPB.....	74
Figura 10: Fases de implantação do EVA®	78

Índice de Quadros

Quadro 2.1: As medidas de desempenho baseadas na rentabilidade mais utilizadas na prática.....	16
Quadro 2.2 - Ajustamentos Contabilísticos	43
Quadro 4.1. Principais famílias de Produto	62
Quadro 4.2: Resultado com Mercadoria	70
Quadro 4.3: Demonstração dos resultados dos exercícios por natureza da DMPB.	75
Quadro 4.4: Demonstração de Resultados Líquidos da EMPB.	79
Quadro 4.5- Balanços Sintéticos da EMPB	81
Quadro 4.6: Indicadores de Desempenho da EMPB (2004- 2008).....	82
Quadro 4.7: Fonte de Recursos da EMPB.....	83
Quadro 4.8: Custo do Capital Próprio.	85
Quadro 4.9: Custo do Capital Alheio.....	86
Quadro 4.10: Custo da Captação de Recursos	87
Quadro 4.11: Demonstração de Resultados Líquidos da DMPB.....	89
Quadro 4.12: Cálculo dos Resultados Líquidos Sem Alavancagem Financeira	89
Quadro 4.13: Cálculo dos EVA®.....	90

Lista de Abreviaturas

CAPM - Capital Asset Pricing Model

CIRC - Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas

CIRS - Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares

CVA - Cash Value Added

CPMC - Custo Médio Ponderado de Capital

EBIT- Earning Before Interest and Taxes

EBITDA - Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EMPB – Empresa de Material de Pintura de Braga

EVA[®] - Economic Value Added

EVM - Economic Value Management

FIFO - First In First Out.

IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e a Inovação

IVA - Imposto Sobre o Valor Acrescentado

MVA[®] - Market Value Added

NOPAT - Net Operating Profit After Taxes

NP EN ISO 9001:2000 - Norma de Sistema de Gestão da Qualidade

POC - Plano Oficial de Contabilidade

RCF - Residual Cash Flow

ROA - Return on Assents

ROE - Return on Equity

RI- Residual Income

ROI - Return on Investments

RR - Resultado Residual

ROS - Return on Sales

SIG - Sistema de Informações de Gestão

SVA - Shareholder Value Added

WACC - Weight Average Cost of Capital

Capítulo 1: Introdução

Para que a empresa promova o seu objectivo maior de sobrevivência, gestão de resultados e para poder efectivamente distribuir de forma racional os recursos que tem disponíveis, sendo eficiente e eficaz, existem alguns mecanismos importantes que auxiliam esse processo. De entre eles está o processo de avaliação de desempenho tal como o *Economic Value Added* - EVA^{®1}, como forma de controlo das diversas actividades ocorridas dentro da empresa e como mecanismo para a tomada de decisões.

A avaliação de desempenho acompanhou a evolução das organizações e sempre esteve reflectindo as transformações sociais, como uma forma de adaptação às mudanças ocorridas. As mudanças estão a ocorrer a grande velocidade, devido a vários factores, tais como a globalização da economia, o que requer da empresa a flexibilização da suas estruturas internas e serem capazes de sobreviver às transformações no mercado e na crescente competitividade. No contexto empresarial, a avaliação de desempenho representa uma ferramenta muito importante e tem o propósito de permitir acompanhar o desempenho dos gestores, subsidiar e motivar uma gestão eficaz de desempenho. Estes propósitos vão de encontro com a concepção de um instrumento de gestão que é promover a eficácia.

A implementação do modelo de avaliação de desempenho requer o planeamento, a execução e o controlo do próprio processo de gestão empresarial, considerando todas as características delineadas pelo modelo de gestão adoptado pela empresa. Consiste na análise e julgamento, sobre qualquer situação, que exija uma tomada de decisão para se atingir um objectivo.

Sendo um meio para se tomar decisões adequadas, uma vez que fornece um conjunto de informações que representam e caracterizam todas as actividades existentes dentro da empresa, fornecendo uma visão geral dos resultados atingidos, comparando-as com os resultados planeados, representando dessa forma o desempenho da organização.

¹ Marca registada da Stern Stewart & Co.

Por se basear no desempenho real, em vez de se basear no desempenho futuro esperado pelas expectativas dos accionistas, constitui uma das vantagens da utilização de medidas de desempenho. A avaliação necessita atribuir valores aos resultados obtidos e, para isso, faz a mensuração das expectativas de desempenho, quantificando os atributos de um objecto ou ocorrência. Mensurar um desempenho não é o mesmo que avaliar um desempenho, embora ambos estabeleçam inter – relações. Mensuração do desempenho significa quantificar planos fornecendo bases comparativas para a avaliação desse desempenho.

Segundo Catelli (1999) a avaliação de desempenho integra-se ao processo de gestão empresarial e visa atender as necessidades específicas das fases de planeamento, execução e controlo das actividades empresariais. É um recurso pelo qual se procura obter uma gestão eficaz das actividades, visando à optimização das contribuições, em termos de resultados.

O planeamento é também importante no processo de avaliação de desempenho. Os gestores consideram nas suas prospecções os critérios pelos quais serão avaliados os seus desempenhos futuros. Os gestores são responsáveis tanto pela execução das actividades sob sua responsabilidade como pelo planeamento e controlo.

Um dos principais desafios de uma avaliação de desempenho eficiente é garantir que os tomadores de decisão possuam toda a informação relevante para uma boa decisão e que possuam os incentivos apropriados para utilizar essas informações segundo os interesses da empresa e dos seus utilizadores. O sistema contábil pode oferecer várias medidas de desempenho em que o usuário pode tomar as decisões adequadas. A contabilidade como ciência oferece subsídios que servem de avaliações financeiras e empresariais para todos os usuários.

1.1. Organização do Trabalho

A dissertação encontra-se disposta em 5 (cinco) capítulos compostos da seguinte forma:

A introdução onde são abordadas as noções preliminares e a forma de organização, complementando-se com a exposição do tema, dos problemas, dos objectivos e da justificativa que a motivaram.

A revisão da literatura que contempla a revisão bibliográfica, pela qual, se procurou na literatura modelos de desempenho económico-financeiro numa visão holística, ou seja, contemplando todo o seu entorno em trabalhos de pesquisas puras e aplicadas que reflectem os estudos de casos, cujos conceitos e resultados nortearam a pesquisa.

A metodologia da pesquisa descreve desde o delinear aos critérios de análises e interpretação de dados, passando pelas técnicas de colecta de dados e do tipo de pesquisa.

O Estudo de Caso apresenta a empresa narrando os seus actos constitutivos, missão, crenças e valores até às apresentações, sugestões e aplicações dos resultados dos estudos passando pelos sistemas de informação financeiros e métodos de avaliação de desempenho baseado em valores propostos, sua aplicação e instrumentalização por meio de sistema de informação.

Conclusões finais do estudo com base na metodologia aplicada contemplando os resultados obtidos, seus efeitos, limitações e recomendações de novos estudos em pontos identificados na realização do estudo.

1.2 Tema

A informação, ou seja, o conjunto de dados trabalhados de forma sistemática é um instrumento de apoio à decisão nas áreas de operação, de gestão e de estratégia das organizações.

Os sistemas de informações na área de gestão segundo Almeida e Ramos (2002) manipulam dados estruturados ou não estruturados oriundos dos sistemas de informação transaccionais que estão intimamente ligados com as actividades de rotina da empresa. Os gestores precisam de informações geradas nas operações para suportar as decisões e acompanhar o resultado deles esperados, seja a curto, médio ou longo prazo. Nesse ambiente a pesquisa delimita seu tema.

O tema de pesquisa, segundo Silva (2003), é um assunto que se deseja estudar com profundidade pois não interessa somente saber o tema de modo vago, indefinido, mas conciso e com limites bem definidos que facilite o encaminhamento da pesquisa. A definição do tema perpassa às vezes, por toda a pesquisa e é frequentemente revisto.

Demo (2000) menciona que tema indica problema circunscrito, do qual vemos o começo e o fim, sobretudo do tamanho de quem o quer tratar; não podemos assumir qualquer tema, por mais atraente que possa ser, pois a sua viabilidade vem em primeiro lugar.

A delimitação do tema, na visão de Beuren (2003), deve-se completar com a definição do tema, o qual precisa ser problematizado de forma clara e precisa, preferencialmente culminando com uma frase sobre forma interrogativa.

Thiollent (1996) citado por Andrade (2004, p. 4) afirma: “É útil que a definição seja a mais precisa possível, isto é, sem ambiguidades, tanto no que se refere à delimitação empírica, quanto no que remete à delimitação conceitual” e, acrescenta:

Em geral, o tema é escolhido em função de um certo tipo de compromisso entre a equipe de pesquisadores e os elementos activos da situação a ser investigada. Em certos casos, o tema é de antemão determinado pela natureza e pela urgência do problema encontrado na situação.

A formação profissional do pesquisador, edificada em laboração na área contábil e financeira de empresas de médio e pequeno porte nos sectores da economia secundário e terciário além de empresas de economia mista no Brasil, motivou o interesse pelo estudo de sistemas de informações que contemplem as necessidades dos condutores da gestão, tão propaladas e no mesmo nível, reclamadas por estes *stackholders*.

Nesta dissertação investiga-se o nível de avaliação de desempenho disponibilizado para a gestão numa empresa comercial de médio porte para, conhecido o nível e o fluxo instrumentalizá-los com a aplicação de um modelo sistémico de informações. A empresa encontra-se sediada no distrito de Braga e será denominada pelo nome fictício de Empresa de Material de Pintura de Braga (EMPB), com o intuito de preservar a confidencialidade exigida pelos gestores.

A motivação do pesquisador repousa na busca da característica de utilidade da informação contábil, especificamente de formação de avaliação de desempenho, como ferramenta de auxílio ao gestor, culminando no tema: **Aplicação do EVA[®] na análise de desempenho: Estudo de caso.**

1.3 Caracterização do Problema

Na economia da sociedade do conhecimento, as organizações deparam-se com novas necessidades de mudança de comportamento nas relações com o seu ambiente externo objectivando a manutenção e criação de suas competências essenciais na busca de sobreviver num mercado competitivo com consumidores mais exigentes e conscientes de seus direitos. Nesta direcção Peixoto (2002, p. 24) afirma:

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.

O mercado, devido à retracção da demanda e a acirrada concorrência, exige que as empresas de material de pintura pratiquem preços abaixo do estabelecido como margem e aumentem o prazo a serem recebidos pelos clientes. Esta máxima advém das considerações dadas pelos clientes que optaram por comprar em concorrentes directos, única e exclusivamente pela mensuração do objectivo de desempenho “custo”, segundo o gestor de vendas da empresa estudada.

Para a adequação a essa questão do preço praticado pelos concorrentes num patamar abaixo do estabelecido pelos fabricantes inerente ao produto, faz-se necessário sistematizar as informações dos elementos formadores de custos para os identificar, oferecer a gestão alternativas e estabelecer margens condizentes com a relação: preço de venda e custos dos esforços para realizá-la.

Nesta mesma orientação Beuren e Martins (2001, p. 8) afirmam que o objectivo dos gestores é colocar a organização em patamares de competitividade quando esclarece:

Sem a utilização de um sistema de informações, como recurso estratégico para esta finalidade, torna-se mais difícil garantir a capacidade competitiva do empreendimento. Desse modo, a criação de um contexto tecnológico voltado ao executivo, que forneça suporte na tomada de decisão, tornou-se imperativo em época de expansão de uma economia globalizada e com mercados altamente concorridos.

Os usuários do sistema de informação deverão estar conscientes da necessidade e da importância do sistema sob pena de comprometer o investimento. Na visão de Cruz (2000, p. 236), “De nada adiantará todo o investimento feito em Sistemas de Informações de Gestão se aqueles que terão a obrigatoriedade de o operacionalizar não o fizerem na forma e no tempo previstos”.

As considerações mencionadas ressaltam a importância da formulação de estratégias que garantam não só a sobrevivência da empresa num ambiente volátil e competitivo mas a sobrevivência com vantagem sobre os concorrentes. Tanto na literatura como na prática é pacífico o entendimento de que acompanhar a avaliação de desempenho é apenas uma das etapas do processo de gestão das organizações; além dele há que ter o planeamento operacional, programação, etc. e controlos permanentes para verificar se as acções estão ocorrer em conformidade com os planos e metas estabelecidos. Com a globalização da economia o mundo dos negócios tem, como objectivos principais, um maior retorno financeiro e a participação dos gestores das empresas. Muita das vezes, esta participação ocorre de forma empírica, sem uma maior fundamentação em indicadores mais palpáveis.

Com o intuito de tornar compreensível a problemática da pesquisa e usando a contabilidade, cuja finalidade primordial é gerar informações para auxiliar o processo decisório, pretende-se responder à seguinte questão orientadora da pesquisa:

A utilização de modernos métodos de análises económico-financeiras tais como o EVA[®] quando inseridos nos trabalhos de avaliação de desempenho completam e aperfeiçoam as informações prestadas à empresa?

1.4 Objectivos

Os objectivos da pesquisa, segundo Thiollent (1996) citado por Andrade (2004) são classificados em objectivos práticos e de conhecimento. Os objectivos práticos consistem em contribuir para o melhor equilíbrio possível do problema considerado como central na pesquisa, com levantamento de soluções e proposta de acções correspondentes. O objectivo de conhecimento fundamenta-se em obter informações que seriam de difícil acesso por meio de outros procedimentos e propõe-se a aumentar os conhecimentos sobre o problema.

Serra Negra (2003, p. 111) declara “ os objectivos delimitam a pretensão do alcance da investigação, o que se propõe a fazer, que aspectos pretende analisar”. Sobre isso Silva (2003, p. 57), advoga: “O pesquisador deve evitar que o problema se torne geral e abrangente a ponto de não poder ser investigado e a delimitação do campo de estudo deve ser bem definida nos objectivos pretendidos” e classifica os objectivos em gerais e específicos.

1.4.1 Gerais

O objectivo principal deste estudo é analisar empiricamente a relação do EVA[®], como medida de desempenho associada à geração de valor para os detentores de capital e a verificação da performance da empresa, quando incluído na avaliação de desempenho efectuada pela organização.

1.4.2 Específicos

- Estudar de forma ampla se a metodologia do EVA[®] pode ser usado como um sistema de gestão financeira;
- Compreender se adopção da metodologia do EVA[®] fortalece o conceito do custo de capital na organização e actua na mudança de gestão;
- Se a utilização da metodologia EVA[®] permite entender e atender às exigências não só contabilísticas como proveniente da gestão decorrente da globalização dos negócios;
- Verificar a validade do indicador de desempenho EVA[®] no resultado da empresa estudada - se ela cria ou destrói valor.
- Verificar a responsabilidade e a consciência da administração da empresa em criar riqueza ao empreendimento - objectivo de perpetuidade da empresa;
- Como definir um método que contribua para o planeamento económico-financeiro das organizações e, conseqüentemente, na geração de riqueza na empresa?

Para tal deve-se reflectir sobre conceitos e técnicas de avaliação de desempenho, completar e aperfeiçoar as informações prestadas à sociedade e demonstrar não apenas uma modernização, mas uma melhor qualidade na mensuração de dados contábeis, proporcionando à gestão, um papel de liderança no levantamento, avaliação e administração de riscos estratégicos, agregando valor à organização e identificando oportunidades de melhorias.

1.5 Justificativa da Pesquisa

As grandes mudanças no ambiente empresarial fazem com que as organizações busquem na contabilidade de gestão um papel de liderança no levantamento, avaliação e administração de seus riscos estratégicos, para agregar valor à organização, identificando oportunidades de melhorias e, principalmente informando uma posição mais adequada aos detentores de capitais e à sociedade, sendo necessária uma reapreciação de processos em sede de medidas de desempenho.

A avaliação de desempenho consiste numa metodologia, um encadeamento de técnicas e processos previamente determinados que objectivam fundamentar o gestor no momento da definição de políticas, acções e metas que compõem o planeamento estratégico da organização. Esta metodologia, basicamente irá instruir e auxiliar o gestor a minimizar as incertezas, ou ainda determinar que caminhos devem ser seguidos ou que linhas de acção devem ser tomadas, afinal não se pode fundamentar decisões estratégicas para a organização apenas baseando-se em experiências anteriores, intuição, confiança ou desconfiança.

Uma decisão em nível económico-financeiro é tomada com base em saber quantificar os resultados e ao saber interpretá-los. As organizações actuais não se valem apenas das demonstrações contábeis, suas velhas conhecidas, para medir seu desempenho. Os tradicionais sistemas de informações de gestão, em geral, e os de informações contabilísticas, em particular, caracterizam-se por se concentrarem em questões relativas à alocação eficiente e eficaz de recursos, à necessidade de avaliar resultados de unidades e desempenhos de gestores sob a óptica dos aspectos operacional, económico, financeiro e patrimonial das actividades desenvolvidas nas organizações. As medidas de desempenho tradicionais raramente fornecem um conjunto organizado de informações que dê efectivo suporte ao processo de formulação de estratégias.

Conforme Berman e Knight (2007), o aprendizado de novas ferramentas por partes dos gestores fornece competências úteis, que podem ser adquiridas pelo trabalho da aprendizagem e do desempenho profissional, e auxiliam em um melhor rendimento na

participação das sessões de planeamento estratégico, ou seja, garante que um gestor possa participar plenamente no sucesso financeiro de sua empresa

De acordo com Marques (2004, p. 46) a contabilidade como sistema de informação para gestão “Valoriza os recursos postos à disposição da empresa, as obrigações contraídas e os meios utilizados na obtenção desses recursos, bem como seus direitos assumidos e os meios obtidos na transmissão dos bens e dos serviços produzidos”.

Neste sentido, reavaliar as demonstrações financeiras e o papel da contabilidade de gestão no mundo contemporâneo é inserir modernas técnicas de avaliação de medidas de desempenhos das entidades com vista a expor um relatório mais completo e o mais próximo da realidade. As ferramentas contabilísticas têm conquistado um grande espaço na visão estratégica empresarial do mundo moderno. A utilização de modernos métodos de análises económico-financeiras, nos trabalhos de contabilidade de gestão, como o EVA[®] vem complementando as tradicionais demonstrações financeiras, demonstrando uma qualidade mais avançada de mensuração dos dados contábeis bem como um maior complemento e aperfeiçoamento das informações prestadas à organização e à sociedade. As informações decorrentes da implantação da metodologia EVA[®] nas organizações, possibilitará com que o executivo identifique as áreas da empresa que criam ou destroem valor.

Conforme O'Hanlon e Peasnell (2000, 2002) faz-se necessário um exame em profundidade do campo de estudos das experiências referentes as empresas que implementaram o EVA[®]. A utilização do EVA[®], pela contabilidade de gestão, poderá ajudar na avaliação da eficiência administrativa focando a selecção de projectos e monitorizando a performance financeira da empresa nas operações de planeamento e controlo, principalmente para identificar, valorizar e premiar as áreas da empresa que estão cumprindo seu papel de contribuir com a adição de valor.

Conforme o estudo de caso efectuado por McLaren (2005), a utilização do EVA[®] pode conduzir à uma melhor tomada de decisão através de um enfoque sobre o capital próprio e o custo de capital e os principais drivers de valor.

Finalmente, a pesquisa efectuada por este autor mostrou que o EVA[®] pode ser colocado em prática pelas sociedades cotadas e não cotadas. Embora as empresas não cotadas poderão não utilizar da cotação do mercado para a estimativa do custo de capital, a abordagem fundamental é a mesma citada para as demais empresas. Alguns casos de implementação e aprovação da aplicação do EVA[®] foram efectuados por McCormack e Gow (2001) e Cuganesan, Free e Briers (2004).

Como destaca Cagle, Smythe Jr. e Fulmer (2003), embora cada empresa seja diferente, as experiências de um estudo de caso, conforme relatado neste trabalho, deverá ajuda outras pessoas no processo de execução de implementação do EVA[®] .

Capítulo 2: Revisão da Literatura

Neste capítulo faz-se uma discussão sobre as medidas de desempenho e criação de valor, cuja principal métrica abordada é o EVA[®]. Nesse sentido, será explicado em tópico específico sua vantagem, sua relação com o MVA^{®2}, seu cálculo e limitações da sua utilização.

2.1 Medidas de Desempenhos

A crescente demanda por rapidez na tomada de decisões empresariais ocasionada pela dinâmica, característica de uma economia globalizada, onde as distâncias se reduzem cada vez mais, tem levado as empresas a buscarem de forma cada vez mais ágil, métodos eficientes e seguros de análise de desempenho financeiro e económico, que irão permitir enfrentar a concorrência e os desafios da gestão na era do conhecimento.

A literatura inerente à medida de desempenho destaca que, para se obter um ambiente eficaz de gestão, é necessário incorporar um sistema de medidas que assegure as directrizes das actividades como objectivo maior da organização. O processo decisório na organização é subsidiado por um processo eficaz de avaliação de desempenho económico-financeiro quando, a empresa por necessidades estratégicas e de diferenciação, requisita dados económicos e financeiros pertinentes a sua situação. Muito dos projectos de desenvolvimento de novos produtos, prospecção de novos clientes, campanhas publicitárias, associação com outras empresas do ramo, enfim várias acções que objectivam tão-somente o crescimento organizacional, somente serão efectuados na prática, ou terão seu desenvolvimento iniciado, a partir do momento em que se tenha dados quantitativos que reflectam a situação económico-financeira da organização.

De acordo com Kaplan e Norton (1993) durante os anos 80, produziu-se um interessante debate sobre a relevância dos indicadores proporcionados pela contabilidade de gestão nas medições dos rendimentos das empresas industriais.

² Marca registada da Stern Stewart & Co.

O desenvolvimento e a aplicação de um conjunto equilibrado de medidas propiciam o melhor uso das medidas existentes e, ao ampliarem os sistemas de mensuração, provocam a melhoria do desempenho da organização (Kaplan e Norton, 1993).

Neste sentido, conforme Ostrega *et al.* (1993), apesar do objectivo das actuais informações contábeis ser o de subsidiar os gestores, no aprimoramento da eficiência e eficácia das operações, as informações fornecidas pelos sistemas de contabilidade de gestão não têm, algumas vezes, tido sucesso nesse objectivo.

Nesta direcção, a literatura empírica sugere que até à data não há uma medida contabilística que sirva de base (Ali El Mir e Seboui, 2006; Chen e Dodd, 1997; Kaur e Narang, 2008; Lehn e Makhija, 1997; O'Hanlon e Peasnell, 1998; Riahi-Belkaoui, 1993; Rogerson, 1997). Ou seja, esta medida seria inestimável para provar as diferentes partes interessadas sobre o desempenho da empresa.

Como destaca Tortella (2004, p. 108), as críticas efectuadas decorrem de alguns aspectos tais como:

- a) A contabilidade de gestão tenha perdido a sua relevância e originalidade e a sua relevância para tomada de decisões e controlo por influência da contabilidade financeira cujo interesse está na valorização das existências e no cálculo do resultado.
- b) Os indicadores mais utilizados na contabilidade de gestão (i.e., retorno sobre o investimento, ROI) são relativamente manipuláveis, porque um resultado negativo ou abaixo do esperado poderá acarretar um atraso no investimento ou mesmo num desinvestimento.
- c) De acordo com poucas excepções, não houve inovações em técnicas e ferramentas de contabilidade e controlo de gestão no período, desde o século XX até ao início dos anos 80.

Em função disso cresce o número de defensores para o uso de múltiplos indicadores de desempenho no ambiente empresarial. Diversas medidas financeiras são largamente utilizadas para medir o desempenho das empresas, tais como Resultado Líquido, Rendibilidade das Vendas, EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), Fluxo de Caixa, Rendibilidade do Activos, Rendibilidade do Capital Próprio, entre outras.

Peixoto (2002) destaca que em Portugal existe pouca informação sobre quais os indicadores de desempenho privilegiados pelas empresas e sobre a adopção de novas medidas de desempenho.

O índice de desempenho como retorno sobre investimentos – ROI (*Return on Investments*) é um indicador importante mas não expressa a real criação de riqueza de uma empresa. Saber medir e interpretar os dados resultantes dos principais métodos de cálculos de índices económico-financeiros que subsidiarão a tomada de decisão nas organizações é o grande desafio aos gestores na actualidade.

A mensuração de desempenho financeiro apresenta-se de diversas formas, aplicando por conseguinte diferentes métodos de medição e análise. As medidas de desempenho apresentadas estão baseadas nos pilares centrais da teoria de finanças: Optimização ao longo do tempo; avaliação de activos e administração de riscos. Onde constam os conceitos básicos para o entendimento dessas medidas como instrumentos de controlo que tem por objectivo a mensuração de criação de valor nas organizações.

2.1.1 Medidas de desempenho baseadas nos resultados.

A área de medidas de desempenho financeiro está a ser muito debatida actualmente. A comunidade académica procura manter-se actualizada, em relação a essas métricas, por meio de testes empíricos. As principais medidas de desempenho adoptadas pelas empresas são baseadas nos resultados contabilísticos. Estas medidas têm como vantagem e simplicidade de cálculo, mas têm vindo a ser considerada como medidas inapropriada de desempenho operacional por vários autores (Neves, 2000c; Peixoto, 2002).

Eitman, Stonehill e Moffett (2002) comentam que a avaliação da comunidade académica ainda não consta, mas que se pode dizer com segurança, que aquelas empresas que utilizam algumas das novas métricas financeiras estão a lutar para atingir os desejos dos accionistas, ou seja, o uso da bússola administrativa que oferecerá os sinais correctos para aumentar a riqueza dos detentores de capital.

As demonstrações financeiras publicadas por uma determinada empresa podem atender às necessidades de vários usuários ao mesmo tempo. Os usuários das informações contábil e os *stakeholders* (são grupos de pessoas ou instituições que têm um vínculo económico directo com a entidade, independente de sua forma de constituição: empregados, fornecedores, legislador, clientes, etc.). Essas informações podem ser adoptadas para cada tipo de utilização.

A determinação da rentabilidade da organização e os desempenhos das empresas, em geral, são efectuados por medidas tais como: Resultado do Líquido do Exercício ou Lucro Líquido; Rendibilidade do Activo - ROA (*Return on Assets*); Rendibilidade dos capitais próprios ou Retorno sobre o Património Líquido - ROE (*Return on Equity*); Rentabilidade Líquida das Vendas – ROS (*Return on Sales*). Tais medidas, habitualmente, são baseadas nos resultados contabilísticos. Essas medidas de desempenho não incluem a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos accionistas.

As medidas de desempenho baseadas nos resultados líquidos têm vindo a ser criticadas na literatura (Biddle, Bowan e Wallace, 1997; Chen e Dodd, 1997; Copeland, Koller e Murrin, 2000; Ferguson, Rentzler e Yu, 2005; Kaur e Narang, 2008; O’Byrne, 1997; O’Hanlon e Peasnell, 2000; Stewart. 2003).

Esses autores afirmaram a importância de se considerar como base o capital utilizado na organização. Embora o resultado líquido ou lucro é amplamente utilizada como uma medida de desempenho, como discutidas acima, existem uma série de contradições quanto a sua eficácia. Uma destas contradições é a sua falta de foco sobre o capital necessário para criar esse resultado. Ehrbar (1999) salienta que uns dos enviesamentos dos resultados são a amortização acelerada dos activos, a amortização do *goodwill* e o reconhecimento de dívidas incobráveis.

O Quadro 2.1 seguinte apresenta uma visão global sobre as medidas de desempenho baseada na rentabilidade mais utilizada na prática.

Quadro 2.1: As medidas de desempenho baseadas na rentabilidade mais utilizadas na prática.

Medida de Desempenho	Definição
Rendibilidade líquida das vendas (ROS) ³	<u>Resultados líquidos</u> Vendas
Rendibilidade dos capitais próprios (ROE) ⁴	<u>Resultados líquidos</u> Capitais próprios médios
Rendibilidade líquida do activo (ROA) ⁵	<u>Resultados líquidos</u> Activo total médio
Rendibilidade do investimento (ROI) ⁶	<u>Resultados líquidos + juros (1-T)</u> Activo total médio
Rendibilidade do activo (ROA) ⁷	<u>Resultados operacionais- (impostos+juros x T)</u> Activo total médio
Rendibilidade do capital investido (ROIC) ⁸	<u>Resultados operacionais – impostos ajustados</u> Capital investido
Rendibilidade do activo bruto (ROGA)	<u>Resultados operacionais–impostos ajustados+ amort.</u> Capital investido + amort. acumuladas

Fonte: Adaptado de Peixoto (2002).

³De acordo com Peixoto (2002), consoante o numerador, tem se uma noção da rentabilidade das vendas diferente. Assim, segundo Neves (2002b), poderemos ter: Rendibilidade operacional das vendas = Resultados operacionais

Vendas

⁴ Definição de Brealey e Myers (2007).

⁵ Definição de Damodaran (2002).

⁶ Definição de Damodaran (2002).

⁷ Definição de Brealey e Myers (2007).

⁸ Definição de Copeland et al. (2002).

Brealey, Myers e Allen (2007) e Copeland *et al.* (2000) referem que o problema do resultado líquido expresso pela contabilidade é o mesmo que reflecte uma série de opções mais ou menos arbitrárias, podendo ser substancialmente alterado por meio de ajustamentos contábeis diferenciados.

Conforme Worthington e West (2001), o resultado contabilístico, a rendibilidade do capital próprio, a rendibilidade do investimento e a rendibilidade do activo, estão entre as medidas de desempenho os mais comumente utilizados, tais medidas são muitas vezes criticados devido:

- Não considerar o custo total de capital;
- Por os resultados estarem influenciados pelas convenções da especialização dos exercícios, ou seja pela adopção de critérios contabilísticos.

As análises feitas por indicadores baseados nos demonstrativos contabilísticos estão a ser substituídas no modelo baseado na gestão de valor, por medidas indicativas do sucesso económico que incorporam o valor agregado aos accionistas (Assaf Neto, 2003).

Corroborando, Rappaport (2005) acrescenta que para encontrar o valor de uma empresa, os analistas devem ir além das demonstrações financeiras. Na avaliação da viabilidade e crescimento das vendas e fluxo de caixa, os gestores devem pesar factores como o crescimento potencial do sector, a posição competitiva da empresa, o provável comportamento dos concorrentes, mudanças tecnológicas e a qualidade da gestão financeira da empresa.

Alguns autores (Assaf Neto, 2003; Copeland *et al.*, 2000; Rappaport, 1998, 2006; Stewart, 1991; Worthington e West, 2001) defendem que a tendência mundial de buscar novos mecanismos de avaliação de desempenho reside no fato de que os modelos tradicionais estão excessivamente apoiados em dados históricos oriundos da contabilidade e não consideram a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos sócios.

Além disso, esses modelos não apresentam nenhuma alternativa para tratar o risco associado à incerteza com relação aos resultados. Informações contábeis diversas das que são tradicionalmente publicadas são de extrema importância para atender à expectativa dos mais variados tipos de usuários.

No processo de avaliação de investimentos uma medida financeira comumente utilizada por executivos e administradores, também utilizada pela empresa em estudo a EMPB, é o chamado ROI (*Return on Investments* – Retorno sobre o Investimento), o qual é definido por Horngren, Foster e Datar (2000) e Friedlob e Plewa Jr. (1996) sendo “o resultado líquido contábil dividido pela medida contabilística do investimento”. Entretanto, autores como Garrison e Noreen (2001) consideram como medida contabilística do resultado o *Earning before interest and taxes* (EBIT) ou seja o resultado operacional antes dos impostos e juros e, como média contável, sendo o investimento, o activo operacional médio. O ROI foi desenvolvido pela empresa *Du Pont* e revela-se como uma percentagem decorrente da razão do resultado líquido pelo capital investido (neste caso considera que o activo equivale ao capital investido na empresa), o ROI tem como objectivo incorporar a base de investimento, uma medida de desempenho e para tanto, utiliza-se de três componentes da rentabilidade: Receita, Custo e Investimento.

O numerador e o denominador do ROI são definidos de forma diferente pelas empresas, podendo algumas empresas no denominador utilizar o activo, que poderá incluir ou não a amortização. Algumas empresas podem optar pelo resultado líquido operacional no numerador, outras pelo resultado líquido após o imposto sobre o rendimento. Entende-se como activo operacional médio os activos mantidos pela empresa para fins da sua actividade económica, ou seja, caixa, clientes, mercadorias, edifícios e equipamentos.

Nessa direcção Assaf Neto (2003), Copeland *et al.* (2000), Rappaport (2006), citam que o gestor deve procurar identificar nas demonstrações financeira da empresa quais são os itens do activo, aqueles que são utilizados pela organização para o desenvolvimento pleno de suas actividades operacionais propriamente ditas. A identificação da estrutura dos activos operacionais possibilita a verificação da existência de activos improdutivos que poderão de certa forma estar sendo subutilizados, proporcionando custos indevidos, o que prejudica a

performance operacional da empresa. A identificação e mensuração, permitirá não só a empresa manter activos compatíveis com a sua real necessidade, como a impedirá de que realize custos desnecessários para a manutenção destes activos. Hansen e Mowen (2001), Kaplan (1997), Lehn e Makhija (1997) e Rappaport (1998) ressaltam que o retorno sobre o investimento (ROI) é a medida mais comum de desempenho para um centro de investimento. Mas também possuem algumas desvantagens, como desencorajar gestores a investirem em projectos que diminuiriam o ROI da divisão mas que aumentariam o resultado líquido do exercício da empresa como um todo e o ROI motiva comportamentos míopes, nos quais o gestor pode focar a curto prazo em detrimento do longo prazo.

Esta desvantagem desta medida levou algumas empresas a adoptar o conceito de Resultado Residual (RR) que, segundo Hansen e Mowen (2001) é “a diferença entre o resultado operacional e o retorno mínimo em unidades monetárias exigido sobre os activos operacionais de uma empresa”, resultando a equação (2.1):

$$\text{RR} = \text{Resultado operacional} - (\text{taxa mínima de retorno} \times \text{activos operacionais}) \quad (2.1)$$

Utilizando o Resultado Residual os gestores são encorajados a aceitar qualquer projecto de investimento que seja superior a taxa mínima de retorno estipulada pelos investidores, porém, exige um cuidado especial na avaliação em valores absolutos que podem iludir, a primeira vista, caso não seja medido em valores relativos, como um valor residual de 300.000 € contra um de 100.000 € quando o primeiro utilizou 15.000.000 € de investimentos e o segundo apenas 2.500.000 € o que representa, em valores relativos a um retorno residual de 2% para o primeiro e de 4% para o segundo.

As medidas de desempenho baseadas nos resultados assegura para a maioria dos usuários as informações necessárias. Porém, quando se procura obter o custo de oportunidade do negócio para a realização de um investimento, tal informação não é suficiente para atender todas as suas necessidades.

Segundo Brealey, Myers e Marcus (2003), o custo de oportunidade de capital é considerado como a taxa de retorno esperada desprezada ao se investir em um projecto. Medidas de desempenhos baseadas nos resultados são possíveis de distorções no resultado líquido e não evidenciam a necessidade de investimento ou o risco do negócio. Kaplan e Norton (1997) citam que os indicadores financeiros são inapropriados para os gestores utilizarem num ambiente competitivo, devido a tal métricas terem por base dados históricos que não reflectem o percurso da organização num ambiente competitivo.

2.1.2 Medidas de desempenho periódicas baseadas no valor

A necessidade de adoptar novas posturas de gestão eficientes e eficazes fez com que um número cada vez maior de empresas adoptasse uma nova filosofia de gestão concentrada no valor. Devido às rápidas mudanças ocorridas no mundo, onde a busca incessante por resultados é constante, o aspecto do valor acrescentado tem sido cada vez mais questionada e discutida nas empresas (Baum, Sarver e Strickland, 2004; Borges, 2004; Davies *et al*, 1999; Fabozzi e Grant, 2000; Jiang e Li, 2008; Neves, 2002a; Rocha (s.d.)) .

Com o aumento da pressão sobre as empresas para oferecer valor aos accionistas, tem havido uma busca por medidas de desempenho financeiro e corporativo que contenha planos que incentivem os gestores no aumento de valor para os accionistas. O comportamento dos gestores das empresas está a ser influenciado devido a não capacidade de se prever valores e à dificuldade de não obtenção de medidas estratégicas de desempenhos que indicam tendências nas projecções dos analistas financeiros.

Neves (2005, p. 47) comenta que “ as métricas do valor criado para o accionista têm gerado alguma polémica [...]. Quanto ao mérito de cada uma enquanto indicador de valor para o accionista e [...]. Quanto às questões de registo e direitos de autor”.

A abordagem com foco nas medidas de desempenho baseadas no valor possibilita a criação de valor decorrente da maior performance operacional e económica, da mensuração da análise da estrutura e do custo de capital, através de meios adequados.

A possibilidade de verificação da estrutura de capitais e de recursos aplicados proporciona vantagens competitivas ao negócio, decorrente da tomada de decisões bem orientadas sobre como investir, a utilização e a exploração de recursos que geram valor para a empresa, bem como sua influência no resultado final. Quando o custo da estrutura de financiamento da empresa é superado pelo seu resultado operacional diz-se que houve geração de valor, caso contrário, há destruição de valor. As principais métricas de retorno que consideram o custo de capital são: *Shareholder Value Added* (SVA), *Cash Value Added* (CVA), *Economic Value Added* (EVA[®]) ou Valor Económico Adicionado e o *Market Value Added* (MVA[®]). Sendo estes últimos os que mais se destacam devido à popularização da marca comercial nos Estados Unidos e a sua simplicidade de aplicação.

A medida de desempenho baseada no valor *Shareholder Value Added* (SVA) foi desenvolvido por Alfred Rappaport e pela empresa LEK/Alkar Consulting Groupe. O SVA é uma análise de desempenho real do fluxo de caixa comparado ao projectado. Conforme Rappaport (1998) para acrescentar valor por um longo período, as entradas de caixa operacionais devem aumentar a uma taxa superior em relação aos incrementos de investimentos efectuados pela empresa. Segundo Peixoto (2002), o modelo SVA baseia-se no modelo de avaliação do custo médio ponderado de capital, em que o valor para os accionistas representa o valor económico absoluto dos capitais próprios, com base num cenário projectado. Rappaport (1998) define o SVA pela seguinte fórmula:

$$\text{SVA} = \text{Valor actual dos fluxos de caixa} + \text{valor actual de liquidação} - \text{Valor actual do valor de liquidação.} \quad (2.2)$$

A premissa do SVA é de descontar os fluxos de caixa estimados futuros para o presente e calcular o valor da organização. Mendes (2004) afirma que *Shareholder Value Added* corresponde a uma adaptação do conceito do EVA[®] para fins de avaliação do desempenho de gestores de unidades de negócios.

O modelo *Cash Value Added* (CVA) ou *Residual Cash Flow* (RCF) foi desenvolvido em cooperação entre o *Boston Consulting Group* e a *HOLT Planning Associates*. *Cash Value Added* trata-se de uma metodologia de cálculo do valor adicionado com base em caixa, o que possibilita a eliminação das distorções provocadas pelos métodos contabilísticos por utilizar o fluxo de caixa ao invés dos lucros e o caixa investido ao invés do capital a valor contábil.

Segundo Neves (2005), a fórmula para o cálculo do CVA é a seguinte:

$$\boxed{\text{CVA} = \text{RCF} = \text{MOLI} - K_m * \text{CI}} \quad (2.3)$$

Em que o MOLI representa os meios libertos operacionais líquidos de impostos, o K_m o custo do capital investido e o CI o total de recursos captados pela empresa. De acordo com Neves (2005, p. 100):

O CVA é uma fórmula idêntica à do EVA, só que em vez de usar os resultados operacionais líquidos de impostos (ROLI) utiliza os meios libertos operacionais líquidos de impostos (MOLI). [...] facilmente se conclui que o CVA mais não é do que o resultado residual (ou EVA) adicionado de amortizações e provisões.

O modelo EVA[®] (*Economic Value Added*), valor económico adicionado, foi patenteado pela empresa de consultoria americana *Stern Stewart & Company*, por levar em consideração o custo de oportunidade do capital próprio trouxe novidade para os métodos tradicionais já conhecidos. O EVA[®] é uma medida de rendimento residual, que subtrai os encargos de capital aos resultados operacionais gerados. Segundo essa medida de desempenho, a companhia só gera valor para os accionistas se os seus resultados operacionais forem maiores que o custo de todo o capital utilizado em suas operações, sendo este capital o próprio ou o de terceiros, normalmente captado no mercado financeiro. Os criadores da marca afirmam actualmente que o EVA[®] aumentou a percepção dos gestores financeiros para a importância do custo do capital na gestão da organização.

Lehn e Makhija (1997) definem o *Market Value Added* - MVA[®] como sendo a diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor económico do capital empregado. O MVA[®] mensura o valor das acções e o valor presente da empresa.

Stewart (1991) enfatiza que o MVA[®] é o valor presente dos EVA[®]'s futuros projectados. Ou seja, para Stewart (1991, pág. 174) “maximizando-se o valor presente do EVA[®] equivale a exactamente a maximização do valor intrínseco do mercado”. A próxima secção aborda de forma mais abrangente a medida de desempenho EVA[®], o seu cálculo, vantagens e desvantagens em sua utilização para a empresa.

2.2 O *Economic Value Added* - EVA[®]

Em busca de uma nova medida de desempenho, surge então o Valor Económico Adicionado, conhecido também como Valor Económico Acrescentado ou – EVA[®] (*Economic Value Added*) surge pela necessidade de uma medida de desempenho baseada em valor como uma ferramenta que permite mensurar a criação de valor da empresa, do qual aqui tratamos.

O uso do EVA[®], como medida de desempenho, pode ser encontrado em mais de 845 artigos entre revistas científicas e especializadas em gestão, finanças e administração, acessíveis por pesquisas internacionais de biblioteca acessíveis via internet. Nelas constam comentários, divulgação, aplicação bem como críticas e elogios sobre a referida métrica.

O EVA[®] não é uma descoberta recente. Trata-se de uma medida de desempenho económico definido pelo resultado operacional subtraído dos custos de capital. O Valor Económico Adicionado não é um conceito novo como *a priori* pode parecer. O termo Renda Residual (ou lucro residual) foi utilizado pela primeira vez por Alfred Marshall, em 1890, como sendo uma medida representativa do ganho líquido menos o juro sobre o capital próprio investido à taxa corrente. Mais tarde, numa oportunidade de quantificar Resultado Económico, foi efectuado por David Salomão (1965) como a diferença ente duas quantidades: a do resultado líquido e o custo de capital. Esta medida de Resultado Residual é definida em termo do resultado operacional pós-impostos menos a cobrança do custo do capital investido.

Este conceito, no entanto, foi introduzido definitivamente na literatura da administração financeira a partir do primeiro ano da década de 90, nos Estados Unidos, em decorrência de estudos conduzidos pelos americanos Joel Stern e G. Bennett Stewart III, cujo termo - *Economic Value Added* – EVA[®] foi posteriormente patenteado pela empresa de consultoria e auditoria *Stern Stewart & Co.* da qual se tornaram sócios e fundadores. Tendo como base a divulgação das suas ideias, o livro “*The Quest of Value*” descreve o conceito do EVA[®], evidenciando os cálculos com aplicações práticas. A popularidade do EVA[®] decorre do sucesso na comercialização e implantação pelo proprietário da marca *Stern Stewart*.

Outro ponto importante é que a medida de desempenho EVA[®] valoriza princípios que são importantes para os accionistas e investidores numa análise de empresas. Myers (1996), entre outros autores, chegou a seguinte conclusão: “ O facto é que o EVA[®], ROI e todas as outras medidas são premissas dos princípios fundamentais de economia que há 20 anos fora chamado de Resultado Residual”. Ou seja, o EVA[®] é uma remodelação de princípios fundamentais de finanças corporativas e de gestão financeira já conhecidos.

Conforme comenta Neves (2000c), o desenvolvimento do EVA[®] resulta essencialmente da boa campanha de marketing e relações públicas da *Stern Stewart & Co.* em torno da marca. Entretanto, Higgins (2007) afirma que o EVA[®] se tornou atraente, depois de tantos anos, pelo facto de integrar três funções administrativas cruciais: análise de investimento, avaliação de desempenho e remuneração por incentivos. Juntas estas três funções, têm por objectivo influenciar positivamente o comportamento da administração. A *Harvard Business Review* (revista geral de gestão, propriedade da *Harvard Business*) sugere que a crescente popularidade do EVA[®], reflecte entre outras coisas, as exigências da era da informação para uma medida de “ produtividade total dos factores”.

Segundo Stern e Stewart (1995), resultado líquido, resultado por acção e medidas de rendibilidade são medidas enganosas de desempenho e a melhor medida de performance periódica é o valor económico adicionado. O EVA[®] é a medida de desempenho financeiro que se aproxima de qualquer outra medida de captar o verdadeiro resultado da empresa, sendo também a medida que está mais ligada à criação de riqueza ao accionista ao longo do tempo.

Ehrbar (1999) cita que o EVA[®] é uma sigla para valor económico agregado e uma medida de desempenho empresarial, que difere da maioria das demais, ao incluir uma cobrança sobre o resultado operacional pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza. O EVA[®], dependendo da empresa, pode ser apresentado sob diferentes nomenclaturas, tais como: *Economic Profit* - EP (Lucro Económico); *Residual Income* – RI (Rendimento Residual) e *Economic Value Management* - EVM (Gestão do Valor Económico). Estes termos passaram a ser usados principalmente como forma de evitar possíveis problemas decorrentes de limitações referentes à utilização da marca registada.

A ênfase é a mesma em todas as abordagens, mensurar a real rentabilidade da operação por meio da comparação da rentabilidade líquida da operação após os impostos e o custo total do capital empregado na operação. O EVA[®] - Valor Económico Adicionado é a medida de desempenho económico que mostra com maior precisão o resultado económico verdadeiro de uma empresa. Sendo desta forma a medida de desempenho ligada directamente à criação de riqueza ao accionistas (Stewart, 1991; Ehrbar, 1999).

O principal objectivo de uma empresa é a maximização dos resultados dos detentores de capital, isto é, remunerar os donos do dinheiro. Criar valor para uma organização, é aumentar o seu valor adicionado, seja tornando os custos mais baixos, eliminando processos que não adicionam valor, etc. Adicionar valor é de facto produzir um maior retorno financeiro do investimento efectuado (Abdeen e Haight, 2002; Cagle *et al.*, 2003; Chen e Dodd, 2001; Christensen, Feltham e Wu, 2002; Copeland *et al.*, 2000; Fountaine, Jordan e Phillips, 2008; Young e O'Byrne 2003).

Autores como Bastos (1999), Cagle *et al.* (2003), Carrilo (2006), Chen e Dodd (1997), Cuganesan *et al.* (2004), Ehrbar (1999), Ferguson *et al.* (2005), Griffith (2006), Kaur e Narang (2008), Lovata e Costigan (2002), Martin, Petty e Rich (2003), McLaren (2005), Peixoto (2002) e Young e O'Byrne (2003) realizaram estudos com o objectivo de analisar o EVA[®] como um dos principais indicadores financeiros, buscando a geração de valor nas organizações.

Stern, Stewart e Chew, Jalbert e Landry (2003) definem o EVA[®] como o benefício nato da exploração depois dos impostos (*Net Operating Profit After Taxes* - NOPAT), ou seja, o resultado operacional após o imposto sobre o rendimento deduzido do respectivo WACC (*Weighted Average Cost of Capital* - Custo Médio Ponderado de Capital). O WACC deve representar o efectivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado económico obtido. Os componentes utilizados para obtenção do EVA[®] são o NOPAT e os Encargos do Capital. Em suma, o Valor Económico Adicionado representa o valor obtido a partir do resultado operacional da empresa após o Imposto sobre o rendimento, do qual se deduz o custo de todo o capital empregado na sua geração, independentemente de ser capital próprio ou de terceiros.

Como destaca Tortella (2004), a medida de criação de valor proporcionada pelo EVA[®] tem sido utilizada como guia na hora de tomar decisões de investimentos. A medida EVA[®] têm sido, frequentemente, introduzida no sistema de compensação de incentivos aos gestores das empresas. Para Ehrbar (1999), as medidas tradicionais de análise de desempenho utilizadas, tais como Resultado por acção, Resultado do período e Retorno sobre Investimento, não são medidas suficientemente claras e consistentes.

As diferenças entre o Valor Económico Adicionado e outras medidas tradicionais de desempenho, decorrem pelo facto do objectivo da mensuração de criação de valor é a utilização de informações muito mais abrangentes, tais como o custo do capital utilizado, o risco do negócio e o valor actual do dinheiro. Os criadores do EVA[®] assumem que qualquer incremento da medida EVA[®] na empresa incrementa o valor desta com a riqueza dos accionistas (Chen e Dodd, 1997).

O EVA[®] será positivo quando os retornos operacionais líquidos da empresa ou unidades de negócios excedem o custo do capital investido nesse negócio. Um EVA[®] positivo adiciona valor para os accionistas. Quando o custo do capital investido no negócio supera os retornos operacionais líquidos da empresa ou unidade de negócio, a empresa está a desvalorizar para o accionista. Neste caso o EVA[®] é negativo. Um EVA[®] negativo poderá levar a uma diminuição dos investimentos a serem efectuados e com isso a um descomprometimento da continuidade da organização.

A empresa pode tomar medidas correctivas e preventivas, ao identificar os pontos de criação ou destruição de valor, tais como reestruturação do capital utilizado e das actividades desenvolvidas. Um gestor de uma unidade pode melhorar o EVA[®] aumentando os resultados ou reduzindo o capital utilizado (Myers, 1996).

A metodologia do valor económico adicionado, verifica, com critérios técnicos, num período estabelecido, se a empresa está a criar ou a destruir valor económico aos accionistas possibilitando à gestão uma visão clara e rápida do negócio, assim como a identificação das causas, progresso e desempenho da estratégia adoptada.

O objectivo principal da incorporação dos conceitos e instrumentos com foco na Criação de Valor é a concentração de esforços necessários para incrementar operacionalmente os negócios e maximizar a riqueza do accionista a longo prazo (Criação de Valor Adicionado). Valor é um conceito de continuidade. É quando um empreendimento ou negócio é capaz de gerar um retorno que compense o custo dos capitais. O negócio pode apresentar resultado líquido mas não ter continuidade. Se o negócio não pode proporcionar, por exemplo 15% de rentabilidade sobre os capitais investidos, não tem continuidade, mesmo apresentando resultado líquido positivo. O que realmente interessa é a continuidade. Ao inserir os conceitos de EVA[®] na análise de desempenho das organizações permite que as mesmas possam reaver o Planeamento Estratégico, limitando o risco e proporcionando a eficiência financeira.

Embora usuais e práticos conceitos tradicionais de análise empresarial como resultado por Acção e ROI têm reconhecidas deficiências e imprecisões, por não mensurar adequadamente o resultado dos negócios sob a óptica de incremento da riqueza do accionista, como, também, não servem para julgar o desempenho dos executivos.

Nesta linha de pensamento, Ehrbar (1999) cita que o EVA[®] pode ser utilizado como um quadro estratégico para a tomada de decisão. Por ser uma ferramenta que possibilita medir tanto o desempenho histórico como futuro de uma empresa, ao evidenciar as características que levam à criação e destruição de valor e ao proporcionar uma nova visão a investidores e analistas.

Existem algumas maneiras de aumentar o EVA[®] para a maximização da riqueza dos detentores de capital conforme Ehrbar (1999):

- a) Redução de custos e impostos com intuito de operar de forma eficiente para uma maior obtenção do retorno sobre o capital aplicado no negócio;
- b) Empreender todos os investimentos nos quais o aumento do NOPAT será maior do que aumentos de encargos de capital, portanto, investir em crescimento rentável, empreendendo todos os projectos com valor líquido positivo presente;
- c) Quando os retornos esperados são menores do que o custo do capital investido deverá ser efectuado uma retirada de capital destas operações, através do não reinvestimento, liquidação de activos e actividades que não estejam a gerar retornos iguais ou maiores do que o custo de capital. Algumas medidas nesta área são a venda de activos que valham mais para outros, operações como redução de stocks e aceleração de contas a receber.

2.2.1 Vantagens da Utilização do EVA[®]

Conforme Bastos (1999), o EVA[®] tem a capacidade de indicar onde algum valor adicional pode ser criado (ou destruído), pela análise dos quatro pilares básicos:

- **Operacional** – aumentar o retorno para a mesma base de capital por meio de corte de custos, aumento de resultados ou economia de impostos;
- **Financeiro** – reduzir o Custo de Capital;
- **Investimento** – investir capital adicional em projectos com valor presente líquido positivo;
- **Racionalização** – desinvestir Capital de projectos com valor presente líquido negativo.

Para Stewart (1991, 1994), Young e O'Byrne (2003) o EVA[®] é o método que melhor consegue identificar a relação entre os resultados de uma companhia e o preço no mercado das suas acções, quando os resultados relatados são ajustados, tratando as despesas com desenvolvimento como investimento, em vez de tratá-las como custos.

Forker e Powell (2008) afirmam que uma das características da medida de desempenho EVA[®] é que esta medida satisfaz as condições das métricas baseadas em valor, ou seja, reconhecer um encargo para o custo do capital próprio, deixando assim visível o valor acrescentado após a remuneração dos capitais. O EVA[®] possibilita a descoberta de vários *insights* que seriam muito mais difíceis de perceber através de análises tradicionais.

O índice EVA[®] difere das métricas tradicionais por estar mais identificado com a criação de valor para os accionistas e por considerar todos os custos dos capitais investidos (capitais próprios e alheios), torna-se uma medida completa uma vez que, possibilita a identificação da eficiência com que o capital está a ser aplicado. Ao inserir na empresa o conceito de EVA[®], a gestão passa a verificar a real necessidade de investimentos a serem realizados, evitando com essa operação que gastos desnecessários aconteçam, elevando o retorno sobre o capital investido (Kaur e Narang 2008; Jalbert e Landry, 2003). Nesse contexto, uma das características do EVA[®] é a evidenciação de todos os recursos que foram necessários empregar para gerar um determinado resultado operacional, responsabilizando os gestores da empresa pela utilização desses recursos.

Deste modo, ele mede o valor gerado em excesso ao retorno mínimo requerido pelos fornecedores de capital da empresa (terceiros e accionistas). Pode ser acompanhado periodicamente ao longo do tempo, ao contrário das métricas tradicionais que não diferenciam períodos de grande investimento e performance operacional e de gestão. Alguns ajustes deverão ser efectuados no cálculo do EVA[®], com o intuito de corrigir distorções contabilísticas (Chen e Dodd, 1997, 2001; Stewart, 1991, 1994; Young e O'Byrne, 2003).

Higgins (2007) considera que um atributo importante do valor adicionado é que o valor presente dos fluxos anuais de EVA[®] de um investimento é igual ao Valor Presente Líquido do investimento, permitindo que desta forma se possa falar de avaliação de investimentos em termos de EVA[®] em vez de Valor Presente Líquido.

O estudo efectuado por Cuganesan *et al.*, (2004) verificou que a implementação do EVA[®] não se baseia em tomar decisões sobre as receitas, custos e otimizar a alocação de capital, mas também a implementação e o cálculo do EVA[®] na unidade de clientes. Atribuindo aos clientes não apenas os custos das actividades que eles consomem, mas também os custos de capitais que sustentam as interacções com eles. Esse tipo de análise exige consenso com relação a imputação de custos à unidade clientes, a diferenciação em termos de actividade e os diferentes custos de capital.

Além disso, tal como assinalado por Copeland *et al.* (2000), a criação de valor ao accionista não leva apenas à gestão mais eficaz das corporações, mas, também, ao aumento da produtividade das operações, oportunidades de trabalho e aumento da renda *per capita*.

Nessa direcção existe uma correlação entre o EVA[®] e a eficiência das operações e da gestão dos elementos patrimoniais, decorrente de que uma baixa eficiência das operações, resultará em resultados operacionais menores, custos de capital mais elevados do que o necessário e um EVA[®] reduzido.

O EVA[®] é um indicador de performance que estima a eficiência na gestão das operações e do capital e que permite a criação de um sistema de incentivos directamente ligado ao desempenho dos gestores na criação de valor. Contribuições recentes incluem Assaf 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 (1998). Todas essas pesquisas mostram que o *Economic Value Added* pode servir como um instrumento construtivo na concepção de sistemas de incentivos eficiente.

2.2.2 Relação do EVA[®] e MVA[®]

Conforme Stewart (1991), o *Market Value Added* (MVA[®]), também chamado de valor de mercado adicionado, é a diferença entre o valor de mercado de uma empresa e o seu capital investido. O MVA[®] representa a diferença entre o preço actual das acções cotadas na bolsa de valores e o valor investido pelos accionistas no negócio em um determinado período. Em empresas com acções negociadas em bolsas de valores, pode ser calculado pela multiplicação das cotações individuais das acções, pelo número de acções emitidas. Na prática o MVA[®] é calculado pela diferença entre o valor de mercado da empresa, calculado através da cotação de suas acções em bolsas e o valor do capital próprio desta empresa. Tem estreita ligação com a medida de desempenho EVA[®].

Quando a relação entre o valor de mercado da empresa e o seu capital próprio é maior do que um, observa-se a existência de sinergia de activos e reconhecimento pelo mercado, de um *Goodwill* empresarial positivo e cria riqueza para os accionistas. Quando esta relação apresenta resultados inferiores a um, conclui-se que o mercado não reconhece *Goodwill* nesta empresa, pois o valor contábil de seus activos deduzidos do valor contábil de seus passivos é maior do que a capitalização de mercado desta empresa, por conseguinte a destruição dos capitais investidos.

A principal característica do MVA[®] é que ele é basicamente uma medida cumulativa e comunica valor de mercado de todos os reclamos de capital mantidos contra a empresa por seus credores e investidores em uma determinada data (Young e O'Byrne, 2003). O MVA[®], em qualquer ponto do tempo é igual ao valor actualizado de todos os EVA[®] que a empresa espera gerar no futuro (Stewart, 1991). No entanto, em contraste com o MVA[®], o EVA[®] é uma medida que incide sobre a empresa ao longo de um período específico de desempenho.

Foi efectuado por Stewart (1991), o primeiro estudo empírico no que se refere à ligação entre o EVA[®] e o MVA[®], no qual, o autor afirma a existência de uma forte relação entre a média dos valores padronizados do EVA[®] e o MVA[®]. O estudo realizado foi com base numa amostra de 613 empresas nos Estados Unidos, no período de 1984 a 1985.

A relação entre o EVA[®] e o MVA[®] também é referido na investigação de Uyemura, Kantor e Pettit (1996), no que se refere à análise de cinco medidas de desempenho durante o período de 1986 a 1995 para os 100 maiores bancos:

- Resultado por acção;
- Resultados líquidos;
- Rentabilidade dos capitais próprios (ROE);
- Rentabilidade dos Activos (ROA);
- *Economic Value Added*.

Nessa direcção, Santos e Watanabe (2004) realizaram um estudo detalhado sobre a evolução das pesquisas realizadas por diversos autores, envolvendo a relação entre as duas importantes métricas de desempenho, o EVA[®] e o MVA[®]. O início desta pesquisa tem por base a relação entre o EVA[®] e o valor de mercado das acções, o qual é actor chave do MVA[®].

Peixoto (2002), aponta que o valor de mercado de uma empresa é a soma, a valores de mercado, dos capitais próprios e dos capitais alheios, só é possível calcular o valor de mercado de empresas que estejam cotadas em bolsa. O fato da empresa, objecto de estudo dessa pesquisa, não possuir acções negociadas em bolsa de valores impossibilita a determinação do valor do negócio através do MVA[®].

2.2.3 Cálculo do EVA[®]

O cálculo do EVA[®] pode ser mensurado por diversas fórmulas algébricas difundidas no meio académico. O EVA[®] pode ser obtido a partir do *spread* entre o resultado operacional e o custo médio ponderado de todo o capital multiplicado pelo capital investido. Basicamente, o EVA[®] é calculado deduzindo-se do NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) o custo do capital dos recursos captados utilizado para financiar as operações da empresa.

No NOPAT são levados em consideração 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 de a empresa repor seus activos desgastados no desenvolvimento de suas operações. (Assaf Neto, 2003; Brealey *et al.*, 2007; Chen e Dodd, 1997; Copeland *et al.*, 2000; Higgins, 2007; Jalbert e Landry, 2003; Neves, 2002c; Stewart, 1991).

Segundo Blatt (2001) o EVA[®] é o resultado líquido menos o custo do capital investido. O EVA[®] - *Economic Value Added* é uma medida de desempenho de empresas apurado da seguinte forma:

$$\text{EVA}^{\text{®}} = (\text{Retorno sobre o Capital Investido} - \text{Custo do Capital Investido}) \quad (2.4)$$

Conforme Young e O'Byrne (2003), EVA[®] é essencialmente o mesmo que renda residual, embora esta medida seja normalmente expresso como rendimento líquido menos um encargo para o custo de capital próprio (como o custo da dívida já inclusos no cálculo da receita líquida).

De forma simples é o resultado operacionais líquidos de impostos da empresa menos um encargo pelo uso do capital fornecido por terceiros e por accionistas e pode ser calculado pela seguinte fórmula (Stewart, 1991):

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{NOPAT} - \text{Encargo de Capital} \quad (2.5)$$

Onde:

NOPAT = Resultado Operacional Líquido após impostos (*Net Operating Profit After Taxes*);

Encargo de Capital = Capital Investido x Custo de Capital

O EVA[®] é uma medida de desempenho que considera todos os custos do capital investido na empresa, inclusive o custo de oportunidade. Conforme Copeland *et al.* (2000), o capital investido representa o valor investido nas operações da empresa. Young e O' Byrne (2003) definem como capital investido a soma de todas as formas de financiamento da empresa, excluídas as de curto prazo.

O custo de oportunidade é compreendido como o valor da melhor oportunidade desprezada, sob as mesmas condições de risco e deve ser interpretado como um item efectivo de custo.

Não é só a dívida de terceiros que tem elevados custos de capital embora seja mais perceptível por causa da taxa de juros aplicada pelo credor, mas também o capital próprio. O custo do capital próprio é um custo de oportunidade e é isso que torna mais difícil a sua mensuração. Na gestão baseada em criação de valor para o accionista o custo de capital social deve ser considerado em conta no cálculo do valor.

Ou seja, uma empresa só faz um resultado económico depois de ter reembolsado o custo do capital que foi usado para gerá-lo. O resultado contábil não estima o verdadeiro resultado económico ao ignorar o custo de capital próprio. Na avaliação de desempenho é relevante conhecer o custo do capital fornecido por credores e pelos donos do capital. O componente risco é de fundamental importância para entender a definição do custo de capital e como este é calculado. Os investidores são avessos ao risco, optando sempre, o menor risco possível ou então exigindo altos retornos pela aceitação destes.

As empresas, à priori, têm os seus activos financiados pelo capital aplicado pelos sócios/accionistas (investidores) e, a exemplo de outros financiadores (capital de terceiros), esperam uma remuneração por este investimento.

De acordo com Erbhar (1999) a média ponderada do custo do capital de terceiros e do custo do capital próprio, utilizados para financiar um projecto ou uma operação, é definido como custo de capital no conceito do *Economic Value Added*. O custo do capital de terceiros é representado pela remuneração deste, ou seja, os juros sobre as dívidas.

Segundo Maher (2001) o custo do capital próprio é o mais difícil de ser calculado, embora, em geral, esse custo é igual ao retorno que um accionista da empresa poderá obter como valorização do preço de mercado de acções, mais dividendos, se investisse num portfólio de acções de companhias de mesmo risco a empresa em questão. Em suma, é um parâmetro utilizado pelos investidores em que, segundo Horngren *et al.* (2000), define custo de oportunidade como “a contribuição para o resultado de que se abre mão pela não-utilização de um recurso limitado na sua melhor opção de uso”. Significa a melhor alternativa desprezada imediatamente à escolhida.

O custo de capital de um investimento ou projecto é definido como a taxa de retorno que os detentores do capital esperam receber caso este capital seja investido noutra projecto ou investimento de comparável risco (Young e O' Byrne, 2003).

O custo do capital a utilizar é o custo médio ponderado de capital. O custo médio ponderado de capital (CMPC) ou *Weight Average Cost of Capital* (WACC) consiste no encontro dos custos das determinadas fontes de capital e a realização de uma média ponderada dos valores de cada fonte e o seu custo correspondente. Neves (2002c) apresenta a fórmula de cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital, a seguir apresentada:

$$K_m = K_e * \frac{CP}{CT} + K_d * (1-t) * \frac{CA}{CT} \quad (2.6)$$

K_m = Custo médio do capital líquido de impostos sobre os lucros;

K_d = Custo do Capital Alheio;

K_e = Custo do capital próprio;

t = Taxa de imposto sobre o lucro;

CP = Capital Próprio;

CA = Capital Alheio;

CT = Capital Total Investido, ou seja, capital próprio mais capital alheio.

A média ponderada do custo de capital é a média ponderada do custo marginal pós-impostos do capital de terceiros e do capital próprio baseada na estrutura de capital empregado pela companhia. Ao multiplicar a taxa do custo do capital pelo capital investido obtém-se o valor dos encargos de capital.

Avaliar uma empresa de capital fechado constitui um verdadeiro desafio ao gestor, visto que os modelos financeiros para avaliação são baseados, quase completamente, em empresas de capital aberto, ou seja, em empresas que possuem acções negociadas em bolsa de valores. Estimar custo de capital das empresas de capital fechado, é de grande desafio, pois a taxa de desconto da empresa deve embutir o risco apropriado em que a teoria existente sobre risco retorno está baseada no mercado de capitais.

O grande problema é encontrar o custo de capital da empresa, pois o gestor deverá lançar mão de alguns recursos subjectivos passíveis de críticas.

Conforme Damodaran (2002) a avaliação deve procurar seguir algumas normas, tais como:

- A avaliação não é algo certo e objectivo mas, sim, caracterizado pela subjectividade;
- Após realizada a avaliação, ela pode mudar constantemente de acordo com as variáveis utilizadas na sua avaliação;
- Haverá sempre incertezas quanto à avaliação precisa;
- A qualidade da avaliação está na busca de dados fiáveis e fidedignos e não só no método quantitativo;
- Não pode haver grandes diferenças entre a avaliação do gestor e a do mercado no qual a empresa esta inserida.

Tomazoni e Menezes (2002) declaram que o problema da estimativa do custo médio ponderado de capital em empresas de capital fechado deve-se ao facto delas não possuírem acções e títulos de dívida negociados em Bolsa de Valores, donde deriva a inexistência de valores de mercado de suas dívidas e capitais próprios.

Nessa direcção, Neves (2005) menciona que para as empresas não cotadas, o seu valor só é realmente conhecido no momento em que sejam adquiridas e a sua avaliação periódica recorre a informações contabilísticas.

Em substituição, são utilizados os valores constantes nos demonstrativos financeiros, procedimento que acarreta uma série de problemas. Quanto ao cálculo específico do custo do capital próprio, a inexistência de acções activamente negociadas inviabiliza a estimativa de elementos como o coeficiente de risco sistemático (β).

2.2.3.1 Custo do Capital Próprio (Ke)

Copeland *et al.* (2000) ressaltam a dificuldade de estimar o custo de capital próprio de empresas não cotadas, uma vez que não é perceptível no mercado. Para eles, “O custo de oportunidade do financiamento pelo capital ordinário é o de mais difícil estimativa porque não pode ser directamente observado no mercado”.

Segundo Martins (2001), uma das formas para apuração do custo de capital próprio é o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), desenvolvido por Willian Sharpe. É considerado, teoricamente, melhor que o modelo de abordagem por dividendos. O princípio deste modelo consiste em que a taxa de rendimento requerida pelo investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco acrescido de um prémio de risco. Deve ser calculado o coeficiente de volatilidade da acção que representa o seu beta.

Damodaran (2002) menciona que a base de construção do modelo CAPM consiste em que a variância de retornos é a medida de risco apropriada, mas, aquela porção de variação que não é diversificável é recompensada. No modelo CAPM o risco de um activo é decomposto em dois factores: um risco sistémico, ou seja, um factor de risco que depende do mercado como um todo, medido através de um índice beta (coeficiente de risco sistemático); e um risco não sistemático, inerente ao activo e referente ao risco próprio.

O Custo do Capital Próprio (K_e) de um investimento pode ser estimado através do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), o qual depende de três variáveis (Brealey *et al.*, 2007; Neves, 2002a):

- **Taxa de juro isenta de risco (R_f):** é representada, subjectivamente, pelo retorno de um título ou portfolio de títulos que não apresentam risco e correlação alguma com os retornos de qualquer outro factor económico (beta igual a zero). Para a definição da taxa de juro isenta de risco, alguns autores colocam-se sobre a posição de grandes variações de um país para outro. Damodaran (2002) cita que a taxa isenta de risco poderia, em seu limite superior, compreender-se entre a taxa de juros de financiamento da maior e mais segura empresa do país e, o limite inferior, a taxa de juros oferecida por um banco seguro local. Em suma, o activo livre de risco deverá ser aquele que garanta, com certeza, fluxos de caixa futuros;
- **Coefficiente de risco sistemático (β)** a sua obtenção consiste pela regressão linear entre os retornos de uma acção e o índice representativo do mercado. A inclinação da recta (beta), conseguida no gráfico da regressão linear, representa a sensibilidade dos retornos do título, dadas pequenas mudanças nos retornos da carteira de mercado. O coeficiente de risco sistemático mede a sensibilidade do retorno de uma acção com relação ao retorno da carteira de mercado (Brealey, *et al.*, 2003). Portanto, a magnitude do beta descreve a intensidade do impacto de um risco sistemático sobre os retornos de uma acção;
- **Prémio de risco do mercado ($R_m - R_f$)** é a diferença entre o retorno médio do mercado de acções e o retorno médio da taxa livre de risco num período de análise. Brealey, *et al.* (2003) cita que o prémio de risco do mercado consiste na diferença entre o retorno do mercado e o retorno das letras do Tesouro livres de risco. Divergem os autores, contudo, na utilização da média aritmética ou geométrica, sendo este um ponto passível de muitas discussões.

Brealey *et al.* (2007) apresenta a equação do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) :

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2.7)$$

Para determinar o coeficiente do risco sistemático, o modelo CAPM requer preços de mercado do activo avaliado, ou seja, das acções da empresa negociadas em Bolsa de Valores. No caso de organizações de capital fechado, como no caso da empresa estudada nesta pesquisa, não é possível a aplicação padrão da regressão linear dos retornos de seus títulos e dos retornos de mercado.

Para Damodaran (2002) e Copeland *et al.* (2000), outras abordagens podem ser utilizadas para a determinação do coeficiente do risco sistemático destas organizações, como são apresentadas a seguir:

- **Utilização de empresas comparáveis:** se a empresa de capital fechado a ser avaliada actua num sector em que outras empresas (comparáveis em termos de risco de negócio e alavancagem operacional) têm acções negociadas em Bolsa de Valores, pode-se proceder ao cálculo, através do beta médio não alavancado daquele sector, partindo do beta não alavancado de cada empresa participante. De posse do beta médio não alavancado de sector calcula-se o beta alavancado da empresa objecto de análise;
- **Utilização de betas contábeis:** o beta contábil é calculado a partir dos resultados líquidos em vez dos retornos. Os resultados líquidos periódicos da empresa (EBIT) são regredidos frente aos resultados agregados do sector ou contra um índice de mercado. O beta contabilístico é uma ferramenta complementar na análise de risco de activos financeiros. Seu cálculo compara a variação do lucro de todas as empresas do sector com o lucro da companhia analisada e uma taxa livre de risco (Neto & Fama, 2001);

- **Utilização de factores fundamentais (regressão múltipla):** fundamenta-se na combinação de factores básicos sectoriais e da empresa para prever betas. As variáveis utilizadas são encontradas nos demonstrativos do resultado e no balanço patrimonial das empresas.

2.2.3.2 Custos do Capital de Terceiros (Kd)

Os capitais de terceiros são representados pelo endividamento da empresa. O custo utilizado pela empresa em forma empréstimos para financiar seus projectos precisam ser mensurados. Neste sentido, Damodaran (2002) afirma que o custo poderá ser determinado, em termos gerais, por meio das seguintes variáveis:

- Nível corrente da taxa de juros;
- Risco de inadimplência da empresa;
- Benefícios fiscais associados aos empréstimos. Dada a condição de dedutibilidade dos juros para fins de tributação, há benefício no endividamento, sendo considerado o prazo de vencimento e o montante do financiamento, de forma que, são variáveis que influenciam o custo das dívidas.

É de grande importância o gestor procurar maximizar o valor da empresa, na procura de uma estrutura – meta do capital investido, ou seja, a aquisição de uma composição óptima de financiamento entre capital de terceiros e próprio. O benefício da utilização de capital de terceiros refere-se ao benefício fiscal, as despesas financeiras são dedutíveis para a tributação do imposto sobre o rendimento.

2.2.4 Ajustes da contabilidade

As frequentes Demonstrações Contábeis são as melhores informações disponíveis, mas deve-se ter em conta as suas limitações na avaliação de desempenho com base na criação de valor, já que as demonstrações financeiras costumam fornecer informações distorcidas

sobre os resultados e o valor de mercado das empresas. A informação necessária para o cálculo do EVA[®] obtém-se da informação contábil da empresa. Os dados contábeis constituem o ponto de partida para o cálculo do EVA[®], porém, deverá ser efectuado uma serie de ajustes (Stewart, 1994).

São considerados mais de 150 ajustes para o NOPAT. A maior parte destes ajustes destina-se a adaptar a tradicional contabilidade aproximando-a próximo de uma contabilidade que apresente o valor económico. Entre apenas cinco a dez bons ajustes são necessários para uma organização (Stern *et al.*, 1995).

Segundo Young (1998) esses ajustes são necessários para alcançar uma maior correlação entre as medidas de curto prazo (neste caso o EVA[®]), e a distribuição dos custos, o que pode levar à mais congruente metas para gestores divisionais e accionistas, bem como indicador mais fiável do desempenho corporativo para analistas de segurança e carteira de gestores.

Young e O' Byrne (2003) e Ehrbar (1999) sugerem alguns ajustes contábeis para corrigir as percebidas inadequações da prática padrão dos demonstrativos financeiros. Segundo estes autores, os princípios contábeis geralmente aceites distorcem a mensuração do capital investido ou do resultado operacional.

Portanto devem os usuários realizar os ajustes necessários para melhorar a precisão do EVA[®] como uma medida de criação de valor. Esses ajustamentos incluem eliminação do efeito de cobranças recorrentes, tais como eventos extraordinários e capitalizados decorrentes de despesas de investigação e desenvolvimento, bem como gastos publicitários. Estas adaptações são destinadas para reconhecer os benefícios a longo prazo das despesas, assim medir o desempenho actual da empresa com mais precisão.

Stewart (1994) defende também a capitalização de todos os investimentos incorpóreos, tais como goodwill, pesquisas de investigação e desenvolvimento, marketing e formação. Os ajustes efectuados têm o objectivo de corrigir algumas distorções existentes na informação contábil e obter uma maior aproximação dos valores dos *cash flow* gerados pela empresa.

Porém, de acordo com este mesmo autor, os números de ajustes devem ser mínimos e devem ser levado em conta os custos de tais ajustamentos das regras estabelecidas pelo sistema contábil tradicional.

Entretanto, Dodd e Chen (1996) relatam que os ajustes efectuados no EVA[®] oferecem poucas vantagens em relação ao EVA[®] não corrigido ou ao Residual Renda. Neves (2002c) comenta que a questão para os gestores e para os analistas financeiros põe-se no sentido de saber:

- a) Em que medida os ajustamentos propostos produzem resultados significativamente diferentes dos valores não ajustados;
- b) Se os ajustamentos produzem uma outra interpretação sobre a evolução da empresa;
- c) Se esses ajustamentos implicam em diferentes comportamentos dos gestores que, em conjunto, melhorem o desempenho da empresa.

O Quadro 2.2 pretende dar uma visão global sobre a comparação dos princípios contabilísticos utilizados e os comentários dos proponentes do EVA[®].

Quadro 2.2 - 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 deve 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 ao custo ao LIFO. O acréscimo (decrécimo) anual dessa reserva devia ser somado (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 <i>goodwill</i> 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: Adaptado de Neves (2000c).

2.2.5 Limitações da Utilização do EVA®

O EVA® tem sido criticado por alguns autores pela utilização de informações contabilísticas para cálculo do resultado operacional e do custo de capital próprio (Kassai *et al.*, 2000; Cheremushkin, 2008b), sofrendo, portanto, as mesmas restrições das métricas baseadas em resultados. O EVA® é uma medida dirigida ao passado, pois é calculada sobre as informações contábeis oriundas de transacções já ocorridas (Kassai *et al.*, 2000).

Para Kramer e Pushner (1997), Kiriazis e Anastassis (2007), não há evidência estatística para supor que o EVA® é a melhor medida de desempenho empresarial quanto à agregação de valor aos investidores. De acordo com esses autores, tanto o EVA® como as outras medidas financeiras tradicionais são medidas baseadas num só período e os investidores trabalham com um horizonte de projecção de vários anos, agregando um nível de complexidade muito grande à análise que não é capturado por este tipo de metodologia.

Entretanto no estudo realizado por O'Byrne (1997) foram encontrados resultados que mostravam que as variações no EVA® explicariam melhor a movimentação nos preços das acções do que as variações nos resultados operacionais.

Segundo Kiriazis e Anastassis (2007) e Tsuji (2006), o EVA® não é mais relevante em agregar valor aos accionistas devido a alguns pressupostos subjacentes tais como: a estimação dos betas, do custo da dívida e do WACC, que podem ser diferentes dos participantes do mercado.

Para Cagle *et al.* (2003) e Jalbert e Landry (2003), as limitações da execução do EVA® decorrem por dificuldades no cálculo NOPAT, visto que o mesmo exige 160 ajustamentos como sugeridos pelos autores da marca, às demonstrações financeiras elaboradas em conformidade com os princípios contabilísticos geralmente aceites. A computação desses ajustes é caro e deixa margem de erros e interpretações inconsistentes. Outra dificuldade mencionada por esses autores consiste na determinação do montante do capital investido na empresa e o seu custo. Visto que o custo do capital não é completamente observável, sendo desta forma estimável.

Esta estimativa não é uma tarefa simples, devido que alterações em risco e alterações nos custos dos fundos podem complicar os cálculos. Outra limitação mencionada por Lovata e Costigan (2002) consiste que apesar de muitos adoptantes do EVA[®] utilizá-lo por toda a organização, outros só poderão utilizá-las para níveis superiores de gestão.

No trabalho efectuado por Tsuji (2006) sobre a eficácia do EVA[®] no mercado corporativo do Japão, uma das razões para que o EVA[®] não seja considerado como uma boa métrica no Japão consiste na estrutura do EVA[®] que pode ser aumentada por:

- Aumento dos resultados;
- Pela diminuição do investimento do capital; e / ou
- Pela diminuição do custo de capital.

Sendo os dois primeiros factores susceptíveis de alterações arbitrárias pela gestão através da reestruturação ou inadequada manipulação do resultado. Outra crítica que se faz ao EVA[®], está em casos de investimentos com prazos de desenvolvimento mais longos, onde o EVA[®] tende a ser negativo no início e se tornar positivo à medida que o investimento se amortiza, podendo gerar dúvidas nos gestores quanto ao reinvestimento.

Fernández (2005) menciona que apesar de vários consultores sugerirem o EVA[®] para a medição de criação de valor para os accionistas em cada período, esse parâmetro é um erro. Porque não faz sentido dar ao EVA[®] criação de valor em cada período, mas sim propor metas para os gestores e unidades de negócio.

Conforme Stewart (1995), o fracasso da implementação do EVA[®] dar-se muitas vezes a factores tais como: As empresas não implementam o EVA[®] como uma ferramenta central da organização capaz de ajudá-la na tomada de decisão, mas sim como um mero cálculo e a implementação é feita de modo rápido, sujeita a rupturas e mudança.

O estudo de caso efectuado por McLaren (2005) mostra que a implantação do método EVA[®] não substituiu as tradicionais medidas associadas quanto a tomada de decisão em relação a investimentos, planeamento e controlo.

Cada empresa estudada assenta em medidas adicionais para estas diferentes dimensões. A medida não é facilmente compreensível, existe o perigo de que EVA[®] poderia ser relegado para uma medida financeira, utilizado apenas por contabilistas. A prática recomendada é a de implementar EVA[®] no nível da empresa e, em seguida, empurra-la para baixo para unidades empresariais

Nesta mesma linha, Cheremushkin (2008a) afirma que o *Economic Value Added* não deve ser considerado como uma medida superior que capta plenamente a criação de valor. Mas pode ser considerado como uma melhoria ao longo do resultado líquido ou ROI, uma vez que incorpora custos de capital. Neste contexto, o estudo efectuado por Forker e Powell (2008), verificou que os resultados indicam fortemente que as diferenças entre outras medidas de desempenho e o EVA[®], são geralmente pequenas, mas que os ganhos de qualidade são melhorados quando da utilização do EVA[®] pelo reconhecimento de um custo de capital próprio na medição dos resultados.

Capítulo 3: Metodologia

Este capítulo trata da metodologia adoptada na pesquisa, contemplando o método de estudo de caso, as questões básicas, a topologia da pesquisa, os ensaios à execução do estudo de caso, a colecta de dados, os critérios empregados na organização, análise e interpretação dos dados obtidos e das proposições do modelo de gestão.

3.1 Estudo de Caso como Estratégia de Pesquisa

A metodologia utilizada na dissertação é a de estudo de caso proposta por Yin (2005). Esse autor define estudo de caso como: “uma investigação empírica que investiga um fenómeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenómeno e o contexto não estão claramente definidos” (2005, p. 32).

Schramm (1971) citado por Yin (2005) observa: a essência de um estudo de caso, a principal tendência em todos os tipos de estudo de caso, é que ela tenta esclarecer uma decisão ou um conjunto de decisões: o motivo pelo qual foram tomadas, como foram implementadas e com quais resultados. Otley e Berry (1994) defendem o estudo de caso como metodologia para a investigação da implementação do EVA[®] dentro da empresa.

Segundo Yin (2005) os projectos de pesquisa para os estudos de caso são:

- Os assuntos referentes ao estudo;
- Suas sugestões se houverem;
- Sua (s) unidade (s) de análise;
- A lógica que une os dados às sugestões;
- Os critérios para se interpretar as descobertas.

As questões devem ser formuladas pelo tipo de indagação “como” e “por quê” para melhor apropriação à estratégia e a estrutura de estudo de caso.

Durante a pesquisa o pesquisador permaneceu *in loco* com participação efectiva e observando, os procedimentos das operações que produziram dados de qualquer ordem, a relação entre as divisões organizacionais, as actividades desenvolvidas entre o início e o término da operação em busca de informações, foi utilizado as técnicas de observação e entrevistas as quais Marconi e Lakatos (2002) assim definem como técnicas de colecta de dados para conseguir informações. Sendo um procedimento utilizado na investigação social, para a colecta de dados ou para ajudar no diagnóstico ou no tratamento de um problema social.

A técnica de observação segundo Yin (2005) pode ser **observação directa** que se dá na visita de campo ao local escolhido para o estudo de caso e a **observação participante** que é uma modalidade na qual o pesquisador é sujeito activo da acção.

De acordo com Marcuse citado por Silva (2003) compreender a realidade significa, portanto, compreender como as coisas realmente são. Dados e informações são coisas distintas. Nessa direcção e sentido Beuren (2001) afirma que a partir do dado transformado, o executivo pode ter conseguido um elemento de acção. Visto que, a informação é o dado trabalhado que permite ao executivo tomar decisões.

Yin (2005) advoga que a colecta de dados para os estudos de casos pode contar com várias fontes de evidências. O autor cita seis fontes que são:

- Documentação;
- Registos em arquivos;
- Entrevistas;
- Observação directa;
- Observação participante;
- Artefactos físicos.

Com base no princípio da utilização de várias fontes de evidências, e não apenas uma, Yin (2005) utilizou de entre as fontes citadas, a documentação, registos em arquivos, entrevistas e observação participante. A documentação a ser observada na pesquisa proposta é composta de documentos administrativos, contábeis, jurídicos e artigos publicados na mídia. Os registos em arquivos foram os registos de serviços, organizacionais, mapas, tabelas e dados oriundos de levantamentos. As entrevistas foram conduzidas de forma espontânea que, Yin (2005) assim define: “Essa natureza das entrevistas permite que você tanto indague pontos-chave sobre os factos de uma maneira quanto pesa a opinião deles sobre determinados eventos”.

O pesquisador participou activamente na empresa, com um horário fixo predeterminado para acompanhar *in loco* todo o processo operacional da empresa com a finalidade de detectar as medidas de desempenho utilizadas e manuseamento de informações para definir o modelo de informação proposto. Segundo Yin (2005) a observação participante é uma modalidade especial de observação na qual o pesquisador é apenas um observador passivo. Pode o investigador assumir uma variedade de funções dentro de um estudo de caso e pode, de facto, participar dos eventos que estão a ser estudados.

A unidade de análise da pesquisa foi o processo de busca, na literatura, de um modelo de implementação de gestão baseado no *Economic Value Added* para a empresa a ser estudada. É um estudo de caso único de natureza holística. Yin (2005) classifica o estudo de caso em 4 (quatro) tipos de projectos que são:

- Projectos de caso único (holísticos);
- Projectos de caso único (incorporados);
- Projectos de casos múltiplos (holísticos);
- Projectos de casos múltiplos (incorporados).

O projecto desta pesquisa é classificado como um estudo de caso único de natureza holística. De acordo com Yin (2005) o estudo de caso único é análogo a um experimento único, e possui cinco fundamentações lógicas que servem para justificar uma experiência única:

- a) Determinação de proposições de uma teoria;
- b) Representação de um caso raro ou extremo;
- c) Representação de um caso representativo ou típico;
- d) Representação de um caso revelador e;
- e) Representação de um estudo de caso longitudinal.

Quando um mesmo estudo de caso contém mais de um caso único precisa-se utilizar um projecto de casos múltiplos. Yin (2005) afirma que um único estudo de caso pode envolver mais de uma unidade de análise. Esse acontecimento ocorre quando, dentro de um caso único, se dá atenção a uma subunidade ou a várias subunidades. O projecto resultante desse estudo de caso é denominado projecto de estudo de caso incorporado. Entretanto, se o estudo de caso examina apenas a natureza global de um programa ou de uma organização, um projecto holístico é a denominação utilizada.

Usando a terminologia fornecidos por Otlley e Berry (1994), estudos de casos podem ser descritos como “estudos *insights*”, porque eles fornecem uma visão em profundidade da contabilidade de gestão em dimensões de EVA[®], demonstrando os pontos fortes e fracos do EVA[®].

A pesquisa teve o propósito de examinar o sistema de avaliação de desempenho da empresa estudada e, conseqüentemente, a implantação de um modelo de avaliação de desempenho baseado na criação de valor, como um estudo de caso único de natureza holística. Almejando analisar criteriosamente o EVA[®] ao verificar se tal medida atende aos pré-requisitos para ser utilizado como medida de desempenho para pequenas e médias empresas.

3.2 Questões Básicas de Pesquisa

As questões que nortearam a pesquisa, seguindo os ensinamentos de Yin (2005), são do tipo “**como**” e “**porquê**” por ser a melhor estratégia para o estudo de caso, como segue:

- ✓ Questão 1: Como a empresa mensura o seu desempenho operacional e financeiro?
- ✓ Questão 2: Como são controlados os activos geradores de renda da organização?
- ✓ Questão 3: Como a empresa utiliza sistema de avaliação de desempenho para a tomada de decisão?
- ✓ Questão 4: Como agir para beneficiar o processo decisório?
- ✓ Questão 5: Como os indicadores de desempenho contribuiriam para auxiliar a gestão?
- ✓ Questão 6: Como reagiu a empresa às implementações feitas no sistema de avaliação de desempenho?

3.3 Topologia da Pesquisa

A metodologia aplicada à realização deste trabalho de dissertação é, quanto aos objectivos, a pesquisa exploratória que visa proporcionar maior familiaridade com o problema, com vista a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Gil (2002, p. 43) é taxativo quando comenta:

As pesquisas exploratórias têm como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista, a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores. De todos os tipos de pesquisa, estas são as que apresentam menor rigidez no planeamento. Habitualmente envolvem levantamento bibliográfico e documental, entrevistas não padronizadas e estudos de caso. Procedimentos de amostragem e técnicas quantitativas de colecta de dados não são costumeiramente aplicados nestas pesquisas.

Em relação à classificação da pesquisa, sob o ponto de vista de abordagem do problema, é uma pesquisa qualitativa, sendo que esta abordagem difere da quantitativa, por não empregar dados estatísticos para análise de um problema, utiliza como ferramenta a interpretação dos fenómenos, assim como atribui significados aos fenómenos.

Inicialmente foi utilizada a pesquisa bibliográfica para compor a fundamentação teórica através da procura na literatura especializada e consulta em livros, periódicos, dissertações de mestrado, teses de doutorado e artigos publicados na *internet*.

Segundo Beuren (2003), o pesquisador tem a oportunidade de realizar pesquisas mais profundas em relação ao fenómeno estudado nesse tipo de pesquisa. Na visão de Demo (2000) a metodologia qualitativa busca salvaguardar o que a metodologia dura não utiliza, por não caber no método. Quanto aos procedimentos da pesquisa (Marconi e Lakatos, 2002, p. 31) afirmam:

Nas investigações, em geral, nunca se utiliza apenas um método ou uma técnica, e nem somente aqueles que se conhece, mas todos os que forem necessários ou apropriados para determinado caso. Na maioria das vezes, há uma combinação de dois ou mais deles, usados concomitantemente.

O presente estudo traz um estudo empírico que busca consolidar com efeito, a escolha do estudo de caso como o método de pesquisa para o estudo dessas questões e é coerente com os estudos de alguns pesquisadores que têm examinado a implementação da medida EVA[®] (vide, por exemplo, Cuganesan *et al.*, 2004; Kaur e Narang 2008; Malmi e Ikaheimo, 2003; McLaren, 2005).

3.4 Ensaio à Execução do Estudo de Caso

No início contactou-se a directoria da Empresa de Material de Pintura de Braga (EMPB), propondo o estudo da sua estrutura de avaliação de desempenho para, conhecendo-a, aplicar um modelo que auxiliasse a gestão na administração. Acatada a proposta, solicitou-se aos gestores da empresa que disponibilizassem um local nas dependências da empresa para acomodação do pesquisador, além de acesso aos seus gerentes e chefes imediatos envolvidos no processo de avaliação de desempenho.

Disponibilizado o local com os equipamentos necessários a realização do estudo e autorizado o acesso aos seus funcionários, estabeleceu-se um horário de presença do pesquisador e iniciou-se a articulação com as pessoas competentes para se conhecer a natureza das operações, dos negócios e a forma de organização da EMPB. Conhecidos os negócios, as operações e sua forma de organização da empresa elaborou-se um cronograma de actividades a serem desenvolvidas pelo pesquisador incluindo a colecta de dados, os critérios empregados na organização, análise e interpretação dos dados obtidos.

3.5 Colecta de Dados

As fontes eleitas para execução da colecta de dados deste estudo foram:

- ✓ Documentação;
- ✓ Registo em arquivos;
- ✓ Entrevistas;
- ✓ Observação participante;

A documentação investigada contemplou os actos constitutivos e alterações posteriores, certidões de órgãos públicos inerentes à actividade económica, organogramas, fluxogramas, demonstrações contábeis e documentos que a suportaram. Dos registos em arquivos, seleccionou-se o número de clientes atendidos, a relação de produtos ofertados, mapas de venda, tabelas de preços, rotatividade de funcionários e dados do mercado e da actividade levantados pelo Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação – IAPMEI, no período pesquisado que compreendeu aos exercícios sociais de 2004 a 2008.

As entrevistas foram desenvolvidas com os gerentes e todo pessoal envolvido no processo de avaliação e tomada de decisão para conhecer o método aplicado nestas actividades, bem como o grau de instrução e de especialização dos envolvidos.

A observação participante foi desenvolvida com a participação, na qualidade de espectador, nas reuniões de avaliação de ofertas de clientes, de renovação de stocks, na captação de recursos financeiros e humanos.

Para conhecer o processo decisório nestes aspectos observando os trâmites das operações que produzem dados de ordem económico-financeira gerados pelas operações da empresa, as tramitações dos documentos na articulação entre os sectores e departamentos, inclusive os caminhos percorridos entre o início e o término da operação, em busca das reais necessidades de informações.

3.6. Análise e Interpretação dos Dados

Efectuando a compilação dos dados colhidos com aplicação das técnicas de documentação, registo em arquivos, entrevistas e observação participante, procedeu-se à fase de análise e interpretação baseando-se nas seguintes actividades:

- ✓ Identificação da missão da empresa;
- ✓ Análise à forma de exercício da liderança nos níveis de hierarquia;
- ✓ Análise à adequação da formação académica do pessoal com as actividades desenvolvidas;
- ✓ Verificação dos critérios utilizados na renovação dos stocks;
- ✓ Análise das demonstrações contábeis do período pesquisado;
- ✓ Análise dos relatórios de gestão;
- ✓ Análise do sistema de avaliação de desempenho adoptado.

Segundo Gil (2002), não existem normas indicadoras de procedimentos a serem adoptados no processo de interpretação de dados. O que existe na literatura especializada são recomendações acerca dos cuidados que devem ser tomados para evitar o comprometimento da pesquisa.

Concluídas as análises e conhecidos os possíveis impactos dos resultados, nelas apurados, sobre o processo decisório e sobre a demonstração dos resultados contábil e económico, processou-se à geração de alternativas que foram submetidas à apreciação da gestão para melhoria dos processos e escolha do sistema a ser implantado.

3.7 Implementação das Melhorias

Discutidas e avaliadas pela direcção da empresa as relações de custo x benefício das alternativas apresentadas através de reuniões de todos os funcionários envolvidos, optou-se pela implementação de uma avaliação de desempenho com base na criação de valor. Adoptou-se os sistemas de resultado contábil e resultado económico para evidenciar o valor agregado ou a destruição do património dos detentores de capital, referendado no conceito de *Economic Value Added*.

As melhorias introduzidas no modelo de avaliação de desempenho com base na criação de valor proposto e a sua implementação através de sistema de informações automatizadas são apresentadas no próximo capítulo.

Capítulo 4: O estudo de caso

Neste capítulo descreve-se o estudo de caso levado a efeito em uma empresa que visa prestar um serviço especializado às oficinas de repintura automóvel localizadas em Portugal a qual, para preservar o sigilo dos dados e das informações obtidas, denominou-se pelo epíteto nominal de Empresa de Material de Pintura de Braga (EMPB).

As próximas secções evidenciam as peculiaridades do estudo de caso realizado através da caracterização da empresa onde se realizou a pesquisa, da descrição dos procedimentos adoptados e do relato e análise dos resultados alcançados.

4.1 A empresa Objecto do Estudo

O estudo de caso foi realizado no primeiro semestre de 2008 na Empresa de Material de Pintura de Braga (EMPB), utilizou-se um nome fictício por solicitação dos administradores, que actua como prestadora de serviços especializados às oficinas de repintura de automóvel. Fundada em 1992, a entidade tem sede em Braga e é responsável pelo desenvolvimento do negócio neste Distrito.

Sendo uma Organização Portuguesa virada para a comercialização de produtos para a Repintura de Automóvel, tais com MaxMeyer; Farecla; Grassolin; Concept; Vosschemie; Sata; Telesh, Tintal; 3M; etc. Fixou residência em Braga para explorar o mercado do mesmo distrito.

A Empresa de Material de Pintura de Braga (EMPB) tem na actualidade treze colaboradores, sendo que dois são da Gerência, dois do Departamento Administrativo, um do Departamento da Qualidade, dois Gestores de Armazém, um do Departamento de Colorimetria e quatro técnicos-comerciais.

A empresa em estudo, esta bem implantada no mercado do seu sector, é hoje uma organização com alicerces bem sólidos e bastante atractiva, tanto para os seus clientes como também para os seus colaboradores.

A previsão de volume de negócio para o corrente ano é de 1,9 milhões de euros e vem comprovar o posicionamento nos lugares de topo das organizações do seu sector.

Legalmente constituída como sociedade por quotas de responsabilidade limitada e enquadrada na categoria de média empresa, possui escrituração contábil regular que lhe proporciona informação empresarial simplificada e demonstrativos financeiros como Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício. A gestão da empresa utiliza a contabilidade como fonte de informações de gestão e dispõe de estimativas tecnicamente consistentes acerca da rentabilidade do investimento realizado.

Para a classificação dimensional das empresas utiliza-se a definição europeia de Pequenas e Médias Empresas - PME (Recomendação da Comissão n.º 2003/361/CE, em vigor desde 1 Janeiro de 2005), relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas, baseada nos critérios relativos ao número de trabalhadores e ao volume de negócios. Isto significa que são classificadas como PME as empresas com menos de 250 trabalhadores cujo volume de negócios anual não exceda 50 milhões de euros. De entre estas, e de forma mais pormenorizada, classificam-se como microempresas as unidades com menos de 10 trabalhadores e volume de negócios inferior a 2 milhões de euros; como pequenas empresas aquelas que têm menos de 50 trabalhadores e um volume de negócios inferior a 10 milhões de euros e as restantes como médias empresas.

A Empresa de Material de Pintura de Braga (EMPB) é detentora de 70% de uma distribuidora de material de pintura do Porto, mesmo sendo detentora da maioria do capital da unidade do Porto, a EMPB não utiliza demonstrações consolidadas, embora apareça em seu balanço Patrimonial (Anexo 1) o investimento realizado.

4.1.1 Missão, Metas e Valores da EMPB

A empresa tem como missão satisfazer as necessidades do mercado consumidor de pintura de automóveis das principais freguesias da região norte de Portugal pela distribuição de serviços especializados de pintura de automóveis.

A meta da entidade é alcançar a excelência na área de distribuição de serviços especializados de pintura para as oficinas, expandindo a sua área geográfica de actuação para toda a região norte do país cobrindo as maiores freguesias da região.

4.1.2 O Exercício da Liderança

A liderança na empresa é exercida com o propósito de buscar eficácia e o comprometimento dos empregados com as estratégias traçadas pela gerência, utilizando o processo de comunicação e incentivo financeiro.

O processo de comunicação dentro da organização é a maneira pela qual são realizadas as ligações eficientes entre as unidades organizacionais. Beau (2004) afirma que mesmo que cada unidade ou elo da cadeia produtiva apresente, isoladamente, excelente desempenho, se as relações e a coordenação entre essas unidades não forem eficientes a organização é percebida por seus clientes como pouco eficaz. A comunicação é um instrumento de vital importância para a ocorrência de esforços sistematizados.

A autoridade e a relação mútua de todo o pessoal que gere, efectua e verifica o trabalho relevante para a gestão está definida no organograma da Empresa de Material de Pintura de Braga (EMPB). A responsabilidade pelo Sistema de Gestão é partilhada por todos os colaboradores, em termos de cada um ser responsável pelo que faz, face às correspondentes especificações ou procedimentos. As responsabilidades no âmbito do sistema de gestão são definidas pela gerência e postas em prática por cada um dos colaboradores da Empresa de Material de Pintura de Braga, em termos de dar respostas aos requisitos decorrentes da política de gestão e à estrutura de processos estabelecida pela gerência. Para cada um dos colaboradores está estabelecida a respectiva Descrição de Funções, que define não só o enquadramento hierárquico de cada um dos colaboradores, mas também as suas funções no âmbito do Sistema de Gestão.

A representação gráfica da estrutura hierárquica da empresa, levantada pelo pesquisador é organizada da forma apresentada na Figura 1 a seguir, omitindo-se, a exemplo da identificação da empresa, a identidade dos componentes da gerência e do quadro funcional da Empresa de Material de Pintura de Braga (EMPB), em virtude do sigilo exigido. Contempla os níveis de gerência, departamentos e sectores:

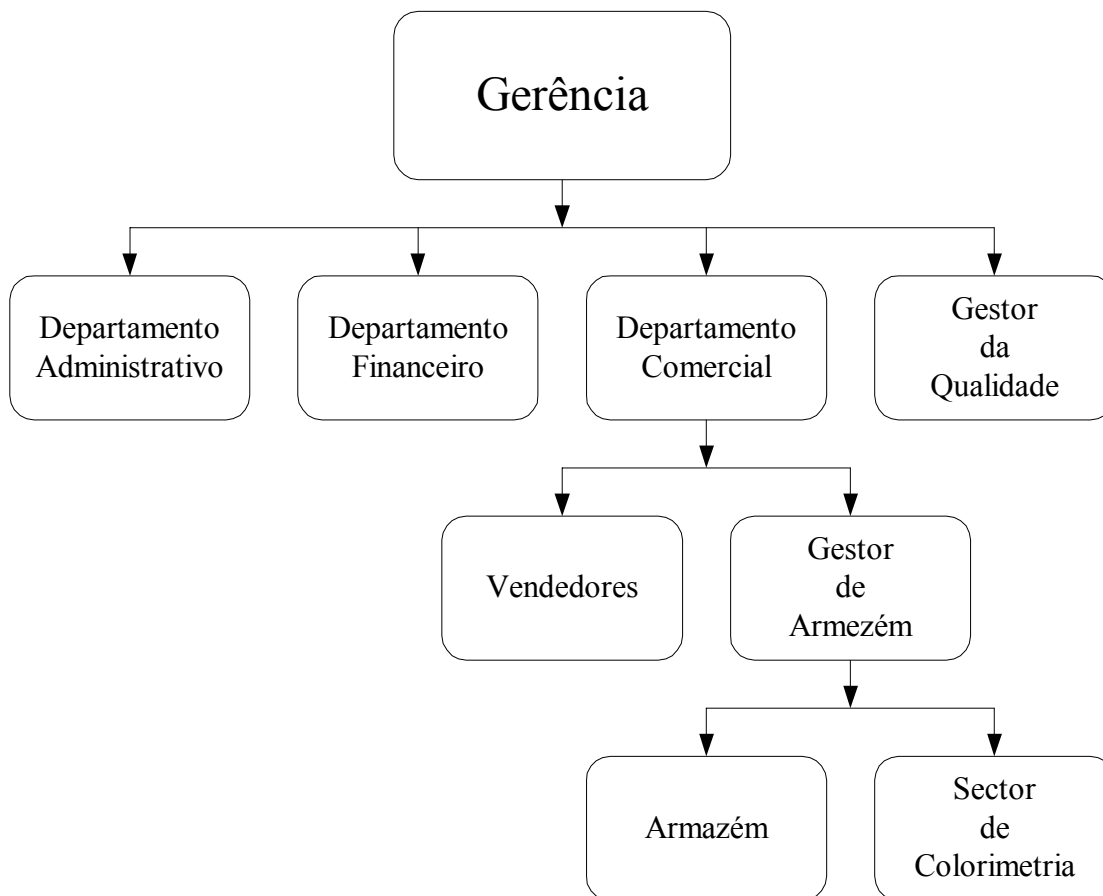


Figura 1. Organograma dos níveis hierárquicos da EMPB
Fonte: Elaborado pelo pesquisador a partir das informações colhidas na empresa

As representações utilizadas no organograma acima (Figura 1) representam a gerência e os departamentos a ela subordinados e os sectores conectados aos departamentos da EMPB, sendo as suas principais responsabilidades descritas a seguir:

Gerência

- Definir a estratégia da empresa e a Política da Qualidade;
- Definir a estrutura dos Processos de gestão e do Sistema de Gestão da Qualidade;
- Garantir o empenhamento de todos os colaboradores em identificar, analisar e satisfazer necessidades dos clientes de modo a providenciar-lhes produtos e serviços adequados;
- Definir os objectivos do processo de gestão e respectivas metas que constituem os indicadores de desempenho do processo;
- Acompanhar a implementação dos processos e respectivos indicadores de desempenho.

Gestor da Qualidade

- Assegurar os requisitos do Sistema de Gestão da Qualidade;
- Gerir o Sistema de Gestão da Qualidade e promover a sua melhoria.

Departamento Administrativo

- Assegurar a coordenação de todas as direcções da empresa;
- Assegurar a gestão do pessoal.

Departamento Comercial

- Assegurar a satisfação dos clientes;
- Coordenar a actividade comercial dos vendedores;
- Coordenar a relação com os fornecedores.

Departamento Financeiro

- Gerir financeiramente a empresa.

Gestor do Armazém

- Assegurar a gestão do armazém;
- Assegurar o manuseamento e armazenamento dos produtos;
- Satisfazer as encomendas dos clientes.

Sector de Colorimetria

- Assegurar a realização da composição e afinação de cores;
- Solicitar a formulação de cores aos fornecedores;
- Assegurar a preservação das cores bases e das amostras dos clientes.

Todos os Colaboradores

- Cumprir os documentos na parte que lhe é aplicável;
- Controlar adequadamente toda a documentação utilizada;
- Gerir eficazmente o processo de que é responsável.

Na análise da estrutura hierárquica, verificou-se um nível satisfatório no aspecto de adequação da formação técnica e/ou académica do pessoal verificado em todos os departamentos.

Analisadas a hierarquia e o funcionamento básico das divisões do organograma, detectou-se que a empresa estende sua base de vendas da região centro e sul do país, através de representantes autónomos (terciarizado), ou seja, empresas de representação que são remuneradas pela modalidade de comissionamento, mantendo, assim, sua estrutura de custos fixos mais leves no que concerne ao atendimento ao mercado externo referentes as demais regiões do país. As assistências técnicas jurídica e de informática seguem o mesmo critério.

4.2 Os produtos e as operações da EMPB

As informações sobre os produtos foram obtidas através da lista de material de repintura de automóveis e das entrevistas com o Gerente Comercial, Gestor do Departamento de Vendas e o Gestor do departamento de qualidade. A empresa comercializa um total de 4.200 produtos, classificados em 29 famílias, como demonstra o Quadro 4.1:

Quadro 4.1. Principais famílias de Produto

Principais Famílias de Produtos			
1	Tintas	16	Mástiques
2	Vernizes	17	Bicos e Ponteiras
3	Diluentes	18	Telas de Limpeza e Reforço
4	Catalisadores	19	Kits de Reparação
5	Primários e Aparelhos	20	Gravilhas
6	Polyester	21	Ceras e Revestimentos
7	Desengordurantes	22	Cordão
8	Aditivos	23	Fitas
9	Converter	24	Protecção
10	Resinas	25	Scotch Brit
11	Lixas	26	Lubrificantes
12	Equipamentos	27	Colas
13	Pincéis e Trinchas	28	Removedores
14	Limpeza e Renovação	29	Sistemas de Isolamento.
15	Massas Polir, Polish e Bobinas		

Fonte: Elaborado pelo pesquisador a partir das informações colhidas na empresa

Os produtos comercializados são regulados pelo Instituto Português da Qualidade, através da norma portuguesa de Sistema de Gestão da Qualidade - NP EN ISO 9001:2000, esta norma especifica requisitos para um sistema de gestão da qualidade em que uma organização necessite demonstrar a sua aptidão para proporcionar produtos e/ou serviços que vão ao encontro dos requisitos do cliente e regulamentares aplicáveis.

A política da qualidade estabelecida pela EMPB evidencia o comprometimento da gerência na implementação dos requisitos de gestão da qualidade decorrentes da NP EN ISO 9001:2000, em particular, na determinação das necessidades e expectativas dos clientes e sua satisfação. A política é difundida através da sua afixação em locais frequentados pelos colaboradores e através de acções de sensibilização.

A concepção e implementação do sistema de gestão da qualidade da EMPB decorre da estrutura da organização existente e está assente em processos que determinam as actividades de comercialização de produtos. Estas actividades, constituídas por tarefas, encontram-se descritas em procedimentos de gestão da qualidade e contribuem para a gestão eficaz dos processos a que dizem respeito. A eficácia de cada processo é medida através de indicadores de desempenho que são constituídos por objectivos da qualidade e respectivas metas a atingir.

A estrutura de Processos assenta em duas grandes áreas: Suporte e Realização. Estas áreas asseguram que o Sistema de Gestão da Qualidade assenta numa óptica de melhoria contínua, uma vez que estão nele presente e visíveis as fases do ciclo:

- Planear: estabelecer os objectivos e os processos necessários para atingir resultados de acordo com os requisitos do cliente e as políticas da organização;
- Executar: implementar os processos;
- Verificar: monitorizar e medir os processos e os produtos;
- Agir: empreender acções para melhorar continuamente o desempenho dos processos.

A compreensão e adequação da política da qualidade, bem como a evolução e melhoria do Sistema de Gestão da Qualidade são analisados com base num conjunto de indicadores constituídos pelos objectivos da qualidade, tal como definido na metodologia de revisão do sistema de gestão da qualidade. Os objectivos da qualidade são estabelecidos para cada processo e nível relevante dentro da organização. Os objectivos da qualidade são coerentes com a política da qualidade e o compromisso de melhoria contínua.

Para exercer a actividade de distribuição a empresa é obrigada a obter Autorização de Funcionamento junto a autoridade fiscal mediante pedido formal contendo: Nome de Fantasia ou razão social; endereço (matriz e filiais); representante legal; endereço dos estabelecimentos incluindo depósito; N.º de identificação fiscal (NIPC); área geográfica de localização e actuação; tipos de produtos/condições específicas de controlo; condições específicas de distribuição; condições específicas de armazenamento e condições específicas de transporte.

4.3 Cenário Económico

Um estudo sobre informação económica efectuado pela Unidade de Estudos e Planeamento do Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação – IAPMEI, efectuado em Fevereiro deste no sobre as PME em Portugal constatou que como nas outras economias europeias, as PME desempenham um papel da maior relevância na estrutura empresarial. As PME são perfeitamente dominantes na estrutura empresarial nacional, como demonstrado nas Figuras 2 e 3, representando 99,6% das unidades empresariais – sociedades – do país, criando $\frac{3}{4}$ (75,2%) dos empregos – emprego privado – e realizando mais de metade dos negócios (56,4%). Isto significa que têm sede em Portugal perto de 297 mil PME, as quais geram cerca de 2,1 milhões de postos de trabalho e mais de 170,3 mil milhões de euros de facturação.

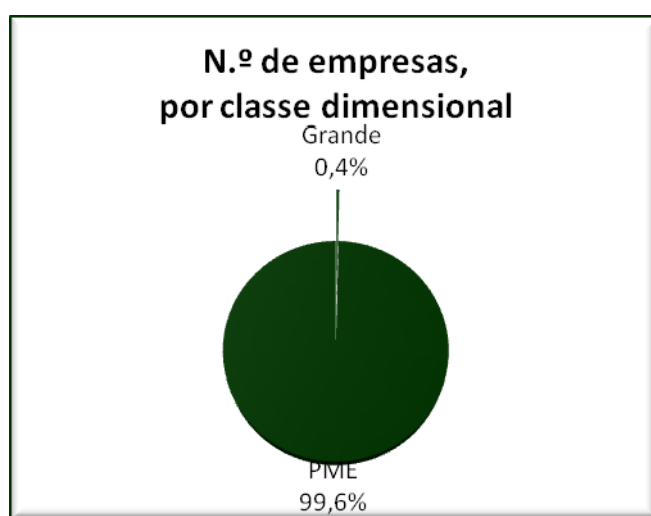


Figura 2: N.º de empresas por classe dimensional.
Fonte: Adaptado de IAPMEI.

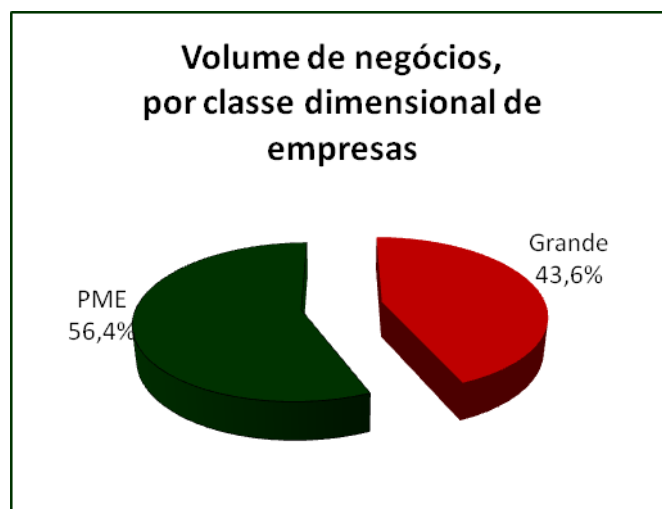


Figura 3: Volume de negócios por classe dimensional de empresas.
Fonte: Adaptado de IAPMEI.

De acordo com o estudo realizado pelo IAPMEI, o período compreendido entre 2000 e 2005 pode-se constatar que, o crescimento das PME fora mais expressivos do que os das grandes empresas. Quer no que se refira ao número de unidades empresariais em exercício, como ao emprego e negócios por elas gerados. Apesar da *performance* das PME no campo económico-social, o seu índice de sobrevivência nos primeiros anos de existência é baixo devido a factores como a conjuntura político-económica, tanto interna como externa, incertezas em relação às taxas de juros, ao câmbio, à legislação tributária e à ausência de planeamento estratégico e visão de longo prazo, por parte dos seus administradores, são itens que influenciam o perfeito funcionamento da empresa. A forte concorrência, a falta de clientes e maus pagadores são justificativas alegadas para o encerramento de algumas empresas, o que indica o pouco planeamento ou a falta do mesmo, e de salientar que uma consultoria referente a aspectos financeiros, contábeis e técnicos poderiam de alguma forma evitar o encerramento destas instituições.

Um estudo efectuado pelo Instituto Nacional de Estatística de Portugal sobre Factores de Sucesso das Iniciativas Empresariais foi realizado entre o último trimestre de 2005 e o primeiro de 2006, tendo por base uma amostra representativa de todas actividades económicas. O inquérito foi dirigido aos fundadores das empresas que iniciaram a actividade em 2002, e permaneciam activas em 2005.

Dos resultados obtidos um dos destaques para análise é os obstáculos identificados pelo empresário, no momento de arranque e no posterior desenvolvimento da actividade da empresa.

Algumas das características que permitem delinear o perfil mais comuns destes novos empresários foram apresentados pelo referido estudo:

- A maioria dos empresários encontra em razões exógenas à empresa os principais obstáculos para a venda dos seus produtos/serviços: concorrência demasiado agressiva (75,4%) e fraca procura para os seus produtos/serviços (23,3%).
- Quanto aos obstáculos endógenos à empresa, é atribuída grande importância às dificuldades em estabelecer o preço dos produtos/serviços e à ausência de conhecimento de marketing, em 22,5% e 10,2% dos casos, respectivamente.
- A perspectiva de ganhar mais dinheiro (47,5%) e o desejo de novos desafios (44,6%), foram as razões mais relevantes que estiveram na base da fundação da maioria das empresas. O desejo de ser o próprio patrão constitui a terceira motivação, em 32,7% dos casos.
- As fontes de financiamento a que recorreram foram fundamentalmente os fundos próprios e poupanças, preferidos por 87,2% dos empresários, logo seguidos dos empréstimos à banca que agregaram 26,1% das preferências. O recurso à participação de capital de risco apenas foi opção em 0,2% dos casos.
- O mercado local/regional constitui o destino dos produtos/serviços vendidos por 60,6% das empresas, 45,8% produzem para o mercado nacional e 9,9% vendem para a União Europeia. Apenas 1,8% exportam para mercados situados fora da União Europeia.
- A família e os amigos foram a principal fonte de aconselhamento dos novos empresários (46,8%), assim como os contactos profissionais (43,1%). Apenas uma minoria recorreu a consultores profissionais (14,4%). Os Centros de emprego foram a última das fontes de aconselhamento, a que recorreram apenas 2,2% dos empresários.
- O comércio constituiu o sector de actividade preferido pelo maior número de empresários (31,7%), seguido das actividades imobiliárias, aluguer e serviços prestados às empresas (17,6%) e da construção (17,5%).
- A grande maioria dos empresários fundadores das jovens empresas é homens (85,5%); a maioria dos empresários tem mais de 40 anos (55,7%).
- Cerca de metade dos empresários tem apenas o ensino básico (51,2%) e os detentores do ensino básico e secundário representam mais de 2/3 do total dos empresários. Com o ensino médio ou superior encontram-se apenas 15,7% do total (p. 2).

Retrato sectorial

O estudo efectuado pelo IAPMEI destaca ainda que Portugal tem uma estrutura empresarial claramente terciarizada. Comércio e serviços (incluindo turismo) são as actividades predominantes na economia nacional, representando 71,3% das unidades empresariais em actividade e gerando 57,6% dos empregos privados e 64,6% dos negócios do país. O comércio é o sector onde opera o maior número de empresas (31,7%) e o que gera o maior volume de negócios realizados (41,1%), já o sector dos serviços se distingue em termos de emprego gerado (28,3%), como demonstra a Figura 4:

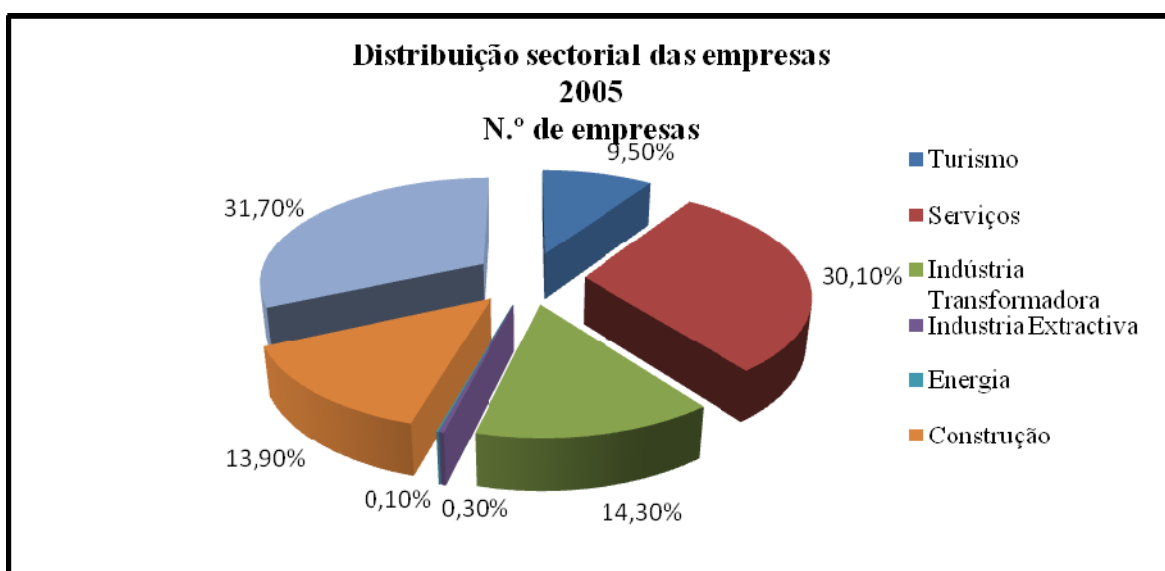


Figura 4: Distribuição sectorial das empresas.
Fonte: Adaptado de IAPMEI

As PME possuem um grande potencial para o desenvolvimento e realização de negócios, quando tais organizações são bem geridas e capacitadas. Portanto, parece estar claro que há um grande potencial para o desenvolvimento de negócios que podem ser realizados com o auxílio das PME. Mas para tanto, faz-se necessário que seja colocado a disposição das PME, um instrumento que possa auxiliá-las, de forma fácil e clara, nas tomadas de decisões e nos processos decisórios relativos à avaliação dos investimentos e gastos de capital.

Quando bem geridas e capacitadas elas são capazes de alargar seu ciclo de vida e de produtos, tornando-se aptas para concorrer no mercado internacional. Daí surge a idéia de implementar nas empresas o sistema de medida de desempenho económico conhecida como *Economic Value Added* ou EVA[®].

4.4 Sistema de Custos

Os custos dos produtos na EMPB são apurados pelo custeio por absorção pelo qual considera-se o valor de compra do produto acrescido do transporte e do seguro, deduzidos os impostos recuperáveis, no caso, o Imposto sobre o valor acrescentado (IVA). Neste sentido, Sardinha (1995) advoga que a abordagem por absorção é o que encontramos nos demonstrativos financeiros. Convém salientar que os impostos recuperáveis são aqueles não cumulativos, isto é, não incidem em cascata. Os impostos pagos pelo comerciante no acto da transferência de propriedade, ou seja, na emissão da factura cuja formação de preço embute o valor do imposto (Preço de Venda = Custos + Impostos + Rentabilidade Desejada).

Nesse sentido a legislação fiscal permite ao contribuinte que se credite do imposto pago pelo fornecedor e cobrado na factura para, quando da saída da mercadoria (fato gerador) onde ele se debita do percentual sobre o seu preço de venda, deduza aquele crédito para efeito de recolhimento do tributo. Andrade (2004) cita como exemplo, a aquisição de 100 unidades da mercadoria BETA, por 10,00 (dez euros) a unidade, importando o documento fiscal em 1.000,00 € que traz o destaque o IVA de 20% (vinte por cento) no caso de venda a consumidor.

O adquirente ao pagar o valor de 1.000,00 € (mil euros) está, na realidade, reembolsando o fornecedor em 200 € (duzentos euros) correspondente a 20 % por cento de 1.000,00€ por ele recolhido aos cofres do Estado e pagamento de 800,00€ (1.000,00 – 200,00) pela mercadoria, os demais tributos e o lucro do fornecedor, valor este que representa o custo da mercadoria adquirida para efeito de registo no stock e, conseqüentemente, para apuração do resultado directo com as operações com mercadorias.

Completando a operação iniciada na compra supracitada, suponha-se que o adquirente das 100 unidades de BETA as venda por 1.500,00 € (um mil quinhentos euros) com a incidência do IVA de 20%, ter-se-ia os seguintes registos conforme Figura 5.

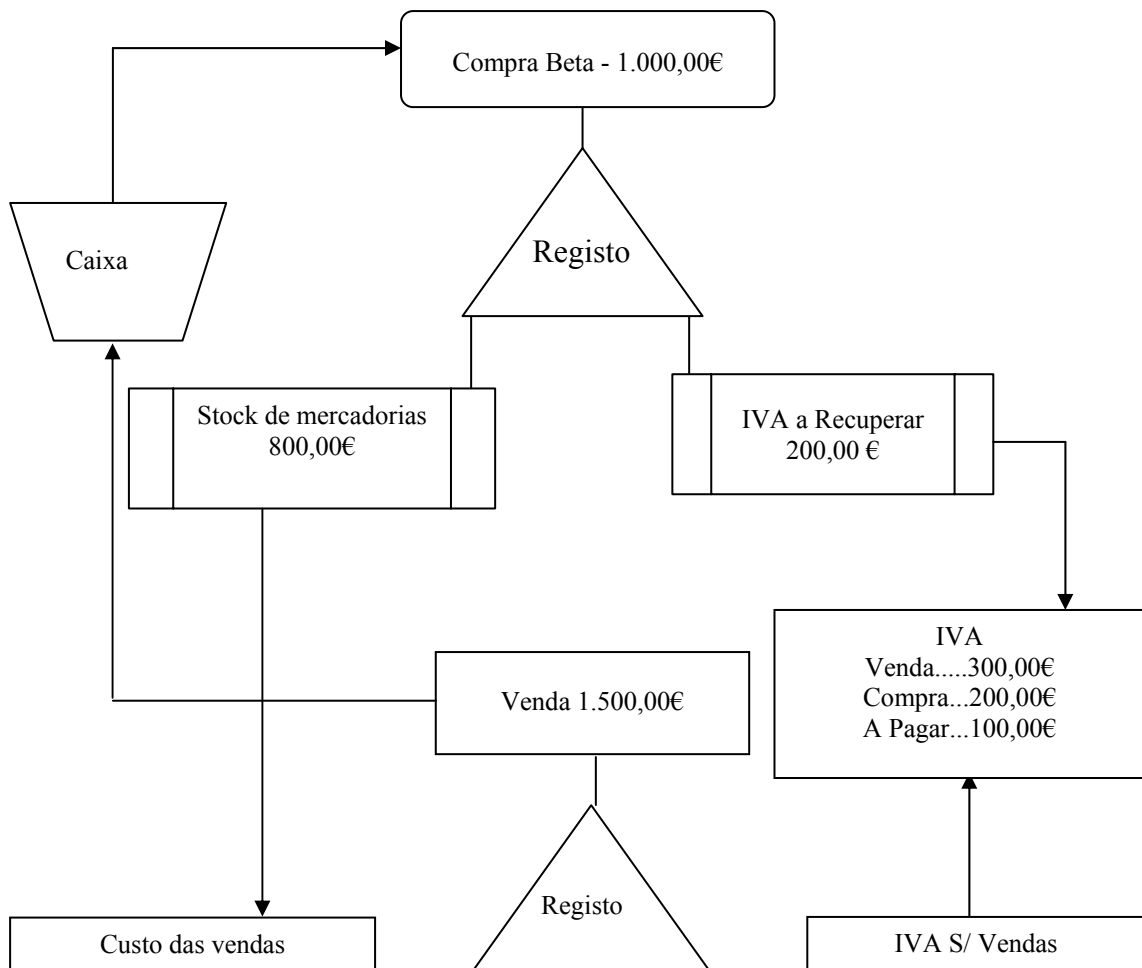


Figura 5: Registo das operações de compra e venda.
Fonte: Adaptação de Andrade (2004).

Utilizando-se a estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) esta operação apresentaria um resultado com mercadoria ou resultado bruto de 400,00€ (quatrocentos euros), considerando a facturação, ou seja a receita bruta como parâmetro para cálculo da participação percentual de cada item sobre esta receita, ou seja, quanto representou o imposto directo sobre as vendas, a receita líquida e o resultado bruto em relação a receita bruta - o valor das venda - da conforme Quadro 4.2:

Quadro 4.2: Resultado com Mercadoria

(+) Receita Bruta	Valor	Participação %
Vendas	1.500,00	100,0
(-) Deduções de Vendas		
IVA	300,00	20,0
(=) Receita Líquida	1.200,00	80,0
(-) Custo das Vendas	800,00	53,3
(=) Resultado Bruto	400,00	26,7

Fonte: Operações da Empresa

A avaliação do Stock é efectuada em observância ao método FIFO (acrónimo para *First In, First Out*, que em português significa primeiro a entrar, primeiro a sair), aplicado para adequar as operações a exigência do fisco de constar do documento fiscal número do lote, data de vencimento e de fabricação.

Apurado o resultado com mercadorias pelos critérios legais, segue-se ao registo dos demais proveitos, dos custos operacionais, custos não operacionais, amortizações, tributos incidentes sobre o resultado e o resultado líquido do exercício. A utilização do custeio por absorção, de uso obrigatório por força de dispositivo legal, é uma forma de padronizar ou uniformizar demonstrações financeiras que servem aos *stackholders* e, alguns deles são externos e precisam de um padrão como parâmetro para interpretá-las porém, nada impede que as empresas procurem alternativas de facilitar a sua gestão.

A EMPB atem-se, exclusivamente aos padrões contabilísticos legais para controlo dos seus custos. Foi observado que a empresa em estudo, não existe nenhum procedimento para a identificação dos custos fixos que mantém relação directa com as mercadorias, com as áreas de actuação, o que dificulta a utilização de custos para o processo decisório.

4.5 Princípio Utilizado na Renovação de Stocks

A renovação de Stocks é efectuada por controlo de um sistema informatizado que acusa o ponto de reabastecimento para manter o stock de segurança, porém, essa ferramenta é utilizada em capacidade inferior ao seu desempenho pela administração de compras da

empresa que, diante das ofertas de descontos e de prazos incitantes para aquisições em grandes quantidades ou extemporâneas, desprezam a informação sistémica antecipando stocks e fomentando os custos de armazenamento e os riscos da guarda. Os valores aplicados em stocks apresentam uma participação constante em relação ao montante de activos da empresa, durante o período analisado, apresentando uma média de 15,78%, como demonstrado, adiante, na análise das demonstrações contabilística do período analisado.

4.6 Controlo do Activo Imobilizado

Os bens de natureza permanente, necessários a actividade da empresa (imobilizado), são valorizados por unidade ao custo de aquisição. Assim, os critérios valorimétricos utilizados relativamente ao Imobilizado Corpóreo são os que constam nas disposições do Plano Oficial de Contas (POC).

Os investimentos financeiros foram avaliados a preço de aquisição. As dívidas a terceiros, são expressas pelas importâncias constantes dos documentos que as titulam e as disponibilidades em caixa e em depósitos bancários exprimem os montantes dos meios de pagamentos e dos saldos de todas as contas de depósitos. As amortizações foram calculadas por ano económico, em função da vida útil de cada tipo de activo e pela aplicação das taxas de amortização preconizadas pelos Artigos 121º do CIRC e 129º do CIRS - Portaria nº 359/2000, de 20/06.

4.7 Demonstrações Contabilísticas do Período

Os mapas financeiros do período efectuados pela empresa foram elaborados de acordo com os princípios contabilísticos definidos no Plano Oficial de Contas – POC, segundo a convenção dos custos históricos, sempre que possível, na base de continuidade das operações. Os registos contabilísticos foram efectuados em conformidade com os princípios da prudência, especialização dos exercícios, consistência e materialidade.

Foram analisadas as demonstrações contabilísticas dos exercícios de 2004 a Junho de 2008 para avaliar o desempenho económico da empresa no período estudado e subsidiar a análise da existência de relação causal entre o comportamento da empresa e do mercado.

A receita de vendas de mercadorias oscilou moderadamente no período analisado. Em valores nominais, de 2004 para 2005 houve um decréscimo de 26,31 % decorrente da abertura de uma nova unidade no distrito do Porto, onde a nova empresa ficou responsável pelas vendas nesta região; de 2005 para 2006 houve um acréscimo de 1,04 percentual; de 2006 para 2007 houve um acréscimo em 4,64%; de 2007 para o primeiro semestre de 2008 houve um decréscimo de 0,25% referente ao primeiro semestre de 2007. A seguir o Figura 6 demonstra graficamente estas variações, tendo no eixo dos “X” os exercícios sociais de 2004 ao primeiro semestre de 2008.



Figura 6: Variações nas vendas de 2004 ao primeiro semestre de 2008
Fonte: Demonstrações Contábeis da DMPB

O custo das mercadorias vendidas que representa quanto custou o que se vendeu, ou seja, o que se comprou para revender ao cliente, guardou relação de variação com o valor líquido das vendas no período analisado demonstrando uma vinculação muito forte deste custo variável com as vendas. Os custos com as mercadorias vendidas (despesas de exploração) apresentaram, no período analisado, as seguintes variações: de 2004 para 2005 houve um decréscimo de 30,36%; de 2005 para 2006 um acréscimo de 1,16%; de 2006 para 2007 um aumento de 4,91%; e de 2007 para o primeiro semestre de 2008 apresentou um decréscimo

de 0,25% como apresentado na Figura 7, excluiu-se deste item as despesas e as receitas financeiras, considerando-as na qualidade de despesas não operacionais.

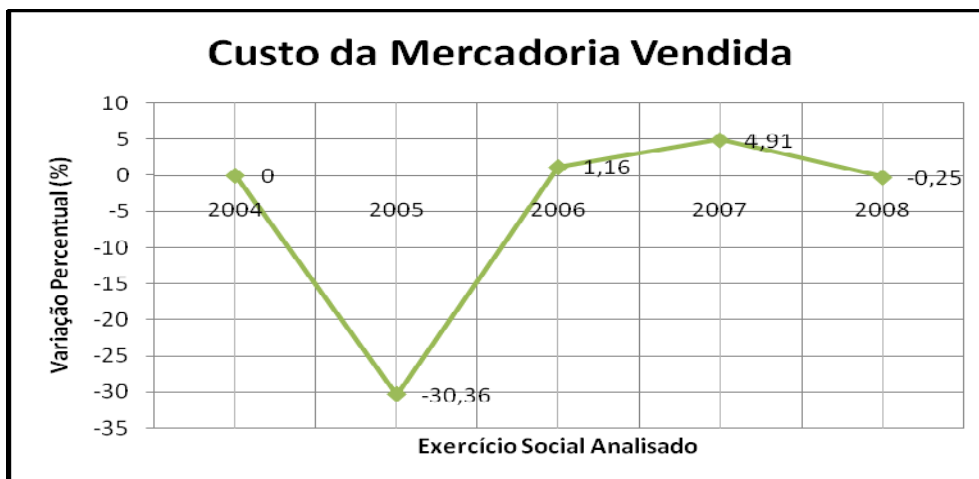


Figura 7: Custo da Mercadoria Vendida
Fonte: Demonstrações Contábeis da EMPB

Os encargos financeiros líquidos que são compostos pelas despesas financeiras deduzidas das receitas da mesma rubrica apresentaram as variações a seguir: de 2004 para 2005 decresceu 31,77%; de 2005 para 2006 decresceu 6,83%; de 2006 para 2007 decresceu 28,98%; de 2007 para o primeiro semestre de 2008 houve um decréscimo de 66,80%, conforme demonstrado na Figura 8.

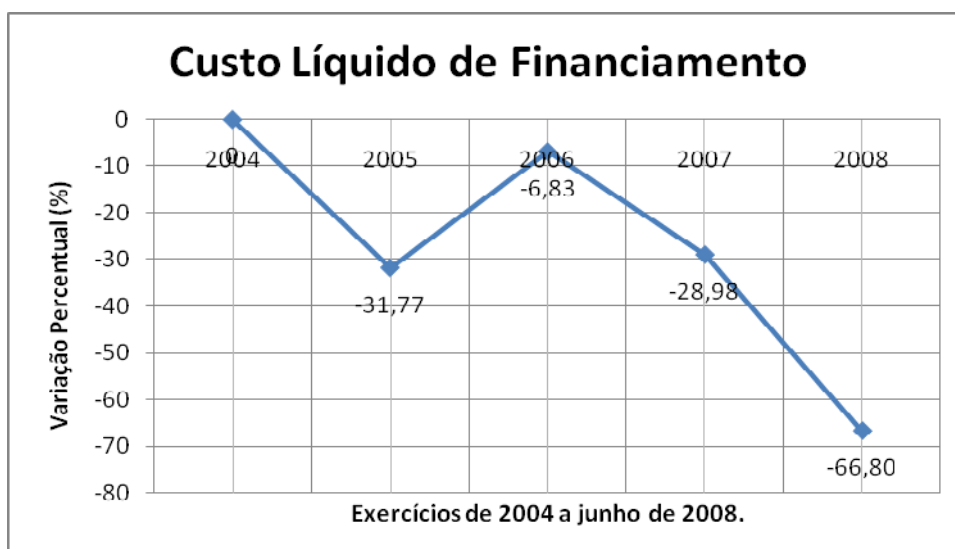


Figura 8: Custo Líquido de Financiamento.
Fonte: Demonstrações Contábeis da EMPB.

Os custos líquidos de financiamento decresceram no período e representam a não necessidade de captação de recursos de terceiros para financiamento do fundo de maneiio que nos anos de 2004 a 2008 indicam um decréscimo na utilização destes recursos. A necessidade de fundo de maneiio, segundo Neves (2002b) “é determinada pela parte do investimento operacional cíclico não coberta pelos passivos cíclicos, ou seja, Necessidades em Fundo de Maneio = Activo Cíclico – Passivo Cíclico”. Sendo o activo cíclico os bens e direitos, não financeiros, inerentes a operação (duplicatas a receber, adiantamentos a fornecedores, e impostos a recuperar) e passivo cíclico as obrigações com os fornecedores, empregados, despesas operacionais e adiantamentos de clientes.

A aplicação de capitais em existências, no período analisado, é uma constante com uma taxa média de 15,78% (quinze inteiros e setenta e oito décimos por cento), nos cinco exercícios. No exercício de 2004 a relação foi de 18,22%; em 2005 representou 17,27%; em 2006 a participação das existências nos activos foi de 16,26%; em 2007 foram equivalentes a 13,17%; no primeiro semestre de 2008 a relação entre as existências e os activos foi de 13,98%; como demonstra-se na Figura 9:

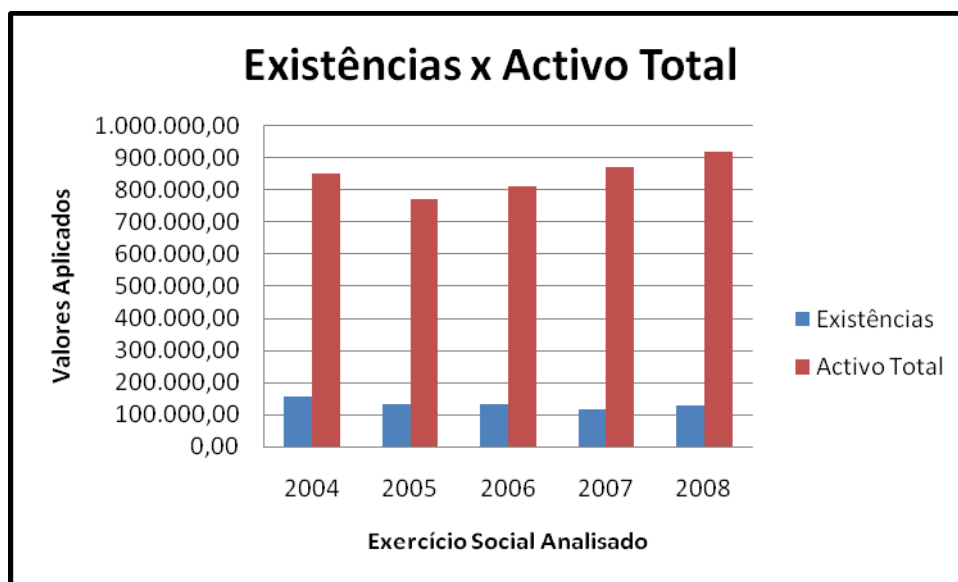


Figura 9: Relação entre existências e activos totais da EMPB.
Fonte: Demonstrações Contabilísticas da EMPB.

Os resultados económicos (lucros/prejuízos) apurados nos exercícios de 2004 a Junho de 2008 de acordo com as Demonstrações do Resultado do Exercícios Por Natureza da DMPB, apresentadas nos moldes tradicionais, conforme conta no Quadro 4.3.

Quadro 4.3: Demonstração dos resultados dos exercícios por natureza da DMPB.

Demonstração de Resultados	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Vendas de mercadorias	580.445,59	1.163.821,64	1.112.183,31	1.100.781,13	1.493.805,09
Vendas de produtos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prestações de serviços	2.170,50	283,50	337,50	368,28	320,00
Soma (1+2+3)	582.616,09	1.164.105,14	1.112.520,81	1.101.149,41	1.494.125,09
Variação da produção	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trabalhos para a própria empresa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Proveitos suplementares	393,55	584,29	812,78	3.180,76	6.448,16
Subsídios à exploração	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Soma (4+5+...+8)	583.009,64	1.164.689,43	1.113.333,59	1.104.330,17	1.500.573,25
Outros proveitos operacionais	12,25	151,45	771,42	1.020,32	35,55
Reversões de Amort. e Ajust.	0,0	3.839,18	250,00	2.616,87	0,0
Proveitos e ganhos financeiros	3.123,92	7.208,22	5.425,51	3.692,01	6.204,95
Proveitos e ganhos extraordinários	712,50	3.352,90	4.699,70	5.252,80	33.325,62
TOTAL DOS PROVEITOS (9+10+...+13)	586.858,31	1.179.241,18	1.124.480,22	1.116.912,17	1.540.139,37
Custo Mercadorias vendidas	379.199,96	760.323,01	724.738,52	716.421,64	1.028.708,44
Fornecimentos e serviços externos	35.498,32	69.402,56	76.724,38	86.046,89	100.100,03
Impostos indirectos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Soma (15+16+17)	414.698,28	829.725,57	801.462,90	802.468,53	1.128.808,47
Impostos directos	307,87	1.659,07	1.553,95	1.043,40	1.701,44
Custos com o pessoal	86.230,19	221.530,98	220.180,66	217.050,88	228.209,94
Outros custos e perdas operacionais	9.819,20	16.113,27	12.097,23	10.725,70	9.687,37
Amortizações do exercício	10.839,70	36.858,69	43.257,83	40.096,47	42.918,25
Amortizações e Ajustamentos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Custos e perdas financeiras	4.306,43	10.769,99	10.440,55	9.074,94	14.094,35
Custos e perdas extraordinárias	500,45	1.297,54	12,31	1.275,42	658,71
TOTAL DOS CUSTOS (18+...+25)	526.702,12	1.117.955,11	1.089.005,43	1.081.735,34	1.426.078,53
Imposto s/ rendimento do exercício	16.517,56	11.794,38	6.077,06	5.714,72	18.728,04
RESULTADO LIQUIDO DO EXERCÍCIO	43.638,63	49.491,69	29.397,73	29.462,11	95.332,80
Resultados operacionais	61.126,65	62.792,48	35.802,44	36.582,38	89.283,33
Resultados financeiros	(1.182,51)	(3.561,77)	(5.015,04)	(5.382,93)	(7.889,40)
Resultados correntes	59.944,14	59.230,71	30.787,40	31.199,45	81.393,93
Resultados antes de impostos	60.156,19	61.286,07	35.474,79	35.176,83	114.060,84

Fonte: Demonstrações Contábeis da DMPB.

Esta demonstração contábil embora atenda aos interesses dos *stakeholders* externos e cumpra aos requisitos legais, não oferecem dados ou informações suficientes aos gestores para auxiliá-los no processo de tomada de decisões, por não contemplar em seu bojo os tipos de custos que as influenciam e o custo de oportunidade.

Em virtude dos controlos exigidos pelo Estado, a empresa em estudo apresenta um nível de sofisticação da produção de dados e informações satisfatórios no que concerne ao atendimento das exigências impostas, segundo o director administrativo da EMPB.

O sistema de informação de gestão (SIG) utilizado pela empresa para controlo das operações envolve as existências, as contas a pagar e a receber, a facturação e o sistema de escrituração fiscal. A partir do registo das existências o sistema gera o lançamento no módulo das contas a pagar e de escrituração fiscal e, na operação de emissão de facturas pelo módulo de facturação gera lançamentos para o módulo de contas a receber, sistema de escrituração fiscal além de baixa automática dos itens vendidos, directamente, no subsistema de existências mantendo este módulo actualizado.

Foi verificado que apesar dos recursos disponíveis no sistema de informação de gestão (SIG), a gerência tem pouco conhecimento sobre a sua utilização. Nesta direcção foi verificado que os relatórios de gestão utilizados pela EMPB são elaborados pelo gerente e pelos gestores dos departamentos em programas editores de texto e ficheiros electrónicos.

Apesar da estrutura de banco de dados deste (SIG), bem como os sistemas de contabilidade e o de folha de pagamento permitam aos usuários deste sistema, solicitarem alterações e a criação de relatórios à empresa de informática que negociou o direito de uso do software com a qual a DMPB mantém contrato de manutenção mensal, tal serviço não é utilizado pela empresa.

4.8 Proposições de Melhoria do Método de Avaliação de Desempenho

Detectado que a empresa estudada não mantinha um sistema de medida de performance satisfatório ao processo de tomada de decisão, foi apresentado à direcção algumas propostas cujo conjunto formava um modelo de avaliação de desempenho económico que gerasse informações para apoio a gestão, com base na revisão da literatura existente sobre o assunto.

4.8.1 Sistema de Avaliação de Desempenho

A abordagem proposta foi a do uso da medida de desempenho *Economic Value Added*. Posta em discussão a proposta, em reuniões com o gerente e com os gestores dos departamentos, aprovou-se a adopção do uso de avaliação de desempenho baseado em valor. Com a finalidade de facultar aos sócios/investidores uma análise do retorno do capital investido na organização, optou-se por utilizar o conceito do *Economic Value Added* - EVA[®]. Para execução do estudo foram realizados procedimentos com o objectivo de obter os dados necessários para cálculo do valor económico adicionado pelas actividades da empresa em determinado período. Tais procedimentos são comentados na sequência.

4.8.2 Providências Preliminares

A estrutura contabilística da empresa é voltada para a prática do custeio por absorção, por este ser o sistema exigido pela legislação fiscal, porém, por ser muito bem estruturado para o fim ao qual foi proposto, possibilitou a utilização da estrutura do elenco das contas contábeis para calcular os custos dos recursos captados para atender as novas exigências informacionais a partir do exercício social de 2008 sem alterar a base da apresentação convencional para os efeitos legais. Solicitou-se à empresa de informática, parceira da EMPB, que, através da exploração do banco de dados criasse arquivos que associassem as captações de recursos com os seus devidos custos, onde registrar-se-ão os actos relevantes cujos efeitos possam se traduzir em modificações nos custos dos capitais investidos da entidade.

Foi solicitado também a criação de relatórios baseados no EVA[®], onde incluirá os orçamentos, as previsões, os planos de negócios e os relatórios a gestão. A implementação do EVA[®] foi executada em conjunto com a gerência, com o departamento administrativo, com o departamento financeiro, com o departamento comercial e com o gestor da qualidade. Com a finalidade de propor um conhecimento aprofundado dos principais números da EMPB, este capítulo explorará a avaliação da performance da empresa através do Demonstrativo de Resultado, Balanço Patrimonial e os principais indicadores, preparando a oportunidade para o desenvolvimento das análises propostas. As etapas que norteiam a criação de valor foram agrupadas em quatro fases distintas, como demonstra a Figura 10:

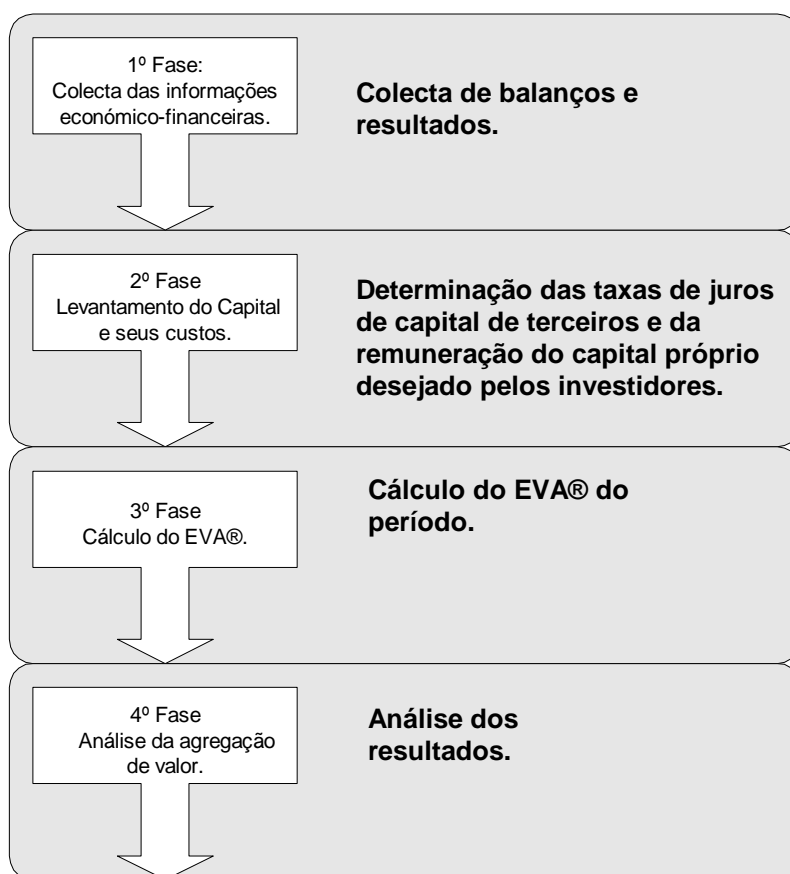


Figura 10: Fases de implantação do EVA[®]
Fonte: Adaptação de Medeiros (2002).

4.8.3 Fase 1: Colecta das informações económico-financeiras

Nesta fase são analisados os balanços patrimoniais e os demonstrativos de resultados dos exercícios que servirão de análise para a implementação do sistema de gestão baseado no EVA[®]. Consideramos em primeiro lugar, a demonstração de resultados líquidos da EMPB. Considerando-se que os ajustes necessários já foram todos realizados, conforme disposto em item já apresentado deste estudo (tópico 2.2.4 - *Ajustes da contabilidade*) ainda assim, teremos que desenvolver uma nova apresentação do resultado do exercício, observando que seu resultado final não virá a sofrer nenhuma alteração. No Quadro 4.4, segue a nova apresentação do resultado que nos fornecerá uma importante variável para o cálculo do EVA[®].

Quadro 4.4: Demonstração de Resultados Líquidos da EMPB.

Demonstração dos Resultados	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Vendas e Prestação de Serviços	582.616,09	1.164.105,14	1.112.520,81	1.101.149,41	1.494.125,09
Custos das vendas e das prestações de serviços	379.199,96	760.323,01	724.738,52	716.421,64	1.028.708,44
Resultados Brutos	203.416,13	403.782,13	387.782,29	384.727,77	465.416,65
Outros proveitos e ganhos operacionais	405,80	4.574,92	1.834,20	6.817,95	6.483,71
Custos de distribuição	35.498,32	69.402,56	76.724,38	86.046,89	100.100,03
Custos administrativos	86.230,19	221.530,98	220.180,66	217.050,88	228.209,94
Outros custos e perdas operacionais	20.966,77	54.631,03	56.909,01	51.865,57	54.307,06
Resultados Operacionais	61.126,65	62.792,48	35.802,44	36.582,38	89.283,33
Custo líquido de financiamento	-1.182,51	-3.561,77	-5.015,04	-5.382,93	-7.889,40
Ganhos (perdas) em filiais e associadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ganhos (perdas) em outros investimentos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultados correntes	59.944,14	59.230,71	30.787,40	31.199,45	81.393,93
Impostos sobre os resultados correntes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultados extraordinários	212,05	2.055,36	4.687,39	3.977,38	32.666,91
Resultados antes de Impostos	60.156,19	61.286,07	35.474,79	35.176,83	114.060,84
Impostos sobre resultados	16.517,56	11.794,38	6.077,06	5.714,72	18.728,04
Resultados Líquidos	43.638,63	49.491,69	29.397,73	29.462,11	95.332,80

Fonte: Relatório e Contas da EMPB

Ressaltamos que a demonstração a ser utilizada como banco de dados para o cálculo do EVA[®], deverá ser a que está sendo apresentada, ajustada para tais fins. No decorrer dos anos, a EMPB encontrou no que tange ao resultado, um equilíbrio quanto ao crescimento e a otimização da performance operacional.

Conforme Quadro 4.4, houve uma redução de 26,30% nas vendas, no período de 2004 para 2005, devido principalmente a questão da abertura de uma nova unidade no distrito do Porto, onde a nova empresa ficou responsável pelas vendas nesta região.

A exposição do balanço patrimonial, consiste na observância das principais alocações de recursos que ocorreram ao longo dos anos, fontes de financiamentos e ainda se estas alterações reflectiram em determinantes positivas para a performance da organização. Os custos diferidos e os acréscimos de custos são de exploração.

O quadro 4.5 apresenta, respectivamente, o Balanço Sintético da EMPB para o período nos quatros anos em análise.

Quadro 4.5- Balanços Sintéticos da EMPB

Activo	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Activo					
Activo Fixo	<u>279.777,40</u>	<u>289.568,83</u>	<u>328.122,53</u>	<u>326.178,34</u>	<u>360.263,31</u>
Activo Cíclico					
Existências	128.650,00	114.732,39	131.858,35	133.138,15	155.082,44
Clientes	364.282,59	324.442,83	273.542,07	262.920,59	310.257,76
Estado	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Custos Diferidos	8.097,95	10.479,54	14.405,38	4.063,73	2.954,00
Activo Cíclico	<u>501.030,54</u>	<u>449.654,76</u>	<u>419.805,80</u>	<u>400.122,47</u>	<u>468.294,20</u>
Tesouraria Activa					
Caixa, bancos e títulos negociáveis disponíveis	<u>139.573,67</u>	<u>132.157,96</u>	<u>62.836,82</u>	<u>44.684,23</u>	<u>22.666,71</u>
Outros					
Activo Total	<u>920.381,61</u>	<u>871.381,55</u>	<u>810.765,15</u>	<u>770.985,04</u>	<u>851.224,22</u>
Passivo e Capital Próprio					
Capital Próprio	<u>538.225,50</u>	<u>519.514,87</u>	<u>491.034,18</u>	<u>484.316,45</u>	<u>496.246,34</u>
Equivalentes a capital próprio:					
Provisões p/ riscos e encargos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Proveitos diferidos	1.591,51	1.591,51	4.943,78	8.561,63	9.977,46
Capital próprio ajustado	<u>539.817,01</u>	<u>521.106,38</u>	<u>495.977,96</u>	<u>492.878,08</u>	<u>506.223,80</u>
Dívidas a médio e longo prazo	<u>8.359,71</u>	<u>8.359,71</u>	<u>16.220,09</u>	<u>5.678,34</u>	<u>13.690,64</u>
Passivo Cíclico					
Fornecedores de exploração	232.852,44	196.306,92	166.528,88	154.780,90	189.160,31
Adiantamento de clientes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado	29.862,84	38.506,08	19.513,00	10.661,60	13.244,52
Outros credores de exploração	94.417,15	69.831,71	69.831,71	70.007,47	85.342,49
Acréscimos de custos	9.946,98	28.431,85	29.263,96	28.719,89	33.469,29
Passivo cíclico	<u>367.079,41</u>	<u>333.076,56</u>	<u>285.137,55</u>	<u>264.169,86</u>	<u>321.216,61</u>
Tesouraria Passiva	<u>5.125,48</u>	<u>8.838,91</u>	<u>13.429,55</u>	<u>8.258,76</u>	<u>10.093,17</u>
Capital próprio e alheio	<u>920.381,61</u>	<u>871.381,56</u>	<u>810.765,15</u>	<u>770.985,04</u>	<u>851.224,22</u>

Fonte: Relatório e Contas da EMPB.

Para uma análise quantitativa da empresa são apresentados os indicadores de desempenho utilizado pela EMPB. Os indicadores estão agrupados de forma única. De acordo com os conceitos estudados anteriormente, a EMPB apresenta os seguintes indicadores de retorno de investimento, conforme demonstrado no Quadro 4.6:

Quadro 4.6: Indicadores de Desempenho da EMPB (2004- 2008)

	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Rendibilidade Líquida das Vendas (ROS)	4,39%	4,25%	2,64%	2,68%	6,38%
Rendibilidade dos capitais Próprios (ROE)	2,39%	9,50%	5,93%	5,98%	18,83%
Rendibilidade Líquida do Activo (ROA)	1,37%	5,68%	3,63%	3,82%	11,20%
Debt to Equity Ratio	0,03	0,03	0,06	0,03	0,05

Fonte: Relatório e Contas da EMPB.

Os indicadores demonstrados no Quadro 4.6 constituem os principais para a EMPB sobre a óptica da mensuração do seu desempenho económico-financeiro. Ao longo dos anos é perceptível a evolução consistente destes indicadores traduzida por uma estratégia de ampliação sustentável dos negócios frente a uma política de redução dos custos.

Compilados os dados colhidos foi desenvolvido os cálculos preliminares que auxiliaram na obtenção do EVA[®]. O primeiro passo foi a obtenção do capital Alheio (CA) e próprio (CP), onde relembramos: o cálculo do EVA[®] consiste em apurar o resultado operacional líquido e subtrair desse valor do custo do capital utilizado pela empresa.

A empresa em estudo trabalha com capital próprio e de terceiros. Portanto, o custo de capital da empresa, em termos percentuais, corresponde a uma média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros. Na estimação do custo de capital de terceiros utilizado para fins de apuração do EVA[®] o referido custo será líquido de imposto sobre o rendimento, ou seja, leva em conta o fato de que os juros, que remuneram o capital de terceiros, é dedutível para fins de cálculo de imposto sobre o rendimento da empresa.

A diferença entre o EVA[®] e o resultado líquido apurado pelas demonstrações contabilísticas está na apropriação do custo de capital próprio, que significa o custo de oportunidade. Posteriormente ao levantamento do Balanço Patrimonial e da Demonstração de resultado, procedeu-se o cálculo do custo de captação de recursos, conforme evidenciado a seguir.

4.8.4 Fase 2: Levantamento do capital e do seu custo

Em posse das informações depreendidas dos balanços, bem como dos indexadores económicos, foram apurados os capitais (próprios e de terceiros), bem como de seus respectivos custos.

Estimação do Custo de Capital da EMPB

O custo de capital de uma organização é determinado pelo nível de risco compreendido pelo investimento. O risco total de uma empresa é composto pelo risco sistemático e pelo risco não-sistemático. O risco sistemático, risco do mercado em geral, é aquele que não depende de qualquer investimento, não pode ser eliminado, reflectido no nível de incerteza em relação ao comportamento da carteira de mercado. O risco não-sistemático é o risco decorrente de um investimento em particular ou de alguns poucos. O risco não-sistemático pode ser eliminado através da diversificação do portfólio pelos investidores.

Inicialmente foi efectuado a identificação da existência das duas fontes de geração de capital. A primeira refere-se ao capital próprio. A segunda tem como base os recursos oriundos de terceiros, são os valores monetários disponibilizados como financiamentos por fontes não ligadas à organização. O capital investido na empresa foi calculado (Quadro 4.7), considerando o activo líquido e não o activo bruto conforme Brealey e Myers (2007) da seguinte forma:

Quadro 4.7: Fonte de Recursos da EMPB

Capitais Totais Investidos	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Capital Próprio Ajustado	539.817,01	521.106,38	495.977,96	492.878,08	506.223,80
Dívidas = Dívidas m/l Prazo + Tesouraria Passiva	13.485,19	17.198,62	29.649,64	13.937,10	23.783,81
Capitais Totais Investidos	553.302,20	538.305,00	525.627,60	506.815,18	530.007,61

Fonte: Relatório e Contas da EMPB.

O Custo do Capital Próprio da EMPB

O modelo adoptado para a construção do custo de capital foi o CAPM, já discutido no capítulo 2. O Custo do Capital Próprio (K_e) de um investimento pode ser estimado através do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), o qual depende de três variáveis: Taxa de juro isenta de risco (R_f), o coeficiente de risco sistemático (β) e prémio de risco do mercado ($R_m - R_f$).

Assim temos a equação (Brealey *et al.*, 2007):

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (4.1)$$

Na realidade não podemos usar o modelo económico, pois os activos não são transaccionados, os mercados são incompletos e os preços dos activos não são bem definidos. A situação enfrentada pela empresa não pode ser típica de outras empresas, ou empresas de outros sectores que também implementaram o EVA[®]. Devido a esse factor, não temos um valor da dívida negociado para estimar o custo de capital. Deste modo foi construído um EVA[®], conforme McLaren (2005) com base nos números da contabilidade.

Taxa de juros isenta de risco

A taxa de juro isenta de risco (R_f) foi calculada através da média anual das estatísticas do Banco de Portugal (2008) das taxas mensais de rendibilidade das Obrigações do Tesouro no Mercado Secundário, relativo a títulos de taxa fixa por prazo residual de 10 anos, no período de Janeiro de 2004 a Junho de 2008.

O Prémio de Risco do Mercado

Para ser estimado o prémio de risco do mercado, é necessária a utilização de uma carteira de activos que represente de forma adequada o investimento que esta sendo analisado, seleccionando os activos que são mais negociados nas bolsas de valores.

A empresa em estudo não possui activos negociados em bolsa. O prémio de risco do mercado é uma taxa superior à taxa isenta de risco, visto que quanto maior o risco do investimento, maior será o seu retorno exigido.

Como a estimativa deste retorno requer certo aprofundamento e conforme Peixoto (2002), relativamente ao prémio de risco de mercado ($R_m - R_f$), não existem dados para Portugal, e de conformidade com este autor, foi utilizado neste estudo o prémio de risco consistente com a tabela de Damodaran (2002), que indica um prémio de risco consoante as características dos mercados financeiros. Onde para mercados desenvolvidos, com um número reduzido de empresas cotadas (países europeus ocidentais, que não a Alemanha e a Suíça), Damodaran (2002) sugere que o prémio de risco deve variar entre 4,5% e 5,5%.

Coefficiente de Risco Sistemático

O coeficiente de risco sistemático mede a volatilidade de um determinado activo em relação ao mercado. Devido à falta de dados e ao comprometimento com o não distanciamento do foco do estudo, foi utilizado um coeficiente de risco sistemático contabilístico levantado usando uma matriz de co-variâncias de longo prazo, contra o índice de rentabilidade das Obrigações do Tesouro no Mercado Secundário, hipoteticamente superior à média do mercado e crescente, com base em alterações no risco económico e financeiro da empresa.

Concluída a fase de identificação das variáveis passou-se ao cálculo do custo do capital próprio. A seguir o quadro 4.8 demonstra os valores base utilizados para o cálculo do custo do capital próprio.

Quadro 4.8: Custo do Capital Próprio.

	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Taxa de juros isenta de risco	4,50%	4,44%	3,91%	3,71%	4,14%
Prémio de risco do mercado	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Coefficiente de risco sistemático	0,46	0,45	0,43	0,43	0,42
Custo do Capital Próprio	6,80%	6,69%	6,06%	5,86%	6,24%

Fonte: Relatório e Contas da EMPB.

Custo do capital de Terceiros

Como observado no referencial teórico deste estudo, o custo de capital de terceiros dá-se a partir do momento que uma empresa assume a contratação de algum tipo de financiamento. O custo de capital de terceiros pode ser considerado como os juros dos empréstimos, portanto, possuem um determinado valor e são exigidos a determinado período.

O custo dos capitais de terceiros (Kd) foi estimado com base na seguinte fórmula (Neves, 2002c):

$$Kd = \frac{\text{Juros suportados}_t (1-T)}{\text{Passivo remunerado médio}} \quad (4.2)$$

Onde T é a taxa efectiva de imposto sobre o rendimento. Utilizou-se a média do passivo remunerado de início e de final do ano para minimizar o efeito das distorções provocadas pelas alterações do montante em dívida ao longo do ano. A Demonstração de Resultados (Quadro 4.4) evidência as taxas de impostos sobre o rendimento durante o período em análise. O custo do capital alheio e a taxa efectiva do imposto sobre o rendimento foram alocados de acordo com do período estudado, conforme apresentado no quadro 4.9, com seus correspondentes em percentuais.

Quadro 4.9: Custo do Capital Alheio

	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Taxa efectiva de Imposto sobre lucros	27,46%	19,24%	17,13%	16,25%	16,42%
Custo do Capital Alheio	14,03%	22,99%	23,95%	24,06%	30,78%

Fonte: Dados colectados na empresa estudada.

Custo médio ponderado de capital

Como abordado na secção 2.2.3, o custo médio ponderado de capital é uma medida de avaliação ponderada das diversas fontes de capital da organização. Com esta variável, é possível avaliar exactamente qual o custo de capital de uma determinada organização.

Verificadas todas as informações referentes ao capital e seus custos, fez-se necessário a apuração do Custo Médio Ponderado de Capital - WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), subsídio que permitirá conhecer a agregação (ou destruição) de valor pela EMPB. O WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) é dado pelo capital próprio *multiplicado* pelo custo do capital próprio *mais* o capital de terceiros *multiplicado* pelo custo do capital de terceiros. Neves (2000c) define por:

$$K_m = K_e \frac{CP}{CT} + K_d \frac{(1-t) * CA}{CT} \quad (4.3)$$

K_m = Custo médio do capital líquido de impostos sobre os lucros;

K_d = Custo do Capital Alheio;

K_e = Custo do capital próprio;

t = Taxa de imposto sobre o lucro;

CP = Capital Próprio;

CA = Capital Alheio;

CT = Capital Total Investido, ou seja, capital próprio mais capital alheio.

Assim, ponderando todas as fontes de capital, a EMPB apresentou no período analisado, o seguinte WACC como apresenta-se no Quadro 4.10:

Quadro 4.10: Custo da Captação de Recursos

	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Recursos Próprios	539.817,01	521.106,38	495.977,96	492.878,08	506.223,80
Recursos Alheios	13.485,19	17.198,62	29.649,64	13.937,10	23.783,81
Total de Recursos Captados	553.302,20	538.305,00	525.627,60	506.815,18	530.007,61
Percentual do Capital Alheio	2,44%	3,19%	5,64%	2,75%	4,49%
Percentual do Capital Próprio	97,56%	96,81%	94,36%	97,25%	95,51%
Custo do Capital Alheio	14,03%	22,99%	23,95%	24,06%	30,78%
Custo do Capital Próprio	6,80%	6,69%	6,06%	5,86%	6,24%
Taxa efectiva de Imposto sobre lucros	27,46%	19,24%	17,13%	16,25%	16,42%
WACC	6,88%	7,07%	6,84%	6,25%	7,11%

Fonte: Dados colectados na empresa estudada.

A fase seguinte demonstra o cálculo do EVA[®] considerando os dados apurados nas etapas anteriores deste estudo.

4.8.5 Fase 3: Cálculo do EVA[®]

Neve (2002c) comenta que a apuração dos Resultados Operacionais Líquidos de Impostos é adequado para uma análise previsional, mas uma forma simplista de ver os resultados históricos, visto que a organização pode ter resultados extraordinários e proveitos financeiros resultantes das aplicações de capital.

De acordo com este autor foram utilizados os Resultados Líquidos Sem Alavancagem Financeira calculados por ajustamento dos encargos financeiros a partir dos resultados líquidos. Neves (2002c) apresenta a fórmula de cálculo dos Resultados Líquidos Sem Alavancagem Financeira (RLSAF) da seguinte forma:

$$\text{RLSAF} = \text{RL} + \text{DF} (1-t_e) \quad (4.4)$$

O que é equivalente a:

$$\text{RLSAF} = (\text{RO} + \text{PF} + \text{RE}) \times (1-t_e) \quad (4.5)$$

Onde:

RLSAF - Resultados Líquidos Sem Alavancagem Financeira;

DF – Despesas Financeiras. São consideradas como juros e custos similares;

t_e – Taxa efectiva de imposto. Isto é, ISL/RAI, em que ISL são Impostos Sobre Lucros e RAI os Resultados Antes de Impostos;

PF – Proveitos Financeiros. Deduzidos de perdas financeiras e participação de capital;

RE – Resultados Extraordinários.

Com base nessa estrutura de cálculo e nos dados dos quadros anteriores, elaborou-se o demonstrativo de resultados líquidos e o cálculo dos Resultados Líquidos sem Alavancagem Financeira cuja base utilizou-se para a formação do demonstrativo de cálculo do EVA[®] como demonstrado nos Quadros 4.11 e 4.12.

Quadro 4.11: Demonstração de Resultados Líquidos da DMPB

Demonstração de Resultados	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Volume de negócios	583.021,89	1.168.680,66	1.114.355,01	1.107.967,36	1.500.608,80
Resultado Operacional	61.126,65	62.792,48	35.802,44	36.582,38	89.283,33
Proveitos Financeiros e outros rendimentos de capital	3.123,92	7.208,22	5.425,51	3.692,01	6.204,95
Juros e custos similares	4.306,43	10.769,99	10.440,55	9.074,94	14.094,35
Resultados correntes	59.944,14	59.230,71	30.787,40	31.199,45	81.393,93
Resultados extraordinários	212,05	2.055,36	4.687,39	3.977,38	32.666,91
Resultados antes de impostos	60.156,19	61.286,07	35.474,79	35.176,83	114.060,84
Impostos sobre os lucros	16.517,56	11.794,38	6.077,06	5.714,72	18.728,04
Resultados Líquidos	43.638,63	49.491,69	29.397,73	29.462,11	95.332,80

Fonte: Dados colectados na empresa estudada.

Compilando os dados dispostos no quadro 4.10 pode-se calcular os resultados líquidos sem alavancagem financeira. Quadro 4.12, na sequência.

Quadro 4.12: Cálculo dos Resultados Líquidos Sem Alavancagem Financeira

Cálculo do RLSAF (EBIT)	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
Taxa efectiva de imposto sobre lucros	27,46%	19,24%	17,13%	16,25%	16,42%
Resultados antes de juros e impostos	64.462,62	72.056,06	45.915,34	44.251,77	128.155,19
RLSAF = (RO+PF+RE) * (1-t)	46.762,61	58.189,02	38.049,75	37.062,76	107.112,95
RLSAF = RL + EF * (1-t)	46.762,61	58.189,02	38.049,75	37.062,76	107.112,95

Fonte: Dados colectados na empresa estudada.

Em posse de todos os dados para a mensuração do EVA[®] passa-se ao estágio seguinte, o do seu cálculo. Nessa fase elegeu-se os resultados líquidos sem alavancagem financeira e os recursos totais captados. De posse dos dados dispostos nos quadros 4.10 e 4.12, procedeu-se ao cálculo do EVA[®]:

Quadro 4.13: Cálculo dos EVA[®].

Cálculo do EVA[®]	Jun./2008	2007	2006	2005	2004
RLSAF = RL + EF * (1-t)	46.762,61	58.189,02	38.049,75	37.062,76	107.112,95
Total de Recursos Captados	553.302,20	538.305,00	525.627,60	506.815,18	530.007,61
Custo do Capital Alheio	14,03%	22,99%	23,95%	24,06%	30,78%
Custo do Capital Próprio	6,80%	6,69%	6,06%	5,86%	6,24%
WACC	6,88%	7,07%	6,84%	6,25%	7,11%
Valor Económico Adicionado	9.714,27	21.030,31	3.394,37	3.921,61	

Fonte: Dados colectados na empresa estudada.

Portanto, através dos resultados acima calculados, pode-se obter o EVA[®], aplicando a fórmula sugerida através da adaptação à fórmula original da empresa de consultoria citada anteriormente:

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{Resultado Operacional Líquido Após Impostos (ROLAI)} - \text{Custo de Capital (CC)} \quad (4.6)$$

Foi realizado um cálculo inicial do EVA[®], juntamente com outras medidas de desempenho utilizadas pela empresa durante o período de 2004 a Junho de 2008, tendo como ano base o ano de 2004. Constituindo tal acto como uma introdução gradativa da implementação do EVA[®], com intuito de dar aos gestores tempo para que os mesmos pudessem compreender os números e os seus resultados.

4.8.6 Fase 4: Análise da agregação de valor.

A finalidade básica do EVA[®] é identificar na organização, quais são os activos que valem mais do que o capital investido e, por conseguinte, efectuar um planeamento estratégico para os demais activos que não estão trazendo retorno conforme o custo de capital utilizado pelos mesmos.

No período analisado, as operações da empresa proporcionaram um montante de rendimento que foi gradualmente suficiente para remunerar o capital de terceiros e o capital próprio empregado nas operações e ainda agregar valor ou riqueza ao património dos investidores.

O estudo da análise de desempenho com base no EVA[®] foi realizado tendo por base o período de 2004 até Junho de 2008, propiciando uma avaliação anual da rentabilidade do investimento efectuado pelos quotistas. Em virtude dos resultados EVA[®] obtidos pelos anos base, a direcção da empresa pode iniciar medidas que optimizassem o capital empregado nas operações.

Foi realizado um acompanhamento histórico do EVA[®] por parte da organização com o intuito de sua utilização como sistema de gestão financeira. Pelo facto de que um sistema de gestão baseado no EVA[®] envolve um enorme poder analítico, e uma maior facilidade de comunicação para participantes que não compõem a área financeira da empresa. A organização procura por um crescimento lento, mas sustentável, evitando um crescimento acelerado em um curto espaço de tempo e a qualquer custo. Definindo os indicadores que mais influenciam o EVA[®].

Foram efectuadas algumas reuniões entre o pesquisador e os gestores, com o objectivo de identificar o nível de controlo e análise das informações decorrentes baseadas no EVA[®]. Com base na estrutura do cálculo do EVA[®] e de dados dos quadros anteriores, foram tomadas algumas medidas com o objectivo de aumentar a criação de valor para a empresa tendo por base os valores EVA[®] obtidos.

De posse das sugestões surgidas nas reuniões, foram estabelecidos metas referentes aos objectivos sectoriais: financeiro, controlo interno e atendimento a clientes.

No sector financeiro os objectivos estratégicos predominantes eram aumentar a rentabilidade, a liquidez e menores prazos de recebimento por parte dos clientes.

Em relação ao processo de controlo interno foram realizadas algumas medidas:

- ✓ Análise de todo o activo permanente da empresa e verificação de sua utilização na geração de produtos com margem rentável;
- ✓ Análise do ciclo operacional, que compreende desde o tempo da aquisição do produto e o tempo de permanência no stock;
- ✓ Análise do custo do capital alheio e o tempo de sua amortização;
- ✓ Foi efectuado uma análise dos prazos médios de pagamento aos fornecedores e o recebimento dos clientes, focando sempre que o fornecedor actuasse como um financiador da operação, com prazos maiores nos pagamentos e prazos menores no recebimento das vendas.
- ✓ Foi efectuado uma análise dos activos da empresa e todos passaram a ter um custo de permanência e auferido a sua força de geração de riqueza.

No sector referente ao atendimento a clientes a meta era buscar a satisfação do cliente em relação à qualidade do produto e do serviço, a garantia de um relacionamento fiável e ético e a conquista da preferência do cliente em condições de maiores preços e menores prazos.

Capítulo 5: Conclusões e Recomendações

5.1 Conclusões

No presente trabalho procurou-se verificar a estrutura de avaliação de desempenho de uma Empresa de Material de Pintura do distrito de Braga, partindo da pesquisa exploratória com observação participante com o objectivo de auxiliar os gestores da empresa com a produção de dados e informações a partir de uma investigação empírica denominado estudo de caso.

O mercado altamente competitivo, sendo afectado por factores independentes das acções dos gestores, fez com que os mesmos procurassem a utilização de uma nova ferramenta de análise de desempenho.

Procedeu-se uma investigação nos registos e na documentação contábil e detectou-se que a empresa utilizava apenas as demonstrações contábeis obrigatórias para fundamentar suas decisões de preço, de administração de custos e de avaliação de resultados. O modelo de custeio por absorção, adoptado nos moldes da legislação societária e fiscal, é insuficiente para suprir de dados e informações no processo de tomada de decisão de curto prazo. As medidas de desempenho utilizadas, por não segregarem os custos de oportunidade, distorce o verdadeiro custo dos recursos captados, não informando aos gestores o valor dos recursos próprios e quais são os activos que valem mais do que o capital investido ao se efectuar um planeamento estratégico.

Foi efectuada uma pesquisa exploratória, física e lógica, para a extracção do banco de dados do sistema de informação, dentro das limitações da plataforma, dos dados necessários à formação de relatórios que, complementados com o auxílio de ficheiros electrónicos e adaptações ao elenco de contas do plano contábil permitissem a geração de dados e informações dantes inexistente, melhorando a qualidade do suporte a gestão.

O interesse na realização deste estudo surgiu da constatação de analisar empiricamente a relação do EVA[®], em empresa de médio porte, como medida de desempenho associada à geração de valor para os detentores de capital e a verificação da performance da empresa.

Respondendo as questões da pesquisa, o *Economic Value Added* não traz qualquer conceito novo, nunca antes tratado na contabilidade de gestão, mas repensa temas antigos, focando a atenção para pontos que estavam negligenciados ou mal compreendidos, mostrando a vinculação entre pontos vitais que não estavam claramente coordenados. A adoção crescente do *Economic Value Added* decorre da atenção que os gestores têm dado a criação de valor a nível mundial.

O estudo de caso demonstrou que o EVA[®] no que diz respeito a avaliação do desempenho financeiro da empresa objecto deste estudo teve como principal vantagem em relação as medidas de desempenho tradicionais, por considerar o capital e o custo de capital. O resultado desta pesquisa esta em conformidade com as conclusões efectuadas por Cagle *et al.* (2003), Kiriazis e Anastassis (2007), Kaur e Narang (2008) e McLaren (2005).

A empresa, após a sistematização dos custos, norteados pelo método de avaliação de desempenho com ênfase na criação de valor, passou a ter disponibilidade de dados que permitem aos gestores conhecer os pontos de equilíbrio, as margens e resultados por família de produtos e por tipo de cliente, auxiliando nas decisões de descontinuar um seguimento ou produto.

A revisão da literatura forneceu todo o arcabouço técnico e teórico das sugestões apresentadas e a utilização imediata dos relatórios gerados bem como o interesse despertado nos gestores pelo uso da técnica de avaliação de desempenho, orientada no auxílio criado pelo resultado da pesquisa. Consideram-se atingidos os objectivos da pesquisa. A noção de que o valor da empresa não depende só de elementos financeiros nem tão pouco só de elementos reais (mas antes compreendidos) foi um outro benefício adquirido. Segundo os gestores, a opinião geral foi que a introdução do EVA[®] para a empresa foi boa pois conseguiu transmitir a importância do custo de capital.

Outro benefício apontado pelos gestores pela adopção do EVA[®] refere-se na melhora dos recursos de gestão e melhora no processo de tomada de decisão e planeamento visto que agora levam em conta o custo de capital. Porém para o gestor administrativo, ainda não há compreensão realmente da medida e a mesma é vista como subjectiva devido as adaptações que são feitas. E ainda segundo esse gestor outras medidas prevêm mais objectividade da informação.

No cálculo do EVA[®], deparamos com o custo do capital, um verdadeiro problema para alguns gestores, o que esta em conformidade com os resultados do estudo de Cagle *et al.* (2003) e Kiriazis e Anastassis (2007), visto que passava despercebido na obtenção de resultado da companhia. A metodologia do custo do capital utiliza o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e pelo que se percebe este modelo ainda não se encontra totalmente concebido pela empresa.

O coeficiente de risco sistemático adoptado pela empresa não possibilita quantificar a sensibilidade do retorno do activo financeiro em relação ao retorno do mercado. O mercado não reflecte o beta definido no custo de capital, por se obtido por dados contábeis. Tomar dados de outros mercados, mesmo utilizando técnicas estatísticas sofisticadas para incluir o risco sistemático, parece tornar o cálculo ainda mais questionável, principalmente quando se considera que a integração entre os mercados de capitais referenciados tem de situar-se em níveis muito altos para a validação do modelo utilizado. Entretanto, quando comparada às demais, a alternativa do beta contabilístico mostrou-se como a mais atraente e fiável.

A observação que deve ser feita é a de como mensurar o custo do capital de empresas não cotadas em Bolsa de Valores no mercado de capital português. As variáveis são muito complexas para a estrutura de mercado onde cada actividade tem um risco inerente.

O EVA[®] nesse estudo pode ser definido como uma variável dependente aos factores internos à empresa, visto que não possuem dados que reflectam a sua posição em relação ao mercado. A sua maximização estará subordinada a eficiência da gestão e ao contínuo aperfeiçoamento das técnicas de controlo.

Além disso, a avaliação de desempenho sugerida foi concebida à luz de um modelo de gestão predeterminado e de decisão cujas características foram apenas esboçadas.

A conclusão é a de que o *Economic Value Added* não deve ser acreditado como uma medida superior que capta plenamente criação de valor. No entanto, pode ser considerado como uma melhoria ao longo do resultado contabilístico ou ROI, uma vez que incorpora custo de capital como destaca Cheremushkin (2008b).

Diante do exposto, levando-se em conta o carácter de iniciação da pesquisa, a dificuldade de obtenção de dados fiáveis para o experimento e o pioneirismo do estudo no país, pode-se concluir que os resultados atingidos foram satisfatórios, não tendo o trabalho um carácter conclusivo, mas sim servindo de base para novos estudos que contribuam para o estudo do risco.

5.2 Limitações

No que tange às principais limitações da metodologia empregada, podem ser elencadas as seguintes:

O estudo de caso segundo Yin (2005) é uma investigação empírica de um fenómeno dentro de seu contexto real e por ser a análise de um único ou mesmo de múltiplos casos fornece uma base muito frágil para a generalização. Outro problema típico com projecto holístico é que o estudo de caso por inteiro pode ser conduzido em um nível abstracto, desprovido de dados ou medidas claras e que a natureza do estudo de caso pode se alterar, sem o conhecimento do investigador, durante a realização do estudo.

O trabalho foi desenvolvido com a utilização de custos históricos que, mesmo em cenários de baixa inflação, provocam distorções nas análises comparativas de valores. A não utilização do conceito de valor presente é factor limitativo.

5.3 Recomendações

Durante a pesquisa, observou-se que a empresa tem um problema sério de ciclo financeiro, causado pela concessão de prazos aos clientes superiores aos concedidos pelos fornecedores com um agravante dos atrasos rotineiros nos recebimentos de duplicatas emitidas contra os clientes do sector público.

Uma grande oportunidade na área de pesquisa, consiste em definir melhores modelos quanto ao efectivo cálculo do custo de capital empregado nas empresas não cotadas.

Recomenda-se o uso simultâneo de vários métodos de avaliação de desempenho, uma vez que a utilização de um único método de avaliação de performance financeira não garante que os valores mais correctos sejam apurados, por não haver qualquer evidência de que a utilização de um método garanta melhores resultados do que todos os outros.

Corroborando Jalbert e Landry (2003), McLaren (2005) citam que a gestão da empresa poderá usar a combinação de várias medidas de desempenho, mas deve tomar o cuidado que ao garantir que o benefício de um sistema deste tipo, seja superior ao custo adicionado pela implantação e complexidade dos múltiplos sistemas de medição. Onde os gestores devem garantir que o sistema seleccionado adequa aos requisitos e a cultura da empresa.

Desta forma, será importante que o EVA[®] passe a fazer parte do conjunto de medidas de desempenho utilizada por 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.

6. Referências Bibliográficas

- Abdeen, A. M., Haight, G. T. (2002). A Fresh Look at Economic Value Added: Empirical Study of the Fortune Five-Hundred Companies. *The Journal of Applied Business Research*, 18 (2), pp. 1-10.
- Ali El Mir, Seboui, S. (2006). Corporate governance and earnings management and the relationship between economic value added and created shareholder value. *Journal of Asset Management*, 7 (3), pp. 242-254.
- Almeida, A. T., Ramos, (Francisco de Souza (Orgs)). (2002). *Gestão da informação na competitividade das Organizações*. Recife: Ed. Universitária da UFPE.
- Andrade, I. D. (2004). *Modelo de apuração de custos para apoio à gestão: um estudo de caso em uma distribuidora de medicamentos*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Pernambuco, Recife.
- Assaf Neto, A. (2002). *Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque económico-financeiro* (7 ed.). São Paulo: Atlas.
- Assaf Neto, A. (2003). *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.
- Banco de Portugal. Acedido em 05 de Agosto de 2008. Em <http://www.bportugal.pt/>
- Bastos, N. T. (1999). Avaliação de Desempenho de Bancos Brasileiros Baseada em Criação de Valor Económico. *Revista de Administração*, 34 (3). Acedido em 16 de Maio de 2008, em <http://www.ibmecsp.edu.br/pesquisa/download.php?recid=566>.
- Baum, C. L., Sarver, L., Strickland, T. (2004). EVA, MVA and CEO compensation: Futher Evidence. *American Business Review*, 22 (2), 82-87.
- Beau, A. (2004). *Gestão Estratégica da Informação: como transformar a informação e a tecnologia em fatores de crescimento e de alto desempenho nas organizações*. São Paulo: Atlas.
- Berman, K., Knight, J. (2007). Financial intelligence unlocks career growth. *T + D*, 61 (1), 72-73.
- Beuren, I. M., Martins, L. W. (2001). Sistema de Informações Executivas: Suas Características e Reflexões sobre sua Aplicação no Processo de Gestão. *Revista Contabilidade & Finanças FIPECAFI-FEA-USP*, 26, 6-24.
- Beuren, I. M. *et al.* (2003). *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Biddle, G. C., Bowen, R. M., Wallace, J. S. (1997). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (3), pp. 301-336.

- Blatt, A. (2001). *Análise de balanços: Estrutura e avaliação das demonstrações financeiras e contábeis* (1º ed.). São Paulo: Makron Books.
- Borges, A., Rodrigues, A., Morgado, J. (2004). *Contabilidade e Finanças para Gestão* (2ª ed.). Lisboa: Áreas Editora.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2003). *Fundamentos da Administração Financeira* (R., Taylor, Trad. 3º ed.). Rio de Janeiro: McGraw – Hill Irwin.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (8º ed.). Madrid: McGraw- Hill Interamericana de Espanha.
- Cagle, L., Smythe Jr., T., Fulmer, J. (2003). Implementing EVA®: One company's story. *Journal of Corporate Accounting & Finance* (Wiley), 14 (3), pp. 65-70.
- Carrilo, C. Niño, J. (2006). Información contenida en el EVA: Interpretación y evidencia empírica em Chile. *Revista Latino Americana de Administración*, 36, 1-23.
- Catelli, A. (1999). *Controladoria uma abordagem da gestão econômica GECON*. São Paulo: Atlas.
- Chen, S., Dodd, J. L. (1997). Economic Value Added (EVA): An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure. *Journal of Managerial Issues*, 9 (3), pp. 318-333.
- Chen, S., Dodd, J. L. (2001). Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant. *Journal of Managerial Issues*, 13 (1), pp. 65- 86.
- Cheremushkin, S. (2008a). *Some explanations to what's wrong with the economic value added*. Acedido em 15 de Setembro de 2008, em <http://ssrn.com/abstract=1144704>
- Cheremushkin, S. (2008b). *What's wrong with the economic value added?* Acedido em 15 de Setembro de 2008, em <http://ssrn.com/abstract=1120917>
- Christensen, P. O., Feltham, G. A., Wu, M. G. H. (2002). Cost of Capital in Residual Income for Performance Evaluation. *The Accounting Review*, 77 (1), 1 – 24.
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Avaliação de empresas: Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. São Paulo: Makron Books.
- Cruz, T. (2000). *Sistema de Informações Gerenciais: Tecnologia da Informação e a empresa do Século XXI*. São Paulo: Atlas, 2000.
- Cuganesan, S., Free, C., Briers, M. (2004). Controversies in EVA implementation: A case study of an Australian financial services organization. *Accounting, Accountability & Performance*, 10 (2), 1-35.

- Damodaran, A. (1999). *Estimating equity risk parameters*. Working Papers Series. New York: Stern School of Business, New York University.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (2º ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2005). Value and Risk: Beyond Betas. *CFA Digest*, 35 (3), 67-68.
- Davies, J. *et al.* (1999). Cost of equity capital, CIMA (The Chartered Institute of Management Accountants).
- Demo, P. (2000). *Metodologia do Conhecimento Científico*. São Paulo: Atlas.
- Dodd, J. L., Chen, S. (1996). EVA: A New Panacea?. *Business and Economic Review*, 42 (4), 26-28.
- Dutta, S., Reichelstein, S. (2002). Controlling investments decisions: Depreciation and capital changes. *Review of Accounting Studies*, 7, 253-281.
- Eitman, D. K., Stonehill, A. I., Moffett, M. H. (2002). *Administração financeira internacional* (V., Pezerico, Trad. 9º ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Ehrbar, A., (1999). *EVA valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Fabozzi, F. J., Grant, J. L. (2000). *Value-Based Metrics: Foundations and Practice*. New York: John Wiley & Sons.
- Ferguson, R., Rentzler, J., Yu, S. (2005). Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability? *Journal of Applied Finance*, 15 (2), pp.101-113.
- Fernández, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *Universia Business Review*, 6, 10-25.
- Fountaine, D., Jordan, D. J., Phillips, G. M. (2008). Using economic value added as a portfolio separation criterion. *Quarterly journal of finance & Accounting*, 47 (2), pp. 69-81.
- Forker, J., Powell, R. (2008). *A Comparison of Error Rates for EVA, Residual Income, GAAP-Earnings, and Other Metrics Using a Long-Window Valuation Approach*. Acedido em 15 de Setembro de 2008, em <http://ssrn.com/abstract=1122188>
- Friedlob, G. T., Plewa Jr. F. J. (1996). *Understanding Return on Investment*. New York: John Wiley and Sons.
- Garrison, R. H., Noreen, E. W. (2001). *Contabilidade Gerencial* (J. Paravato, Trad. 9ª ed.). Rio de Janeiro: LTC Editora.

- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas.
- Griffith, J. M. (2004). The True Value of EVA®. *Journal of Applied Finance*, 14 (2), pp. 25-29.
- Griffith, J. M. (2006). EVA and stock performance. *Journal of Investing*, 15 (2), pp. 75-78.
- Hansen, D. R., Mowen, M. M. (2001). *Gestão de Custos: contabilidade e controle* (R. Taylor, 3º Trad.). São Paulo: Pioneira Thonsom Learning.
- Hornngren, C. T., Foster, G., Datar, S. M. (2000). *Contabilidade de Custos*. (J. Paravato, 9ª ed.), Rio de Janeiro: LTC Editora.
- Higgins, R. C. (2007). *Análise para Administração Financeira* (8ª ed.). Rio de Janeiro: McGraw- Hill Interamericana do Brasil.
- Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e a Inovação (2008). *Sobre as PME em Portugal*. Acedido em 19 de Abril de 2008, em <http://www.iapmei.pt/>
- Instituto Nacional de Estatística (2008). *Factores de Sucesso das Iniciativas Empresariais*. Acedido em 19 de Abril de 2008, em http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_main
- Jalbert, T., Landry, S. P. (2003). Which performance measurement is best for your company? *Management Accounting Quaterly*, 4 (3), 32-41.
- Jiang, X., Li, Y. (2008). The relationship between organizational learning and firm's financial performance in strategic alliances: A contingency approach. *Journal of World Business*, 43 (3), pp. 365-379.
- Kaplan, R. S., Norton, D. P. (1993). Putting balanced scorecard to work. *Harvard Business Review*. Sept-Oct.
- Kaplan, R. S., Norton, D. P. (1997). *A estratégia em ação: Balanced Scorecard* (9º ed.). Rio de Janeiro: Campus.
- Kassai, R. S., Kassai, S. S. (2000). *Retorno de investimentos: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial*. São Paulo: Atlas.
- Kaur, M., Narang, S. (2008). Economic Value Added Reporting and corporate performance: A study of satyam computer services Ltd. *ICFAI Journal of Accounting Research*, 7(2), pp. 40-52.
- Kiriazis, D., Anastassis, C. (2007). The validity of the economic value added approach: an empirical application. *European Financial Management*, 13 (1), 71-100.
- Kramer, J. K., Pushner, G. (1997). An empirical analysis of economic value added as a proxy for market value added. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, pp. 41-49.

- Lehn, K., Makhija, A. K. (1997). EVA, Accounting Profits, and CEO Turnover: An Empirical Examination, 1985-1994. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10 (2), pp. 90-97.
- Lovata, L. M., Costigan, M. L. (2002). Empirical analysis of adopters of economic value added. *Management Accounting Research*, 13 (2), 215-228.
- Maher, M. (2001). *Contabilidade de Custos: criando valor para a administração*. (J. Evaristo Trad.). São Paulo: Atlas.
- Malmi, T., Ikaheimo, S. (2003). Value Based Management Practices: Some evidence from the Field. *Management Accounting of Economics*, 14 (3), 235- 254.
- Marconi, M. A., Lakatos, E. M. (2002). *Técnicas de Pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisas, elaboração, análise e interpretação de dado* (5ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Marques, M. C. C. (2004). *Noções fundamentais de contabilidade financeira*. Lisboa: Fisco.
- Martin, J. D., Petty, J. W., Rich S. P. (2003). An Analysis of EVA® and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income. *Working paper*, Hankamer School of Business, Baylor University.
- Martins, E. (2001). *Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica*. São Paulo: Ed. Atlas.
- McCormack, J., Gow, D. (2001). EVA in the E&P industry: The case of Nuevo Energy. *The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance*, 13 (4), pp. 76-86.
- McLaren, J. (2005). Implementing the EVA business philosophy: Management Accounting evidence from New Zealand. CIMA (The Chartered Institute of Management Accountants).
- Medeiros, M. A. (2002). *O EVA/MVA na análise de desempenho das empresas de agribusiness sucro-alcooleiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina.
- Mendes, F. (2004). *A gestão baseada no valor nas instituições financeiras: Um modelo aplicado a bancos múltiplos*. Tese de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA), São Paulo.
- Myers, R. (1996). The Metric Wars. *The Magazine for Chief Financial Officers (CFO)*, 18 October.
- Neto, R. M., Fama, R. (2001, 27-28 Junho). Beta Contabilístico: Uma aplicação no mercado financeiro brasileiro. Artigo apresentado no Seminário em Administração FEA- USP, São Paulo.

- NP EN ISO 9001:2000 - Norma Portuguesa de Sistema de Gestão da Qualidade. Instituto Português da Qualidade, Ministério da Indústria e Energia. Lisboa
- Neves, J. C. (2002a). *Avaliação de Empresas e Negócios: Fundamentos, Técnicas e Aplicações*. Lisboa: Editora McGraw-Hill.
- Neves, J. C. (2002b). *Análise Financeira: Técnicas Fundamentais* (14^a ed.). Lisboa: Texto.
- Neves, J. C. (2002c). *Análise Financeira: Avaliação do Desempenho Baseada no Valor* (3^a ed.). Lisboa: Texto.
- Neves, J. C. (2005). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. Lisboa: Texto Editora.
- O'Byrne, S. F. (1997). EVA and Shareholder Return. *Journal of Applied Corporate Finance*, (9), pp. 50-54.
- O'Hanlon, J., Peasnell, K. (1998). Wall Street's Contribution to Management Accounting: The Stern Stewart EVA[®] financial management system. *Management Accounting Research*, 9, 421-444.
- O'Hanlon, J., Peasnell, K. (2000). Residual income and EVA. *Economic and Financial Computing*, Vol. 10(2), 53-95.
- O'Hanlon, J., Peasnell, K. (2002). Residual income and value-creation: The missing link. *Review of Accounting Studies*, 7(2/3), 229-245.
- Ostrengra, M. R., et al. (1993). *Guia da Ernst & Young para gestão total dos custos*. Rio de Janeiro: Record.
- Otley, D., Berry, A. (1994). Case study research in management accounting and control. *Management Accounting Research*, 5, 45-65.
- Peixoto, S. (2002). *Economic Value Added[®] aplicação às empresas portuguesas cotadas em bolsa*. Lisboa: Euronext Lisbon, Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S. A.
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: The Free Press.
- Rappaport, A. (2005). The economics of short-term performance obsession. *Financial Analysts Journal*, 61 (3), pp. 65-79.
- Rappaport, A. (2006). 10 Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, 84 (9), 66-77.
- Riahi-Belkaeoui, A. (1993). The Information Content of Value Added, Earnings, and Cash Flow: US Evidence. *The International Journal of Accounting*, 28 (1), pp. 140-146.

- Rocha, J.S. (s.d). *Utilizando o indicador EVA – Economic Value Added na gestão econômica de pequenas e médias empresas*. Acedido em 02 de Abril de 2008, em [http:// www.ufsc.br](http://www.ufsc.br).
- Rogerson, W.P. (1997). Intertemporal Cost Allocation and Managerial Investment Incentives: A Theory Explaining the Use of Economic Value Added as a Performance Measure. *Journal of Political Economy*, 105 (4), pp. 770-795.
- Santos, J. O., Watanabe, R. (2004). Uma análise de correlação entre o EVA® e o MVA® no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. *ANPAD Anais*, (Vol. 28). Curitiba: ANPAD.
- Sardinha, J. C. (1995). *Formação de Preços: A arte do negócio*. São Paulo: Makron.
- Serra Negra, C. A., Serra Negra, E. M. (2003). *Manual de Trabalhos Monográficos de Graduação, Especialização, Mestrado e Doutorado*. São Paulo: Atlas.
- Silva, A. (2003). *Metodologia da Pesquisa Aplicada a Contabilidade: orientações de estudos, projetos, relatórios, monografias, dissertações e teses*. São Paulo: Atlas.
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value*. New York: Harper and Collins.
- Stewart, G. B. (1994). EVA: Fact or Fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7 (2), pp. 71-84.
- Stewart, G. B. (1995). EVA Works – But not if you make these common mistakes, *Fortune*, 131 (8), pp. 117-118.
- Stewart, G. B. (2003) How to fix accounting – Measure and report economic profit. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15 (3), pp. 63-82.
- Stern, J., Stewart, B., Chew, D. (1995). The EVA® Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8 (2), pp. 32-46.
- Tomazoni, T., Menezes, E. (2002). Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). *Revista de Administração-RAUSP*, 37 (4), 38-48.
- Tortella, B. (2004). *Efectos de la Introducción de Medidas Financieras en los Sistemas de Compensación del Equipo Directivo: Los Stock Option Plans y El Economic Value Added*. Tese de Doutorado, Universidade Carlos III de Madrid, Madrid.
- Tsuji, Chikashi. (2006). Does EVA beat earnings and cash flow in Japan?. *Applied Financial Economics*, 16 (16), 1199-1217.
- Worthington, A. C., West, T. (2001). Economic value-added: A review of the theoretical and empirical literature. *Asian Review of Accounting*, 9 (1), 67-86.

- Uyemura, D. G., Kantor, C. C., Pettit, J. M. (1996). EVA® for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(2), pp. 94-113.
- Yin, R. K. (2005). *Estudo de Caso: Planejamento e Métodos* (3ª ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Young, D. D. (1998). Groupe Schneider: Economic value added and the measurement of financial performance. *Case Study do INSEAD*, Fontainebleau.
- Young, S. D., O'Byrne, S. F. (2003). *EVA® e Gestão Baseada em Valor. Guia Prático para Implementação*. Porto Alegre: Bookman.

Anexo 1

Anexo 1: Balanço Patrimonial da EMPB

Activo	2008	2007	2006	2005	2004
Imobilizado					
Imobilizações Incorpóreas:					
Desp. de Instalação				242,36	484,73
Desp. de Inv. e Desenv.					
Propriedade Ind. e O. Direitos					
Trespases					
Outras Imob. Incorp.					
Imob. em Curso					
Adiant. por C/ de Im. Incorp.					
				242,36	484,73
Imobilizações Corpóreas:					
Terrenos e Rec. Naturais	43.295,66	43.295,66	43.295,66	43.295,66	
Edifícios e O. Construções	74.706,92	79.140,36	88.007,25	97.282,48	
Equipamento Básico	28.521,43	35.991,53	51.063,94	38.470,79	
Equipamento de Transporte	13.636,37	13.636,37	27.136,37	25.750,00	
Ferramentas e Utensílios					
Equipamento Administrativo	6.365,05	4.128,71	4.994,65	7.263,93	
Taras e Vasilhame					
Outras Imob. Corpóreas	751,98	876,20	1.124,66	1.373,12	
Imobil. em Curso					
Adiant. por C/ de Imob. Corp.					
	167.277,40	177.068,83	215.622,53	213.435,98	247.278,58
Investimentos Financeiros:					
Partes de Cap. em Emp. do Grupo					
Empréstimos a Emp. do Grupo					
Partes de Cap. em Emp. Associadas	112.500,00	112.500,00	112.500,00	112.500,00	112.500,00
Empréstimos a Emp. Associadas					
Títulos e Outras Aplicações Financ.					
Outros Empréstimos Concedidos					
Imobilizações em Curso					
Adiant. por C/ de Invest. Financ.					
	112.500,00	112.500,00	112.500,00	112.500,00	112.500,00
Circulante:					
Existências:					
Matérias-primas, Subs. e de Cons.					
Produtos e Trab. em Curso					
Subprod., Desp., Resíduos e Refugos					
Prod. Acabados e Intermédios					
Mercadorias	128.650,00	114.732,39	131.858,35	133.138,15	155.082,44
Adiantamentos por C/ de Compras					
	128.650,00	114.732,39	131.858,35	133.138,15	155.082,44
Dívidas de Terceiros - Médio e longo Prazo					
Dívidas de Terceiros - Curto Prazo:					
Clientes, C/C	364.282,59	297.109,56	245.968,36	231.857,70	310.257,76
Clientes, Títulos a Receber					
Clientes de Cobrança Duvidosa					
Empresas de Grupo					
Empresas Participadas e Participantes					
Outros Sócios					
Adiantamentos a Fornecedores					
Adiantamentos a Forn. de Imobilizado					
Estado e Outros Entes Públicos					
Outros Devedores		27.333,27	27.573,71	31.062,89	
Subscritores de Capital					
	364.282,59	324.442,83	273.542,07	262.920,59	310.257,76

Anexo 1

Balanço Patrimonial da EMPB (Continuação)

Títulos Negociáveis:					
Acções em Empresas do Grupo					
Obrig. e Tit. de Part. em Emp. do grupo					
Acções em Emp. Associadas					
Obrig. e Tit. de Part. em Emp. Assoc.					
Outros Tít. Negociáveis					
Outras Aplicações de Tesouraria					
Depósitos Bancários e Caixa:					
Depósitos Bancários	112.169,31	131.989,93	62.603,32	44.039,84	22.666,71
Caixa	27.404,36	168,03	233,50	644,39	
	139.573,67	132.157,96	62.836,82	44.684,23	22.666,71
Acréscimos e Diferimentos:					
Acréscimos de Proveitos			2.503,94		
Custos Diferidos	8.097,95	10.479,54	11.901,44	4.063,73	2.954,00
	8.097,95	10.479,54	14.405,38	4.063,73	2.954,00
<i>Total de Amortizações</i>					
<i>Total de Ajustamentos</i>					
Total do Activo	920.381,61	871.381,55	810.765,15	770.985,04	851.224,22

Anexo 1

Balço Patrimonial da EMPB (Continuaço)

Capital Próprio e Passivo	2008	2007	2006	2005	2004
Capital Próprio:					
Capital	250.000,00	250.000,00	250.000,00	250.000,00	250.000,00
Quotas Próprias - V. Nominal					
Quotas Próprias - Desc. e Pr.					
Prestações Suplementares					
Prémios de Em. de Quotas					
Ajustam. de Partes de Cap. em filiais e as.					
Reservas de Reavaliação					
Reservas:					
Res. Legais	21.955,85	19.481,27	19.481,27	18.008,17	
Res. Estatutárias					
Res. Contratuais					
Outras Reservas	222.631,02	200.541,91	192.155,18	186.846,17	150.913,54
Resultados Transitados					
Subtotal	494.586,87	470.023,18	461.636,45	454.854,34	400.913,54
Resultado líquido do Exercício	43.638,63	49.491,69	29.397,73	29.462,11	95.332,80
Dividendos Antecipados					
Total do Capital Próprio	538.225,50	519.514,87	491.034,18	484.316,45	496.246,34
Passivo:					
Provisões:					
Provisões para Pensões					
Provisões para Impostos					
Outras Provisões para Riscos e Encargos					
Dívidas a Terceiros - Médio e Longo Prazo	8.359,71	8.359,71	16.220,09	5.678,34	13.690,64
Dívidas a Terceiros - Curto Prazo:					
Empréstimos por Obrigações:					
Convertíveis					
Não Convertíveis					
Empréstimos por Títulos de Part.					
Dívidas a Inst. de Crédito	107,45	367,12	443,82	245,15	299,60
Adiantamentos por C/ de Vendas					
Fornecedores, C/C	232.852,44	196.306,92	166.528,88	154.780,90	189.160,31
Fornecedores, Títulos a Pagar					
Fornec. de Imobilizado, Tít. a Pagar					
Empresas do grupo					
Empresas Participadas e Participantes					
Outros Sócios	69.831,71	69.831,71	69.831,71	69.831,71	85.342,49
Adiantamentos de Clientes					
Outros Empréstimos Obtidos					
Fornec. de Imobilizado, C/C	5.018,03	8.471,79	12.985,73	8.013,61	9.793,57
Estado e Outros Entes Públicos	29.862,84	38.506,08	19.513,00	10.661,60	13.244,52
Outros Credores	24.585,44			175,76	
	362.257,91	313.483,62	269.303,14	243.708,73	297.840,49
Acréscimos e Diferimentos:					
Acréscimos de Custos	9.946,98	28.431,85	29.263,96	28.719,89	33.469,29
Proveitos Diferidos	1.591,51	1.591,51	4.943,78	8.561,63	9.977,46
	11.538,49	30.023,36	34.207,74	37.281,52	43.446,75
Total do Passivo	382.156,11	351.866,69	319.730,97	286.668,59	354.977,88
Total do C. P. e do Passivo	920.381,61	871.381,56	810.765,15	770.985,04	851.224,22