

A CRIAÇÃO DE VALOR NAS EMPRESAS PORTUGUESAS EXPORTADORAS PARA O MERCADO EXTRACOMUNITÁRIO

CREATION OF VALUE IN PORTUGUESE EXPORTERS FOR THE EXTRA COMMUNITY MARKET

Nuno Teixeira¹; Felisbela Domingos²; Rui Brites³

Resumo

Este trabalho de investigação tem como objetivo identificar os determinantes da criação de valor das maiores empresas portuguesas exportadoras para os mercados extracomunitários. Começou-se por realizar um enquadramento teórico onde foram desenvolvidos vários temas relacionados com a lógica da criação de valor. Para, além disso, foi efetuada uma reflexão sobre os principais indicadores de avaliação da criação de valor referidos na bibliografia, bem como, sobre o conceito de custo do capital. O estudo empírico debruçou-se sobre as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário, tendo como referência os dados económicos e financeiros do exercício de 2015, obtidos na base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos). Os resultados da investigação evidenciam que são os resultados da atividade que influenciam verdadeiramente a capacidade de criação de valor, e em especial as rubricas da atividade operacional, diretamente associadas ao negócio desenvolvido pelas empresas. Verificou-se igualmente, que o custo do capital investido, era bastante reduzido face à rentabilidade criada, o que sugere que estas empresas ainda apresentam uma grande capacidade para se financiarem com capitais alheios e dessa forma, alavancarem o crescimento do seu negócio e a sustentabilidade financeira ao longo do tempo. Para além disso, parecem existir evidências de que a internacionalização para os mercados extracomunitários tem proporcionado uma maior rentabilização dos negócios, contribuindo para a sustentabilidade das empresas e da economia nacional.

PALAVRAS CHAVE: Criação de valor; Internacionalização; Rentabilidade.

Abstract

This research aimed to identify the determinants of the value creation of the largest portuguese exporting companies to the extra-community markets. A theoretical framework was developed in which various topics related to value creation logic were developed. In addition, a reflection was made on the main value creation indicators mentioned in the bibliography, as well as on the concept of cost of capital. The empirical study focused on the 250 largest Portuguese exporting companies for the extra-community market, based on the economic and financial data for the year 2015, obtained in the database SABI (System of Analysis of Iberian Balance Sheets). The research results show that is the results of the

¹ nuno.teixeira@esce.ips.pt; ESCE – IPS

² felisbeladomingos18@hotmail.com, ESCE - IPS

³ rui.brites@esce.ips.pt; ESCE – IPS

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

KEYWORDS: Value creation; Internationalization- profitability.

1. INTRODUÇÃO

A internacionalização tem sido um tema cada vez mais importante no desenvolvimento das empresas nacionais, uma vez que tem permitido a criação de oportunidades em novos mercados de maior dimensão e a obtenção de recursos mais baratos que permitem economias nos fatores de produção. Para além disso, o crescimento das empresas que se internacionalizaram tem permitido uma maior dinamização da economia portuguesa, sendo as exportações uma das rubricas principais do PIB nacional, representando 28% da riqueza gerada em Portugal em 2016 (INE, 2017).

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

Para a realização do estudo empírico teve-se como referência uma amostra constituída pelas 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário. A opção pelos mercados extracomunitários está relacionada com a atratividade de vários mercados alternativos como a China, o Brasil e os PALOP (Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa), que para além da proximidade linguística e cultural, têm vindo a ser nos últimos anos uma rampa de lançamento muito importante para várias empresas portuguesas nos mercados internacionais e apresentam um potencial económico elevado que poderá contribuir para uma maior sustentabilidade da economia nacional a médio e longo prazo. Neste momento, as exportações fora da União Europeia representam cerca de 30% do total de negócios internacional (INE, 2017).

Ao nível da estrutura do trabalho, para além da introdução, irá contemplar uma revisão da literatura onde irão ser desenvolvidos vários temas relacionados com a lógica da criação de valor, sendo efetuada uma reflexão sobre os principais indicadores de medição da criação de valor e sobre o conceito de custo do capital, uma apresentação mais pormenorizada dos objetivos e da metodologia utilizada e a análise e a discussão dos resultados de investigação; por fim, são ainda apresentadas as conclusões gerais do trabalho realizado.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

2.1. A Avaliação de Desempenho Financeiro com Base na Criação de Valor

A avaliação do desempenho financeiro feita apenas com medidas tradicionais (normalmente, com base em resultados ou em indicadores de rentabilidade), fornece em muitos casos, informação limitada e dificulta a decisão dos gestores, não incluindo, por exemplo, as expectativas dos proprietários em termos de rentabilidade a obter. Por isso, têm sido implementados sistemas de gestão baseados no valor, afim de se avaliarem as áreas com maior capacidade de criação de valor e se desenvolverem de novos indicadores de avaliação do desempenho empresarial.

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

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

A esse propósito, o valor criado para o proprietário desde há muito que está nas agendas de muitos conselhos de administração. Mas é a partir de meados da década de 80, que se desenvolve mais a perspetiva de criação de valor, através do grande impulso dado em 1986 por Rappaport com o seu trabalho *Creating Shareholder Value: the new standard for business performance*.

Segundo Teixeira et al.(2013), o conceito de criação de valor está associado à capacidade dos excedentes criados pelo negócio serem capazes não só de cobrir os custos decorrente da atividade, mas também de obterem uma rendibilidade superior à remuneração exigida pelos proprietários e pelas instituições financeiras.

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

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

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

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

Neves (2012) realça, ainda, que a fonte de criação de valor da empresa não é a sua situação financeira, mas sim a sua capacidade para gerar vantagens competitivas sustentáveis face à concorrência. Por isso, é necessário que os gestores conheçam quais os ativos que criam ou destroem valor na empresa, através da utilização de indicadores que permitam evidenciar não só as origens do valor criado, mas também, verificar se este valor é capaz de gerar um resultado superior ao custo do capital investido ou não.

Sendo assim, nos pontos seguintes irão ser abordados os indicadores de criação de valor, bem como o conceito de custo do capital.

2.2. Indicadores de Criação de Valor

Existem diversas perspetivas para a avaliação do desempenho financeiro com base na criação de valor, não havendo, contudo, unanimidade quanto aos indicadores a utilizar. Neves (2012) afirma que todos os indicadores utilizados para medir a criação de valor podem ser calculados de acordo com duas perspetivas, a dos proprietários e a da empresa, sendo que neste trabalho irão ser analisados sobre esta última perspetiva, uma vez que, se pretende verificar se o negócio cria excedentes capazes de remunerar o custo exigido tanto por proprietários como por credores. Já Teixeira (2017) organiza os indicadores de avaliação do desempenho financeiro em três perspetivas: resultados contabilísticos, rendibilidade e fluxos de caixa.

De seguida, apresentam-se os indicadores mais referidos pela bibliografia em cada uma das perspetivas (Teixeira e Jorge, 2016):

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

2.2.1. Avaliação com base nos Resultados

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

De acordo com Teixeira e Amaro (2013), é na década de 90, que o EVA foi registado pela empresa de consultadoria Stern Stewart & Cº, e é a partir desta altura, que este indicador ganha importância, sendo considerado como medida prioritária de desempenho organizacional. Assim, Stewart (1999) afirma que o EVA é uma medida de avaliação financeira que permite conhecer o verdadeiro valor da empresa.

Segundo Neves (2012), o EVA é um indicador que verifica se o negócio é capaz de gerar um resultado superior ao custo do capital investido, ou seja, à rendibilidade exigida pelos diferentes investidores (proprietários e instituições financeiras). Na mesma, linha de pensamento, Kassai et al (2000), afirmam que, o EVA é o valor que a empresa agrega após remunerar todos os recursos investidos, quer sejam financiados pelo custo de capital de terceiros ou pelo custo do capital próprio.

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

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

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

Legenda:

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

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

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

Quadro 1: Interpretação do resultado do EVA

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

Fonte: Teixeira (2017)

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

Já o CVA é um indicador que nos permite avaliar a criação de valor financeiro, de uma organização através da combinação das vantagens dos indicadores baseados nos resultados com o conceito de fluxos de caixa, (Young e O'Byrne, 2003).

Assim, a sua fórmula de cálculo distingue-se do EVA, porque considera os Meios Operacionais Líquidos de Impostos (MOLI), uma vez que estes incluem custos que não exigem qualquer saída monetária à empresa e por isso são excedentes financeiros que devem ser considerados na monitorização da capacidade de criação de valor. Teixeira e Amaro (2013), referem, ainda, que o facto dos custos não desembolsáveis serem incluídos no cálculo deste indicador, implica que não afetam os resultados em função das diferentes políticas contabilísticas adotadas pelas empresas no que respeita às amortizações e depreciações, às imparidades e às provisões do exercício, evidenciando melhor a capacidade de criação de valor.

Assim, o MOLI é calculado através da seguinte fórmula.

$$MOLI = \text{Resultados operacionais} - \text{imposto sobre os resultados operacionais} + \text{Amortizações e depreciações do exercício} + \text{Provisões e imparidades do exercício}$$

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

$$CVA = MOLI - WACC * CI$$

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

Young e O'Byrne, (2003), chamam a atenção que o EVA tem a vantagem de mostrar a capacidade do negócio para cobrir todos os custos inerentes à atividade, sendo também de fácil aplicação e de fácil entendimento. Mas, por outro lado os autores referem ainda que o CVA difere do EVA

por incluir no seu cálculo os encargos com amortizações, depreciações, provisões e imparidades do exercício, o que permite aproximar os resultados aos conceitos de fluxos de caixa, bem como eliminar potenciais distorções causadas pelas políticas contabilísticas das empresas.

2.2.2. Avaliação com Base na Rendibilidade

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

Modigliani e Miller (1958) referem que o valor de uma empresa não está relacionado com a decisão relativa à estrutura de capital, mas com a rendibilidade esperada. Sendo assim, o conceito de rendibilidade da empresa está relacionado, com a capacidade de a atividade gerar lucros suficientes para rentabilizar os investimentos realizados de acordo com uma taxa desejada (Brealey e Myers, 1998). Por isso, a maioria dos estudos económicos e de gestão que observam o desempenho de empresas, utilizam o Return On Investment (ROI) como indicador principal de análise (Neves, 2012).

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

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

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

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

- A análise tradicional da rendibilidade da empresa:

$$ROI = (R.Operacionais) / (\text{Ativo Líquido}) * 100$$

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

- A análise da rendibilidade da atividade de exploração:

$$ROI = (R.Operacionais) / (\text{Ativo Económico}) * 100$$

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

- A análise da rendibilidade global da empresa:

$$ROI = RLSAF / (\text{Total de investimento}) * 100$$

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

Teixeira et al (2013) referem que, para a análise da rentabilidade global da empresa, utiliza-se o RLSAF que é o resultado líquido sem alavancagem financeira, contemplando assim, a soma dos resultados operacionais e dos rendimentos financeiros líquidos de impostos. Já no denominador, os mesmos autores referem que deverá ser utilizado o conceito de total de investimento que contempla o ativo líquido corrigido dos passivos não remunerados e que compensam as necessidades financeiras criadas com a constituição de ativos.

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

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

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

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

$$RS = ROI - WACC$$

Legenda: RS - rentabilidade supranormal; ROI - return on investment; WACC - custo de financiamento da atividade.

Para se determinar o valor criado em valores monetários, a rentabilidade supranormal deverá ser determinada através da seguinte fórmula, devendo o resultado ser semelhante ao obtido pelo cálculo do EVA:

$$\text{Valor criado} = \text{Rentabilidade Supranormal} \times \text{Investimento}$$

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

Para se demonstrar o relacionamento entre as duas óticas de análise de desempenho, irá ser utilizado por uma questão de simplificação de raciocínio, o Resultado Residual (conceito idêntico ao EVA mas sem considerar o efeito fiscal nos resultados) e o ROI calculado da forma tradicional apresentada anteriormente. Contudo, salienta-se que a mesma conclusão poderia ser obtida através da utilização do EVA[®] e do ROI calculado com recurso ao RLSAF e ao Total de Investimento. Assim, desde que haja coincidência entre os princípios de cálculo, obtém-se sempre o mesmo resultado. Passemos então, à demonstração propriamente dita:

Formula de cálculo do ROI:

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

Formula de cálculo do Resultado Residual:

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

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

$$AL \times ROI = RO \quad \rightarrow \quad RO - AL \times ROI = 0$$

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

$$RR = RO - AL \times WACC \quad \rightarrow \quad RO - AL \times WACC = 0$$

Se $WACC = ROI$

$$RO - AL \times ROI = 0$$

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

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

Vejam-se os seguintes exemplos:

ROI > WACC \rightarrow RR > 0
Resultado Residual:
RO = 100 Ativo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%
Se o WACC = 8% RR = 100 - 1.000 * 8% = 20 > 0
- Medição do Valor criado através da Rentabilidade Supranormal:
ROI = 10% WACC = 8%
RS = 10% - 8% = 2% Valor Criado = 2% x 1.000 = 20

ROI < WACC \rightarrow RR < 0
Resultado Residual:
RO = 100 Ativo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%
Se o WACC = 12% RR = 100 - 1.000 * 12% = - 20 < 0
- Medição do Valor criado através da Rentabilidade Supranormal:
ROI = 10% WACC = 12%
RS = 10% - 12% = - 2% Valor Criado = -2% x 1.000 = - 20

Assim, conclui-se que o valor do Resultado Residual e do EVA está diretamente relacionado com a Rentabilidade gerada, sendo positivo ou negativo consoante a Rentabilidade da atividade seja superior ou inferior ao custo de financiamento exigido pelos detentores do capital.

Quanto ao CFROI (Cash Flow Return On Investment), Neves (2011) afirma que, foi criado pela CSFB-Holt Value Associates como uma opção relativamente ao ROI.

Porém, é o indicador mais difícil de operacionalizar e tem como objetivo a determinação de uma taxa interna de rentabilidade (TIR) que tem em consideração o valor atual do investimento (ativos não correntes e necessidades de fundo de maneo existentes, associados ao negócios), a sua vida útil e os meios libertos operacionais líquidos de impostos gerados no ano (resultados operacionais adicionados dos custos não desembolsáveis como as amortizações e depreciações e as imparidades), sendo estes tidos como referência para os exercícios seguintes. Para além destes procedimentos os valores deverão ser calculados a preços correntes e no último ano considera-se

o valor residual dos ativos existentes para determinação da TIR do período de tempo analisado (Neves, 2012)

Young e O' Byrne (2003), afirmam que o aspeto mais relevante deste indicador é o facto de poder ser calculado da mesma forma que a TIR (taxa interna de rentabilidade), mas chamam a atenção de que não poderá ser interpretado da mesma forma.

A fórmula de cálculo do CFROI é a seguinte:

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

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

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

$$VCR = CFROI / (\text{CUSTO do CAPITAL})$$

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

2.2.3. Avaliação com Base nos fluxos de Caixa

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

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

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

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

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

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

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

É calculado através da seguinte fórmula.

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

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

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

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

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

Segundo Teixeira e Jorge (2016) o VEC e a TIRE servem como ponte entre a avaliação dos projetos de investimento, baseada em previsões e o controlo da sua implementação, através da comparação entre os valores previsionais dos indicadores VAL e TIR e os fluxos de caixa criados pelo negócio face à remuneração exigida.

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

$$VEC = FCO_1 * (1 + \text{Custo de Capital})^{(n-1)} + FCO_2 * (1 + \text{Custo de Capital})^{(n-2)} + \dots + FCO_n$$

$$0 = FCO_1 * (1 + TIRE)^{(n-1)} + FCO_2 * (1 + TIRE)^{(n-2)} + \dots + FCO_n$$

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

Sendo assim, conclui-se que os indicadores apesar de serem calculados com diferentes perspetivas, têm a mesma finalidade que é verificar se o negócio cria ou não rendibilidade superior ao custo do capital investido.

2.3. Custo de Capital

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

Os investidores da empresa encaram o custo do capital como um meio para obter uma taxa

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

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

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

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

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

$$WACC = (CP/AL) * Ke + (P/AL) * Kd * (1 - t)$$

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

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

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

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

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

Modigliani e Miller (1958) desenvolveram a teoria da estrutura de capitais em função dos custos e benefícios, vulgarmente conhecida por *trade-off theory*, onde se pretende estipular algumas regras para definir o mix entre capitais próprios e passivos para financiar a atividade, de forma a reduzir o custo médio ponderado de capital (WACC). Segundo Teixeira (2008b), a estrutura de

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

Deste modo, é fundamental ponderar a escolha da fonte de financiamento, uma vez que, a sua seleção condiciona o custo do capital a exigir pelos diferentes investidores e, conseqüentemente, a capacidade de criação de valor financeiro por parte do negócio. Isto porque, quanto maior for a rentabilidade exigida, maiores terão que ser os excedentes a criar pelo negócio, para que este seja um investimento atrativo, tanto para os proprietários, como para os parceiros financeiros (Teixeira, 2017).

3. OBJETIVOS E METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

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

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

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

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

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

Para a realização do trabalho de investigação, os dados foram obtidos na base de dados do Sistema e Análise de Balanço Ibérico (SABI). A SABI possui registos económicos e financeiros de empresas da Península Ibérica. O período analisado correspondeu ao exercício de 2015.

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

Em primeiro lugar, há a destacar que o indicador utilizado para medir a capacidade de criação de valor foi a Rentabilidade Supranormal. Tal escolha, teve em consideração o facto de ser um indicador que permite avaliar facilmente a criação de valor em cada período e se basear num rácio bastante divulgado em termos empresariais e de investigação, o ROI. Para além disso, tal como referido por Teixeira e Amaro (2013), se os pressupostos utilizados forem idênticos, a determinação do valor criado dá resultados idênticos, quer se utilizem indicadores de resultados, de rentabilidade ou de fluxos de caixa.

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

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

Legenda:

RLSAF - resultados líquidos sem alavanca financeira

RO - resultados operacionais

t - taxa efetiva de imposto

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

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

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

Legenda:

ROI - return on investment

RLSAF - resultado líquido sem alavanca financeira

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Legenda:

Y = variável dependente → Valor criado;

β = constante;

X₁, ..., X_k = variáveis independentes;

E = erro de mediação.

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

- Rendimentos operacionais;
- Gastos operacionais;
- Gastos financeiros líquidos dos rendimentos financeiros;
- IRC;
- Ativos não correntes;
- Ativos correntes;
- Passivos não correntes;
- Passivos correntes;
- Capitais próprios.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

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

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

Tabela 1: Valores médios das variáveis associadas ao valor criado

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

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

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

Deste modo, pode-se observar que a classe com maior frequência dos resultados (84,42%) é a que se situa entre -6.677,31 mil euros e 11.695,54 mil euros com 195 empresas enquadradas nestes valores. Para além disso, constata-se que constam na amostra 24 empresas com um valor criado acima dos 11.695,54 mil euros, representando cerca de 10% dos resultados obtidos.

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

Tabela 2: Histograma dos resultados do valor criado

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

Tabela 3: Valores médios das variáveis associadas ao WACC

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

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

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

Tabela 4: Matriz correlação das variáveis associadas ao valor criado

	Ativo líquido	RLSAF	Custo capital	Valor Criado
Ativo líquido	1			
RLSAF	0,605945719	1		
Custo capital	0,867260407	0,409183	1	
Valor Criado	0,240181297	0,895316	-0,040086133	1

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

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

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

Tabela 5: Valores médios das variáveis associadas ao valor criado

Valor Criado (mil euros)	5.063,69
Rendimentos operacionais	118.682,56
Gastos operacionais	107.571,25
Gastos financeiros líquidos	884,75
IRC	2.033,03
Ativos não correntes	49.979,19
Ativos correntes	62.285,13
Passivos não correntes	22.241,55
Passivos correntes	42.621,78
Capitais Próprios	47.397,97

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

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

Tabela 6: Resultados do modelo de regressão

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

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

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

*Significativo para $\alpha < 0,01$

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

Relativamente às variáveis associadas aos ativos e às fontes de financiamento, não são significativas para explicar a criação de valor neste modelo foi trabalhado. Tais resultados, confirmam os valores dos coeficientes de Pearson anteriormente determinados, que evidenciavam uma relação positiva na ordem dos 90% entre o valor criado e os resultados sem alavancagem financeira.

Contudo, face à forte correlação entre os rendimentos e os gastos operacionais e, entre os ativos e os passivos, foi ainda efetuado um segundo modelo sem as variáveis gastos operacionais e passivos correntes e não correntes. Os resultados evidenciam que, os ativos correntes também são significativos para explicar a criação de valor, apresentando, como seria de esperar, um coeficiente negativo (nível de significância de 0,00000 e coeficiente de -0.057591). A seguir, apresenta-se a tabela relativa às estatísticas do segundo modelo realizado.

Tabela 7: Resultados do modelo de regressão

Dependent Variable: VALOR_CRIADO

Method: Least Squares

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

Sample: 1 231

Included observations: 231

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

*Significativo para $\alpha < 0,01$

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

Deste modo, pode-se sugerir que a internacionalização para os mercados extracomunitários

poderá estar a ter um impacto muito positivo nestas empresas, alavancando os negócios e a remuneração dos capitais investidos.

5. CONCLUSÃO

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

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

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

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

Para além disso, parecem existir evidências de que a internacionalização para os mercados extracomunitários tem proporcionado uma maior rentabilização dos negócios, contribuindo para a sustentabilidade das empresas e da economia nacional, uma vez que, tal como anteriormente apresentado, das 231 empresas analisadas, 162 (70% da amostra total) apresentam uma rentabilidade supranormal positiva.

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

Relativamente a futuras investigações, considera-se importante o estudo mais detalhado das variáveis operacionais, de modo a identificar quais as rubricas de custos que mais influenciam a criação de valor destas empresas. Para além disso, sugere-se também que este estudo possa ser alargado às empresas exportadoras para o mercado comunitário, em virtude deste ainda representar cerca de 70% do total das exportações portuguesas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alves, T., & Teixeira, A. (2003). *A Contabilidade e o Valor, na perspectiva dos utilizadores da informação financeira. XV Encontro Nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos?*
- Brealey, R., Myers, S. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais*. (5ª edição). Lisboa: McGraw-Hill
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: The McGraw-Hill Publishing.
- Cohen, E. (1990). *Analyse Financière*. Paris: Economica.
- Copeland, T., Koller, Tim, & Jack. (2001). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (3ª Edição) New york: John Wiley e Sons.
- Damodaran, A. (2017). Country Risk Premium. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Esperança, J., & Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais*. (2ª Edição). Alfragide: Texto Editora.
- Fernández, P. (2001). *Valoración de Empresas*. (2ª Edição). Barcelona: Editora Gestión.

- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas*. Lisboa: Edições Sílabo.
- INE (2017). Principais destinos das exportações portuguesas. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0004172&contexto=bd&selTab=tab2 e consultado a 05-10-2017.
- Jensen, C. M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, vol. 76, nº 2: p. 323–329,.
- Jordan, H., Neves, J., & Rodrigues, J. (2012). *O Controlo de Gestão - Ao serviço da estratégia*. (8ª Edição). Lisboa: Áreas Editora.
- Kassai, J., Kassai, S., Santos, A., & Assaf, N. (2000). *Retorno do Investimento: Abordagem Matemáticas Econtábil do Lucro Empresarial*. . São Paulo: Atlas.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48. . Published by: American Economic Association.
- Mota, A., & Custódio, C. (2008). *Finanças da Empresa - Manual de Informação, Análise e Decisão Financeira para Executivos* . (4ª Edição). Lisboa: Bnomics.
- Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão*. (5ª Edição) Lisboa: Texto Editores.
- Neves, J. C. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. (2ª Edição). Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. . Lisboa: McGraw-Hill.
- Porter, E. M. (1980). *Competitive Strategy: Techiques for Analyzing Industries and Competitors* . New York: McMillian Publishing, free press.
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.
- Rodrigues, J. (2010). Avaliação do desempenho das organizações. Lisboa: Escolar Editora.
- Silva, S., Ferreira, P., & Calegario, C. (2009). Estratégia Financeiras Empresariais para a Criação e Destruição de Valor. *Revista Eletrónica de Gestão Organizacional*. 7 (3):348-362.
- Silva, E., & Queirós, M. (2010). *Gestão Financeira - Análise de Investimentos*. Porto: Vida Económica.
- Stephens, K. & Bartunek, R. (1997). What is economic value added? A practitioner's view. *Business Credit*, 99.
- Stewart, S. (1999). *A verdadeira chave para a criação de riqueza*. Rio de Janeiro: Qualitymark
- Teixeira, N. (2017). *As Fontes de Financiamento e a Criação de Valor Financeira*. Alicante: XXVII Jornadas Hispano-Lusas de Gestão Científica
- Teixeira, N. (2008a). *A rentabilidade e a criação de valor*. (2008) Aveiro: XIII Encontro AECA.
- Teixeira, N. (2008b). *A caracterização da estrutura financeira do sector das tecnologias deinformação*. Estudo apresentado no âmbito do Concurso de provas públicas para Professor Adjunto na ESCE na área científica de Finanças (edital nº 682/2008).
- Teixeira, N. & Jorge, N. (2016). *Avaliação do Desempenho Financeiro e criação de valor – uma visão integrada*: estudo caso. Setúbal: I Congresso de Contabilidade Pública.
- Teixeira, N., Mata, C., Pardal, P. & Teixeira, A. (2013). *A aplicação da rentabilidade supranormal para a avaliação da criação de valor*. Málaga: XXIII Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica
- Teixeira, N. & Amaro, A. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor. *Revista Universo Contábil*, 9(4), 157-178.
- Young, S., & O'Byrne, S. (2003). *EVA e Gestão Baseada no Valor – Guia Prático para Implementação*. Porto Alegre: Bookman.