

Dissertação de Mestrado

**Avaliação do Desempenho da Hidroelétrica de Cahora
Bassa (HCB), S.A.: Criação de Valor Económico Para o
Accionista:**

Discente: Nonávio André David Maunde

Supervisor: Fernando Lichucha

Maputo, Setembro de 2018

MESTRADO EM GESTAO EMPRESARIAL
FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE EDUARDO MONDLANE

DECLARAÇÃO DE HONRA

Eu, **Nonávio André David Maunde**, declaro por minha honra que este trabalho nunca foi apresentado no seu conteúdo para a obtenção de qualquer grau académico, constituindo sim, resultado de uma pesquisa individual, tal como apresentadas no texto, as respectivas fontes usadas para a concretização do mesmo.

Maputo, Setembro de 2018

O autor

.....
(Nonávio André David Maunde)

APROVAÇÃO DO JÚRI

Este trabalho foi aprovado com _____ (_____) valores, no dia ____ de _____ de 2018, por nós membros do júri examinador, Faculdade de Economia, da Universidade Eduardo Mondlane.

(Presidente do Júri)

(Arguente)

(Supervisor)

Aos meus pais (David e Sara), que foram os responsáveis pela minha educação, mesmo ao custo de sacrifícios nunca hesitaram em fazer em prol da formação dos seus filhos.

Aos meus irmãos, Adalberto, Elísio, Roberto, Noémia, Severino (em memória), Estefânia, Brígido e Eneias, pelo incentivo e apoio incondicional.

Á Tânia (minha esposa) e Yonil (meu filho), por tudo o que representam na minha vida.

AGRADECIMENTOS

Ao longo dos meses em que estive envolvido no processo de elaboração do presente trabalho de conclusão do curso de Mestrado em Gestão Empresarial, tive a oportunidade de contar com diversas pessoas que presenciaram todos os momentos desta conquista, no qual só me resta agradecer:

A Deus por me ter ajudado e acompanhado sempre.

Um agradecimento muito especial ao Supervisor **Dr. Fernando Lichucha**, pela disponibilidade, críticas e sugestões sempre pertinentes que constituíram um estímulo/incentivo intelectual para elaboração do mesmo.

Aos Professores do Mestrado em Gestão Empresarial (7^a Edição), com os quais eu aprendi muito.

Aos colegas da turma do mestrado, e especialmente aos colegas e amigos, Dr. Leonel Guambe, Dr. Leopoldo Gune, Dr. Manuel Rafael, Dr. Sergio Mavie, pela relação de cordialidade e companheirismo desfrutada ao longo da formação na qual, hoje preparo-me para colher os respectivos frutos.

A todos aqueles que directa ou indirectamente contribuíram para a realização deste trabalho.

Por fim, e não em último lugar, a minha família e em especial para a minha esposa Tânia Maunde e filho Yonil Maunde, que sempre compreenderam as minhas ausências e relegaram para o segundo plano os momentos de lazer para ajudarem em todos aspectos possíveis para o sucesso deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho desenvolve o modelo de avaliação de desempenho empresarial baseado na criação do valor económico para o accionista, contribuindo um pouco mais para um tema pouco abordado em Moçambique. Este sistema de avaliação de desempenho constitui uma ferramenta crucial para a gestão, não apenas em relação ao seu significado, mas também quanto à melhor forma de avaliação. A ideia principal subjacente a estes modelos, é que o objetivo da empresa não é somente produzir lucro, mas um resultado que supere as expectativas de remuneração dos accionistas, o que conduz a continuidade de um empreendimento, sua capacidade de superar os desafios de mercado, crescer em ambientes competitivos, e criar riqueza aos seus accionistas.

Em relação aos aspectos metodológicos, na pesquisa foi utilizada metodologia do tipo descritiva, no formato de estudo de caso, com abordagem quantitativa. No estudo de caso realizado, a análise recaiu sobre uma empresa de referência nacional no sector hidroeléctrica, no caso concreto, a Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A., no período de 2014 a 2016, recolhendo a informação financeira relevante contida nos relatórios e contas anuais.

Nesta perspectiva, foram desenvolvidos vários modelos (baseados no valor económico) que permitem avaliar se a entidade está ou não a criar valor económico para os accionistas, o que implicou rever outros modelos de avaliação tradicionais baseados no valor contabilístico. Como métrica de avaliação do desempenho baseados no valor económico, deu-se particular importância ao estudo do EVA, CVA e LE.

Os resultados do estudo demonstraram que o desempenho da empresa calculada pelos métodos tradicional foi positivo em todos os períodos da série em análise, porém, foi negativo pelos métodos baseados no valor económico, o que reflecte a actividade da empresa não foi capaz de gerar rendimento suficiente para compensar os investidores de capital, ou seja, a empresa esteve a destruir a riqueza dos accionistas.

Palavras-chave: Gestão Empresarial, Controlo, Avaliação do Desempenho Empresarial, Criação de Valor Económico para o Accionista, EVA, CVA e LE.

LISTA DE SIGLAS E ACRÓNIMOS

APT - *Arbitrage Pricing Theory*

BVM - Bolsa de Valores de Moçambique

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CF - Fluxos de caixa (*Cash Flow*)

Ci – Capital Investido

CVA - *Cash Value Added*

DCF - Desconto de Fluxo de Caixa (*Discounted Cash Flow*)

Ed. – Edição

EPS - *Earnings per Share*

EVA - Valor Económico Adicionado

GWh –Gigawatt hour

HCB - Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A.

INE - Instituto Nacional de Estatísticas

KV – kilovolt

LE - Lucro Económico

MOLI - Meios Libertos Líquidos de Impostos

MT - Meticais

MVA - *Market Value Added*

MW – Megawatt

NOPAT - Lucro Operacional Líquido após os impostos

NIRF's - Normas Internacionais de Relato Financeiro

ROE - *return to equity*

ROI - *return on investment*

S.A. - Sociedade Anónima de Responsabilidade Limitada

SVA - *Shareholder Value Added*

TIR - Taxa Interna de Rentabilidade

WACC - Custo de Capital

Índice

CAPITULO I: INTRODUÇÃO	1
1.1 Problema de Pesquisa.....	2
1.2 Hipóteses	3
1.3 Objectivos da Pesquisa.....	3
1.4 Justificativa do Tema	4
1.5 Metodologia	5
1.5.1 Abordagem e Tipo de Pesquisa.....	5
1.5.2 Definição da População e da Amostra	6
1.5.3 Instrumentos de recolha de dados	6
1.5.4 Tratamento de Dados	7
1.6 Delimitação da Pesquisa	7
1.7 Limitações da Pesquisa	7
1.8 Estrutura do Trabalho.....	8
CAPITULO II: REVISÃO DA LITERATURA.....	9
2.1 Avaliação do Desempenho.....	14
2.2 Medidas de Avaliação do Desempenho	15
2.2.1 Indicadores Tradicionais.....	17
2.2.1.1 Lucro Líquido	18
2.2.1.2 Retorno sobre activos (ROA).....	19
2.2.1.3 Rentabilidade de Capitais Próprios (ROE)	20
2.2.1.4 <i>Earnings per Share</i> (EPS).....	21
2.2.2 Indicadores de Criação do Valor Económico	22
2.2.2.1 EVA (Valor Económico Adicionado).....	23
2.2.2.2 <i>Cash Value Added</i> (CVA).....	26
2.2.2.3 <i>Market Value Added</i> (MVA).....	28
2.2.2.4 <i>Shareholder Value Added</i> (SVA).....	29
2.2.2.5 Desconto de Fluxo de Caixa (<i>Discounted Cash Flow</i> - DFC).....	30
2.3 Capital Investido	32
2.3.1 Custo do Capital.....	35
2.3.1.1 Custo do Capital Próprio.....	36

2.3.1.2	Custo do Capital de Terceiros	37
2.4	Considerações sobre a Literatura Empírica	38
CAPITULO III: ESTUDO DE CASO		40
3.1.	Descrição da Empresa	40
3.2.	Avaliação do Desempenho Economico e Financeiro da HCB	41
3.2.1	Método Tradicional.....	41
3.2.2	Método baseado no Valor Económico Acrescentado	44
3.2.2.1	Cálculo do Custo de Capital Investido	49
3.2.2.2	Indicadores de Desempenho	51
CAPITULO IV: CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES		55
4.1	Constrangimentos.....	57
4.2	Sugestões e Recomendações para Futuras Pesquisas	57
CAPITULO V: BIBLIOGRAFIA.....		59

LISTA DE TABELAS

Tabela 2 – Estrutura do Cálculo do MOLI	28
Tabela 1 - Cálculo do Capital Investido.....	34
Tabela 3 - Desempenho da HCB.....	42
Tabela 4 - Resultados Operacionais Líquidos Ajustados	45
Tabela 5 - Meios Libertos Líquidos de Impostos	47
Tabela 6 - Capital Investido ajustado.....	48
Tabela 7 - Custo do custo de capital da HCB	50
Tabela 8 - Cálculo dos Indicadores de Desempenho	52

LISTAS DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução do NOPAT da HCB no período de 2014 a 2016	46
Gráfico 2 - Evolução do MOLÍ da HCB no período 2014 a 2016.....	47
Gráfico 3 - Evolução do Capital Investido no período de 2014 a 2016.....	49
Gráfico 4 - Evolução dos indicadores de desempenho no período de 2014 a 2016	53

CAPITULO I: INTRODUÇÃO

De acordo com um dos princípios de Contabilidade, nomeadamente o de Continuidade, pressupõe-se que qualquer organização empresarial continuará em operação no futuro. Nesta senda, é crucial que haja uma boa gestão dos recursos humanos, tecnológicos, financeiros, bem como, a oferta de produtos e serviços ajustados às necessidades do mercado-alvo, observando as regras de conduta e de gestão demandados pelos *stackholders*¹, o que garantirá a obtenção de um retorno superior que o exigido pelos accionistas.

O controlo empresarial constitui um instrumento crucial na obtenção de um retorno que satisfaz as expectativas dos accionistas, uma vez que, permite o acompanhamento do desempenho da empresa, os leva os gestores a implementarem medidas correctivas a tempo real e tempestiva. Os gestores necessitam de informações credíveis para subsidiar o processo de planeamento e decisório.

Neste contexto, os gestores têm procurado medidas mais eficazes de avaliação do desempenho para evitar por um lado a tomada de decisões inadequadas e por outro, a implementação de estratégias contraditórias que possam resultar na destruição do valor dos accionistas.

Segundo Aguiar *at al.* (2011), a abordagem da criação de valor tem sido crescentemente defendida e utilizada para análise do retorno do capital investido devido as limitações dos modelos tradicionais de avaliação de desempenho, como é caso do lucro líquido e os indicadores calculados com base no lucro líquido – *return to equity* (ROE), *return on investment* (ROI) e lucro por acção.

De acordo com Neves (2012), os modelos de avaliação de desempenho evoluíram dos modelos tradicionais baseados na contabilidade ou no histórico para os modelos baseados no valor económico acrescentado.

¹ Pessoas que possuem algum tipo de interesse nos processos e resultados da empresa, como funcionários, clientes, credores e outros que têm ligação económica directa com a empresa (Gitman, 2010).

Os modelos de avaliação de desempenho baseados no valor económico acrescentados têm como princípio a implementação de estratégias que permitem aumentar o valor económico do património do accionista, através da eficiente e eficaz aplicação dos recursos dos accionistas, pois, tem como princípio de que o objectivo da empresa não é somente produzir lucro, mas um resultado que supere as expectativas de remuneração dos proprietários de capital.

Neste contexto, a presente dissertação visa avaliar o desempenho de uma empresa moçambicana que se dedica a produção hidroeléctrica, no caso concreto, a Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A., com recursos aos indicadores de desempenho baseados na criação do valor económico, avaliando se empresa esteve ou não a criar valor económico para accionistas no período entre 2014 a 2016.

1.1 Problema de Pesquisa

Entende-se por investimento como sendo uma aplicação de fundos escassos que geram rendimentos, durante um certo tempo, de forma a maximizar a riqueza da empresa (Barros, 2007; Soares et al, 2006). Enquanto aplicação de recursos que gera rendimentos, os gestores tem a árdua missão de definir uma estratégia conducente a maximização da riqueza dos accionistas, isto é, o investimento deve gerar lucros suficientes para rentabilizar o capital investido.

Apesar da a experiência e o bom senso no processo decisório dos gestores, precisam do conhecimento real e tempestiva da posição financeira e económica da empresa, na definição de estratégias que permitem a rentabilização do capital investido.

O uso de indicadores tradicional de avaliação de desempenho empresarial baseado na informação contabilística tem levantado diversas criticas na comunidade empresarial, uma vez que, apresentam limitações pelo uso de critérios conservadores apresentados pela contabilidade, que não tomam em consideração o custo de capital investido, o risco de negócio e o valor do dinheiro no tempo, enquanto que, os indicadores de desempenho baseados na criação do valor económico como o EVA (Valor Económico Adicionado), MVA (*Market Value Added*), CVA (*Cash Value Added*), SVA (*Shareholder Value Added*) e Desconto de Fluxo de Caixa (DFC) eliminam estas limitações.

É neste contexto que a presente pesquisa de dissertação visa avaliar o desempenho financeiro da empresa *Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A.*, com recursos aos indicadores baseados na criação do valor económico para o accionista, no caso em apreço, o EVA, CVA e Lucro Económico, para responder a seguinte questão de pesquisa:

Será que a empresa Hidroelectrica de Cahora bassa, S.A. criou valor económico para os accionistas no período de 2014 a 2016?

1.2 Hipóteses

H₀: A empresa HCB no período de 2014 a 2016 criou valor económico para os accionistas.

H₁: A empresa HCB no período de 2014 a 2016 não criou valor económico para os accionistas.

1.3 Objectivos da Pesquisa

a) Objectivo Geral

- ✓ Avaliar a criação do valor económico para os accionistas no período de 2014 a 2016 na empresa Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A.

b) Objectivos Específicos

Para alcance do objectivo geral a pesquisa assentará nos seguintes objectivos específicos:

- ✓ Comparar os fundamentos de gestão baseados na criação do valor com os procedimentos tradicionais de gestão focados nos lucros;
- ✓ Demonstrar a eficácia dos métodos de avaliação de desempenho baseados na criação do valor para o accionista;
- ✓ Analisar o desempenho económico e financeiro da Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A.;

- ✓ Propor para a HCB, em caso de apresentar destruição de valor económico dos accionistas, a revisão da estratégia, abandono de activos que não criam valor económico, uso de novas tecnologias, etc.

1.4 Justificativa do Tema

A avaliação do desempenho empresarial tem sido uma preocupação constante para os gestores, uma vez que os ajuda a perceber se a empresa está, ou não, a alcançar os objectivos previamente estabelecidos. Assim sendo, os gestores devem escolher os melhores meios de avaliação do desempenho empresarial com vista a garantir uma boa gestão empresarial.

Segundo Rappaport (2001), inicialmente a avaliação do desempenho empresarial era feita através de indicadores contabilísticos e financeiros, mas, estes indicadores revelam-se insuficientes e não oferecem a real segurança aos gestores. A insuficiência dos indicadores contabilísticos e financeiros levou o aparecimento na década 90 de indicadores baseados na criação de valor económico para o accionista que auxiliassem melhor no processo decisório empresarial.

A avaliação de desempenho empresarial com base nos indicadores de criação de valor económico para o accionista, tem ganho cada vez mais popularidade a nível mundial e é uma metodologia bastante enraizada nos Estados Unidos da América, sendo que, em Moçambique ainda não existe históricos de adopção destas medias e utiliza-se frequentemente os indicadores tradicionais na avaliação do desempenho empresarial.

Este cenário chama atenção, a necessidade urgente de adopção desta medida no seio das empresas moçambicanas, com intuito de avaliar se realmente estão ou não a criar valor económico para os accionistas, uma vez que, existe muitas empresas que tem um histórico de registo de um desempenho contabilístico positivo, o que pode não significar que estão a criar valor económico para os seus accionistas, ou seja, a maximizar o retorno do capital investido, como é o caso da HCB que é tida como uma das mais lucrativas em Moçambique.

Considerando a importância da HCB para o país e o facto de ser tida como uma das mais lucrativas, releva-se importante avaliar a empresa com intuito de identificar se realmente o empreendimento têm criado ou destruído valor económico dos accionistas, despertando o interesse desta metodologia de avaliação do desempenho no seio dos gestores, uma vez que, estão envolvidos na difícil tarefa de garantir uma boa rentabilidade para os accionistas.

Esta problemática, por outro lado, tem também uma grande importância para os analistas financeiros e académicos, porque lhes é apresentado uma melhor metodologia de avaliação do desempenho empresarial.

1.5 Metodologia

1.5.1 Abordagem e Tipo de Pesquisa

A pesquisa foi realizada numa abordagem quantitativa, que consistiu na análise dos dados das variáveis a serem estudadas, tendo-se recorrido as Demonstrações Financeiras da Empresa Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. do período de 2014 a 2016 auditadas e preparadas de acordo com as Normas Internacionais de Relato Financeiro (NIRF's).

A escolha da pesquisa quantitativa justifica-se pelo emprego da quantificação, tanto nas modalidades de colecta de informações quanto no tratamento da mesma informação por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples como o percentual, média as mais complexas como análise de regressão etc, valendo-se de informações numéricas (Richardson *et al*, 2015).

No que concerne ao tipo (ou método) de pesquisa, pode ser classificada por descritiva, como um dos métodos da abordagem quantitativa. A utilização do método de pesquisa descritiva para avaliar a criação (ou destruição) do valor económico do accionista permite avaliar a empresa estudada e, simultaneamente, identificar, sistematizar e propor estratégias que assegurem a continuidade da empresa.

Para a operacionalização da pesquisa recorreu-se ao estudo de caso sendo uma modalidade de Pesquisa Descritiva (Gil, 2008), que constitui um estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objectos, de maneira que permita seu amplo e detalhado conhecimento, tendo em conta que a

pesquisa tem como objectivo avaliar a criação do valor económico para os accionistas no período de 2014 a 2016 na empresa Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A.

O acima exposto, serviu de suporte para compreender o conceito de criação do valor económico para o accionista e sua aplicação como metodologia de avaliação de desempenho empresarial.

1.5.2 Definição da População e da Amostra

Segundo Gil (2008), de modo geral as pesquisas sociais abrangem um universo de elementos tão grande que se torna impossível considera-los na sua totalidade. Por essa razão, nas pesquisas é muito frequente trabalhar com uma amostra que possa ser representativo do universo populacional.

Tendo em a conta a relevância de avaliação das empresas moçambicanas com vista aferir se estão ou não a criar valor económico para os seus accionistas, no desenvolvimento desta pesquisa tomou-se como amostra as demonstrações financeiras da empresa Hidroeléctrica Cahora Bassa, S.A., disponíveis no mercado, por mera acessibilidade ou por conveniência uma vez que esta entidade é tida como sendo uma das mais lucrativas do país, ou seja, empiricamente a empresa cria valor económico para os accionistas.

1.5.3 Instrumentos de recolha de dados

Para o desenvolvimento deste trabalho, baseou-se numa análise bibliográfica e documental. A análise bibliográfica consistiu na recolha de alguma informação em manuais que o abordam o tema em estudo. Nesta senda, foram consultados livros e artigos científicos, relevantes para a contextualização do tema de pesquisa.

Na análise documental recorreu-se a materiais que ainda não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetos da pesquisa, como é o caso de relatórios de pesquisa, tabelas estatísticas e relatórios relacionados com HCB, como é o caso dos relatórios económicos e financeiros da empresa dos períodos de 2014 a 2016.

1.5.4 Tratamento de Dados

Na execução da presente pesquisa, após a colecta de dados, cingiu-se na selecção das demonstrações financeiras da HCB e outros dados disponíveis no mercado relevantes para o desenvolvimento da pesquisa e posteriormente seguir-se a fase do ajustamento da informação financeira, com intuito de eliminar as distorções causadas pela contabilidade.

Na análise dos dados, por forma alcançar os objectivos preconizados acima, usou-se a observação dos dados e sua representação em tabelas e gráficos durante toda a serie do período em análise, com vista aferir se a HCB esteve ou não a criar valor económico para os accionistas no período de 2014 a 2016. A ferramenta de uso para exploração dos dados foi o Microsoft Excel (2010).

1.6 Delimitação da Pesquisa

A presente pesquisa foi desenvolvida na óptica de analista financeiro externo, analisando o HCB sob o ponto de vista financeiro, com recurso apenas a dados disponíveis no mercado, relevando as limitações de um analista externo a empresa que detém pouca informação sobre a empresa para aplicar a metodologia proposto,

A avaliação do desempenho da HCB foi efectuada com recurso aos dados mais recente disponíveis no mercado, no qual constitui o horizonte temporal de 2014 a 2016.

1.7 Limitações da Pesquisa

Para avaliar a empresa Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. foram utilizados à priori dados recolhidos junto da pagina *web* da empresa e para dados secundários, recorreu-se informações publicadas por instituições nacionais, nomeadamente o Banco de Moçambique, o Instituto Nacional de Estatísticas (INE) e a Bolsa de Valores de Moçambique (BVM).

No entanto, a principal limitação da presente pesquisa foi o acesso aos dados, em particular para o valor do mercado e o plano de negócio da empresa para pelos menos os próximos três anos, que não permitiu, por um lado, a inclusão de mais indicadores de medição do valor criado para

os accionistas, como é o caso dos indicadores baseados nos fluxos de caixa esperados, reduzindo assim a robustez dos resultados.

Na obtenção dos dados secundários, a principal limitação constituiu a existência de uma bolsa de valores menos activa que permitisse a obtenção do risco sistemático da acções da Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A., levando que se trabalhasse com base em pressupostos e não em dados reais.

1.8 Estrutura do Trabalho

Esta pesquisa organiza - se em quatro capítulos a saber:

- O primeiro capítulo compreende a introdução do trabalho, que inclui o tema de estudo, o problema de pesquisa, as hipóteses do trabalho, os objectivos da pesquisa, a justificativa e relevância do tema em estudo, a metodologia, delimitação e a respectiva limitação da pesquisa;
- O segundo capítulo apresenta conceitos sobre análise dos indicadores de criação do valor económico para os accionistas;
- O terceiro capítulo apresenta as análises e resultados da criação do valor económico para os accionistas na Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A.;
- No quarto capítulo apresenta conclusão e as recomendações, e em seguida apresenta-se as referências bibliográficas usadas, e os anexos.

CAPITULO II: REVISÃO DA LITERATURA

A actividade humana, nas diversas vertentes, revela que vivemos numa sociedade de organizações, sejam públicas ou privadas, de maior ou pequeno porte, com ou sem fins lucrativas, nas quais as pessoas trabalham em conjunto com vista atingirem um determinado objectivo que seria impossível se as pessoas trabalhem isoladamente (Teixeira, 2013).

Para o autor, a organização consiste em estabelecer relações formais entre as pessoas, e entre estas e os recursos, para atingir os objectivos propostos, sendo que pode constituir-se em hospitais, escolas, igreja, forças armadas, empresas, governo e organizações oficiais. De entre as organizações, a empresa constitui a de maior relevância para o desenvolvimento económico dos países.

Uma empresa consiste num agrupamento humano hierarquizado, que mobiliza meios humanos, matérias e financeiros para extrair, transformar, transportar e distribuir produtos ou prestar serviços e que, atendendo a objectivos definidos por uma direcção, faz intervir nos diversos escalões hierárquicos as motivações do lucro e da utilidade social (Menezes, 2003).

Segundo Ferreira (2010), uma empresa reúne um conjunto de factores (físicos, de capital, de conhecimento e humanos), sob a direcção dos gestores, com o intuito de produzir bens e serviços para o mercado, visando a obtenção de lucros.

Para a concretização dos objectivos empresariais torna-se crucial que haja uma boa gestão empresarial, esta que pode ser o diferencial entre o fracasso e o sucesso de um negócio, pois, nada adianta fornecer ao mercado produtos e serviços de alta qualidade, se não for feita uma boa gestão empresarial.

Uma boa gestão inevitavelmente gera resultados eficazes em todas as esferas do negócio, a começar pela produtividade dos colaboradores, que é estimulada por meio de uma liderança altamente qualificada, para além de que contribui de igual modo para a manutenção de uma situação financeira adequada, uma vez que são implementados controlos mais rigorosos com vista a evitar desperdícios de recursos, tanto financeiros quanto de pessoas, com o objectivo de maximizar o retorno do capital investido.

Para Teixeira (2013), a má gestão tem elevados custos para a sociedade, e não são apenas os recursos financeiros e matérias que são desperdiçados, também as pessoas que constituem essas empresas, gestores incluídos, sofrem consequências negativas do seu encerramento.

No entanto, uma gestão empresarial consiste na interpretação dos objectivos propostos e transformá-los em acção empresarial, através de planeamento, organização, direcção e controlo de todos os esforços realizados em todas as áreas e em todos os níveis da empresa, a fim de atingir esses mesmos objectivos (Teixeira, 2013).

Ferreira (2010) define gestão empresarial como um processo de conceber e manter um ambiente no qual os indivíduos, conjunta ou individualmente, atingem eficientemente os objectivos definidos. No entanto, todas as organizações têm necessidade de gestão para serem mais produtivas, mais eficazes e mais eficientes, para crescerem e gerarem lucros.

Segundo Chiavenato (2011), gestão empresarial é um processo contínuo e sistemático que envolve um conjunto de fases como planeamento, organizar, dirigir e controlar o uso de recursos e competências a fim de atingir um determinado objectivo, quer a satisfação das necessidades dos clientes assim como às suas próprias.

Taylor, fundador da teoria de administração científica², defende que gestão empresarial consiste no planeamento, preparo, controlo e execução das actividades planeadas, sendo que:

- (i) **Planeamento** – consiste em substituir no trabalho a improvisação dos operários por métodos cientificamente comprovados, onde a improvisação dava lugar ao planeamento dos métodos de trabalho. No entanto, consiste em determinar antecipadamente o que deve ser feito para que se consigam os objectivos pretendidos, e como fazê-lo.
- (ii) **Preparo** – tem como finalidade seleccionar cientificamente os trabalhadores de acordo com suas aptidões e treiná-los para produzir mais e melhor. Além do preparo da mão-de-obra, preparar também as máquinas e equipamentos de produção, bem como o arranjo físico e a disposição racional das ferramentas e materiais.

² O termo Administração Científica é devido às tentativas de aplicar os métodos da ciência aos problemas da Administração, a fim de alcançar uma eficiência industrial, que são aplicados, principalmente, através da observação e mensuração.

(iii) **Controlo** – tem a finalidade de certificar de que o trabalho está sendo executado de acordo com os métodos estabelecidos, pois, consiste na comparação do desempenho actual e os standards (ou padrões) previamente definidos com o intuito verificar se a actividade realizada está ou não a alcançar os objetivos ou resultados desejados.

(iv) **Execução** – consiste em atribuir responsabilidades para que a execução do trabalho seja disciplinada, ou seja, consiste na interpretação dos planos para os outros e das as instruções para execução.

Fayol, fundador da teoria clássica de administração³, define gestão como: prever, organizar, comandar, coordenar e controlar, conforme:

(i) **Prever** – consiste em estabelece os objetivos da empresa, especificando a forma como serão alcançados, ou seja, examinar o futuro e traçar um plano de acção a médio e longo prazo.

(ii) **Organizar** – É a forma de coordenar todos os recursos da empresa, sejam humanos, financeiros ou materiais, alocando-os da melhor forma segundo o planeamento estabelecido.

(iii) **Comandar** – faz com que os subordinados executem o que deve ser feito. Seu objectivo é alcançar o máximo retorno de todos os empregados no interesse dos aspectos globais do negócio.

(iv) **Coordenar** – consiste em reunir, unificar e harmonizar toda a atividade e esforço. Sincroniza coisas e acções em proporções certas e adapta meios aos fins visados.

(v) **Controlar** – consiste em estabelecer padrões e medidas de desempenho que permitam assegurar que as atitudes empregadas são as mais compatíveis com o que a empresa espera.

O presente trabalho, irá incidir-se na pesquisa do controlo como uma das funções de gestão empresarial, avaliando a HCB se está ou não a concretizar os objectivos previamente delineados.

³ A teoria clássica de administração caracterizava-se pela ênfase na estrutura que a organização deveria possuir para ser eficiente.

Segundo Koontz & O'Donnel (1978, p. 226), podemos ter as seguintes fases de controlo:

- ✓ Definição de *standards* (ou padrões) – critérios estabelecidos nos quais os resultados reais podem ser medidos quer seja em termos dos níveis de qualidade ou quantidade desejados;
- ✓ Avaliação de desempenho – consiste na comparação dos padrões com as realizações, ou seja, no cálculo dos desvios, verificando se os níveis de tolerância foram ou não ultrapassados;
- ✓ Acções correctivas – são os pontos em que as variações, erros ou desvios devem ser corrigidos para que as operações sejam normalizadas.

Para Chiavenato (2011, p.168-171) podem-se observar as seguintes fases de controlo:

- ✓ Estabelecimento de objectivos ou padrões de desempenho - o primeiro passo do processo de controlo é estabelecer previamente os objectivos ou padrões⁴ a alcançar ou manter.
- ✓ Avaliação do desempenho - para controlar o desempenho deve conhecer-se algo a respeito dele e do seu passado. O propósito da avaliação do desempenho é verificar se os resultados desejados estão sendo obtidos e quais as correções necessárias a serem feitas.
- ✓ Comparação do desempenho com o padrão estabelecido - consiste na determinação da variação, erro ou desvio do desempenho, tendo como base os padrões estabelecidos comparando os resultados alcançados com os esperados, ou seja, é o grau da diferença entre o desempenho real e o desejado.
- ✓ Acção correctiva - o controlo⁵ deve indicar quando, quanto, onde e como se deve executar a correção no momento em que o desempenho não está de acordo

⁴ Os padrões definem o que deve ser medido em termos de tempo, dinheiro, qualidade, unidades físicas, custos ou por meio de índices dentro de uma organização e quais os instrumentos de medidas adequados.

⁵ O controlo separa o que é normal e o que é excepcional, para que a correção se concentre nas excepções ou nos desvios, com vista a permitir com que as operações futuras possam alcançar melhores resultados.

com o padrão estabelecido. O objectivo desta acção é de fazer com que aquilo que é feito seja feito exactamente de acordo com o que se pretendia fazer.

No que concerne ao instrumento de controlo, a presente pesquisa irá incidir na avaliação dos indicadores de criação do valor económico para os accionistas da HCB, na vertente financeira, verificando se o desempenho alcançado pela entidade nos exercícios económicos⁶ de 2014 a 2016 está alinhado com o desejado pelos investidores de capital, no pressuposto de que os accionistas investiram na empresa com o objectivo de aumentar a sua riqueza.

Em finanças, a estrutura básica de um sistema de controlo empresarial apresenta-se através de indicadores de mensuração da rentabilidade, tais como lucratividade, crescimento de vendas, retorno sobre investimentos, entre outros (Samanez, 2007). No entanto, para a obtenção da rentabilidade desejada é relevante fazer um controlo da empresa, ou seja, é preciso fazer uma constante mensuração dos resultados para ver se a empresa está trilhando o caminho certo.

Os gestores das empresas têm à sua disposição recursos investidos em activos que podem ser provenientes dos accionistas (capital próprio) ou de financiadores externos (capital alheio). Ora, os gestores devem preocupar-se com a remuneração exigida pelos investidores do capital, uma vez que estes desejam que o valor aplicado propicie um retorno adequado às suas expectativas. Assim, os gestores devem avaliar periodicamente o desempenho da empresa para aferir se a rentabilidade da empresa satisfaz as expectativas dos investidores de capital, ou seja, se a empresa está a criar ou destruir o valor dos accionistas.

A rentabilidade de uma organização constitui peça fundamental na tomada de decisão sobre a realização de novos investimentos estratégicos, na definição da adequada política de dividendos e na capitalização da empresa, fazendo-a continuar a existir e ao mesmo tempo satisfazer os objectivos dos demais *steckholders*.

Caso a remuneração da empresa não seja adequada, os accionistas podem extrair os recursos investidos na empresa e destina-los em novas oportunidades que apresentem uma remuneração adequada, ou seja, que acrescentam o valor económico do accionista. É neste âmbito que se torna crucial avaliar o desempenho de uma organização no final de cada exercício económico como

⁶ É o período temporal em que ocorrem as operações contabilísticas/financeiras de uma entidade empresarial.

instrumento do controlo do cumprimento dos objectos almejados, que ao nível empresarial é a criação do valor económico para os accionistas.

2.1 Avaliação do Desempenho

A Avaliação de Desempenho é uma ferramenta de controlo empresarial e de gestão estratégica. Segundo Samanez (2007, p. 328), uma vez que o maior objectivo da empresa é a maximização da riqueza dos accionista, é natural que se procure saber como é que o desempenho da empresa será avaliado e qual será o impacto das decisões de investimento e de financiamento nesses objectivos. O autor sustenta também que as empresas calculam e divulgam informações financeiras sobre a empresa com o objectivo de orientar os gestores e investidores quanto à eficácia das decisões de gestão e de locação de capital.

Segundo Martins (2002), a avaliação do desempenho equivale à realização de uma radiografia da empresa com o objectivo de identificação dos pontos fortes e fracos com vista a propor medidas correctivas face as fraquezas detectadas.

A avaliação de desempenho proporciona um conjunto de informações que representam e caracterizam as actividades da empresa, fornecendo uma visão geral dos resultados atingidos, permitindo, desta forma, comparar se as decisões foram tomadas de acordo com os resultados planeados, ou seja, quantificar os desvios no sentido de posteriormente, serem aplicadas medidas correctivas (Duarte, 2011).

Neste âmbito, pode se dizer que avaliação de uma empresa significa apurar ou estimar o valor económico de uma determinada entidade, e é sem sombra de dúvida importante, pois dá a conhecer a todos os *stakeholders* a gestão que é efectuada na empresa, permitindo com que os gestores revejam as suas estratégias e métodos de direcção, minimizando os efeitos que possam influenciar o seu futuro desempenho. Ademais, é crucial que o analista financeiro obtenha toda a informação pertinente no processo de avaliação de desempenho com vista a ter um resultado de qualidade, pois, uma avaliação mal sucedida pode conduzir a graves consequências, tais como expectativas irreais e incorretas.

Para Marquez (2009), a avaliação do desempenho financeiro é uma ferramenta crucial para os seguintes tomadores de Decisão:

1. Potenciais investidores - que utilizam a informação para avaliar se vale a pena investir na empresa ou não;
2. Bancos - na avaliação no processo de concessão de financiamento e no acompanhamento do desempenho dos seus clientes;
3. Colaboradores - para que possam saber da situação do seu emprego;
4. Fisco - para que possa calcular o correcto montante de impostos da empresa;
5. Accionistas - para poderem verificar se a empresa está ou não a criar valor económico;
6. Clientes - para que possam ver garantida a continuação do fornecimento dos produtos e/ou serviços;
7. Fornecedores - para que possam prever se a empresa no futuro liquidará as suas dívidas;
8. Concorrentes - que através desta informação poderão avaliar a performance relativa;
9. Gestores da empresa - que são sem dúvida uns dos mais interessados, visto os documentos financeiros permitirem compreender, controlar e avaliar as operações, facultando assim um bom suporte para a tomada de decisões.

Porquanto, importa realçar que o presente estudo, avaliará a empresa na óptica de accionista com vista apurar se a empresa está ou não a criar o valor económico.

2.2 Medidas de Avaliação do Desempenho

As medidas de avaliação do desempenho são ferramentas que quantificam ou qualificam uma organização, o que permite formar um juízo sobre a eficácia e a eficiência do objecto organizacional (Duarte, 2011). Estes indicadores tem o propósito de permitir o acompanhamento do desempenho dos gestores e auxiliar o processo decisório.

Ademais, as medidas de avaliação de desempenho fornecem uma visão geral dos resultados atingidos, permitindo desta forma, comparar se as decisões foram tomadas de acordo com os resultados planeados.

Ao longo do tempo tem se observado uma evolução nos critérios de avaliação do desempenho empresarial, sempre com o objetivo de buscar aquela que melhor reflitam o valor económico criado para o accionista.

Neves (2012) defende que, é crucial para o sucesso de uma organização a escolha de indicadores adequados num sistema de gestão estratégica, de modo a permitir avaliar a concretização dos objectivos traçados e caso necessário, proceder atempadamente com as medidas correctivas.

Segundo Aguiar *at al.* (2011), numa primeira fase, o desempenho empresarial estava ligado a boa actuação da área comercial, o que levava com que a sua mensuração fosse baseada no volume de vendas e facturamento, ou seja, quanto maior for o volume de vendas ou o facturamento, maior é o retorno sobre o investimento. Esta medida apresenta grandes limitações por não considerar o valor do investimento realizado e o custo de oportunidade do investimento.

Na segunda fase, o desempenho empresarial era medido através da margem bruta e operacional que é obtida através da diferença entre o volume de vendas com os custos e as despesas incorridas. Novamente, esses indicadores não consideram o valor do investimento realizado e o custo de oportunidade desse investimento.

Na terceira fase, o foco insidia sobre o lucro líquido, dando-se primazia a riqueza gerada para o accionista, tendo como pressuposto de que quanto maior for o lucro líquido apurado em um determinado período maior será o retorno sobre o investimento realizado. Todavia, este indicador não reflecte a capacidade de a empresa gerar valor económico para o accionista, por basear-se no histórico e não contemplar o custo de oportunidade do investimento.

Na quarta fase começa a considerar-se o valor do investimento realizado, pelo facto dos gestores aperceberem-se que o controlo não só deveria ser efectuado sobre as operações, como também sobre os recursos financeiros utilizados para a sua geração.

As principais medidas de retorno sobre o investimento incluem: Lucro líquido, ROA, ROI, ROE e EPS, sendo que, estas medidas apresentam limitações por depender do lucro líquido que é baseado nos dados contabilísticos e não tomam em consideração o custo de oportunidade.

Segundo Cunha (2002), as limitações dos indicadores tradicionais de desempenho, levou os gestores a buscarem medidas alternativas para a análise do retorno de um investimento que fossem baseadas não mais em números decorrentes de práticas contabilísticas. Essas medidas passaram a enfatizar a maximização do valor económico como principal objetivo financeiro, buscando-se a identificação das variáveis que exercem impacto sobre o valor económico acrescentado.

Na moderna gestão empresarial é recomendável o uso de indicadores de desempenho baseados no valor económico acrescentado, uma vez que, os indicadores financeiros tradicionais não conseguem por si só captar a “saúde estratégica” de uma organização, refletindo apenas a evolução do desempenho financeiro da entidade.

Segundo Assaf (2014), uma empresa é considerada como criadora de valor económico quando for capaz de oferecer a seus proprietários de capital (credores e accionistas) uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganho. Portanto, obtém-se o retorno depois de remunerar todos os capitais investidos, inclusive o custo de capital.

As principais medidas de retorno baseadas no conceito de valor económico para accionista são os seguintes: EVA (Valor Económico Adicionado), MVA (*Market Value Added*), CVA (*Cash Value Added*), e SVA (*Shareholder Value Added*).

2.2.1 Indicadores Tradicionais

Tal como referido anteriormente, as medidas tradicionais de desempenho financeiro são baseadas em dados contabilísticos que não reflectem o risco financeiro, e sofrem influência de uma serie de regras contabilísticas que provocam distorções nos mesmos.

A contabilidade é uma ciência que estuda os fenómenos ocorridos no património das entidades, mediante o registo, a classificação, a demonstração expositiva, a análise e a interpretação desses fatos, com o fim de oferecer informações e orientações necessárias a tomada de decisões sobre a composição do património, suas variações e o resultado económico decorrente da gestão da riqueza patrimonial (Franco, 1997, p. 21).

No entanto, as praticas contabilísticas tendem a ser conservadoras, pois preparam as

demonstrações financeiras para o uso primordial dos credores, cujos objectivos são diferentes das dos gestores e accionistas.

A avaliação do desempenho através da informação contabilística é geralmente feita através de indicadores financeiros como: Lucro Líquido, *Return on Equity* (ROE), o *Return on Assets* (ROA) e o *Earnings per Share* (EPS). Estes indicadores apresentam restrições no que se refere ao apuramento do valor económico para o accionista devido aos critérios conservadores apresentados pela contabilidade tradicional e não permitem avaliar o risco do negócio da empresa. Por outro lado, permitem apenas avaliar o que aconteceu no passado e não o que poderá acontecer no futuro.

Rappaport (2001) aponta as seguintes limitações aos indicadores tradicionais:

- ✓ Excluem o risco das operações assim como o custo de oportunidade do capital próprio;
- ✓ Podem ser manipulados;
- ✓ Os critérios contabilísticos podem variar de empresa para empresa, fazendo com que os resultados possam ser diferentes. Deste modo torna-se mais difícil a comparação das demonstrações financeiras;
- ✓ Analisam apenas um único período;
- ✓ Não têm em conta as necessidades de investimentos, quer em capital circulante, quer em activos permanentes.

2.2.1.1 Lucro Líquido

Este indicador é determinado tendo em conta os procedimentos contabilísticas, representando reflexos financeiros já acontecidos ou a acontecer, desde que vinculados a transações ocorridas ou a factos geradores vinculados com as transações já ocorridas (Martins, 2001). Como medida de desempenho, o pressuposto é que quanto maior for o lucro líquido apurado em um determinado exercício económico, maior será o retorno sobre o capital investido.

O lucro líquido é criticado por ser um indicador que expressa eventos passados e não efectivamente o que a empresa espera e, ainda, exclui o princípio básico de finanças – o valor de dinheiro no tempo, não levando em conta a necessidade de novos investimentos.

Rappaport (2001), descreve os factores que contribuem para distorção do lucro líquido como indicador de riqueza para os accionistas, nomeadamente: i) adoção de práticas contabilísticas alternativas; ii) exclusão das necessidades de investimento; e iii) não consideração da mudança do dinheiro no tempo.

2.2.1.2 Retorno sobre activos (ROA)

Segundo Gitman (2010), este indicador avalia a eficiência da administração na geração de lucros a partir dos activos e expressa seu resultado indicando o quanto a empresa obteve por unidade monetária investida nos activos. Representa uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se, ou seja, determina a eficiência dos gestores de uma empresa quanto à obtenção dos lucros com os activos disponíveis.

O pressuposto deste indicador, é que quanto maior for o valor do ROA, melhor será o retorno sobre o capital investido, mostrando que os activos da empresa estão sendo correctamente utilizados e a produzir bons resultados. o valor do ROA será maior quanto melhor for a relação entre o activo total e o lucro líquido, o que significa que a empresa deve manter um activo se este agregar valor económico para o accionista.

Assaf (2014), intende que uma alternativa à utilização do ROA na avaliação do retorno produzido pelo total aplicado por accionistas e credores é o retorno sobre o investimento (ROI). Pois, enquanto o activo engloba os bens e direitos mantidos por uma empresa, o investimento corresponde aos recursos captados de forma deliberada para aplicação em seus negócios, devendo, portanto, ser devidamente remunerado.

Segundo Marion (2010), o retorno sobre investimento é a mesma coisa que o retorno sobre activos, servindo para indicar o quanto a empresa ganhou pelo capital investido.

Segundo Neves (2012), o ROA é definido pelo resultado líquido no momento t, dividido pelo total de activos no momento t, conforme a seguinte formula:

$$ROA = \frac{\textit{Lucro Líquido}}{\textit{Activo Total}}$$

O pressuposto deste indicador é que, o desempenho da empresa será maior quanto maior for a rentabilidade do activo, para além de que, quando comparado com o custo do capital alheio, evidencia se o endividamento pesa favoravelmente ou não, na rentabilidade dos capitais próprios, podendo ser útil na definição da estrutura de capitais ou do endividamento da empresa.

Importa frisar que, este indicador é bom para a comparação entre empresas do mesmo sector, uma vez que, as empresas de diferentes sectores requerem maior ou menor intensidade de activos.

2.2.1.3 Rentabilidade de Capitais Próprios (ROE)

Segundo Assaf (2014), este indicador tem maior relevância para os accionistas, uma vez que traduz a rentabilidade dos recursos investidos. No entanto, compara o lucro líquido do exercício com o património líquido do empreendimento, que constitui o valor injectado pelos accionistas da empresa na constituição do negócio, acrescido dos resultados reinvestidos ao longo do tempo.

Para Neves (2012), o ROE mostra o retorno por cada unidade monetária investida e, quanto mais elevada for, maior será o valor económico acrescentado.

Este indicador pode ser comparado com o custo de oportunidade de outros investimentos disponíveis no mercado financeiro com risco semelhante, o que permite aferir se a empresa remunera melhor ou não aos accionista face as outras alternativas de investimento com risco semelhante existentes no mercado, permite ainda analisar a capacidade de autofinanciamento.

O ROE pode ser determinado através da seguinte fórmula:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Capitais Próprios}}$$

Nabais e Nabais (2004), referem que este indicador é usualmente analisado por investidores e bancos, e tem como pressuposto de que quanto maior for o ROA maior será a atractividade da empresa ou o valor económico acrescentado.

No entanto, este indicador, como qualquer outro, deverá ser utilizado com prudência por não tomar em consideração a estrutura de financiamento da empresa. Assim, uma empresa que recorra bastante ao endividamento poderá aumentar consideravelmente a sua rentabilidade dos capitais próprios, sem no entanto, aumentar a rentabilidade da empresa no seu todo.

2.2.1.4 Earnings per Share (EPS)

O *earnings per share*, também designado resultado por acção, representa o rácio entre resultados líquidos e o número de acções, e tem como finalidade indicar o quão lucrativo se apresentou um empreendimento pela utilização dos recursos disponibilizados pelos accionistas.

Assaf (2014), ressalta que o índice EPS representa a parcela do lucro líquido pertencente a cada acção, sendo que, a sua distribuição aos accionistas é definida pela política de dividendos adoptada pela entidade. O EPS é obtido da divisão do lucro (prejuízo) líquido do exercício pelo número de acções ordinárias em circulação, conforme a fórmula que segue:

$$EPS = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de acções ordinárias}}$$

O *earnings per share* é dos indicadores mais usados pelos investidores, uma vez que, permite ter uma aproximação do lucro que cada acção proporciona ao seu detentor, ainda, constitui um dos parâmetros de valorização das acções, pois, através dele os accionistas avaliam os resultados apresentados pela empresa em relação as acções em seu poder.

2.2.2 Indicadores de Criação do Valor Económico

Segundo Teixeira (2014), a teoria financeira tradicional definia como objetivo da empresa a maximização do lucro, enquanto que, na teoria financeira moderna a principal preocupação passou a centrar-se na maximização do valor económico do accionista.

Para Neves (2012), uma empresa cria valor económico para os accionistas quando os retornos obtidos são superiores aos custos dos capitais utilizados para gerar esses retornos, isto é, as receitas de venda superam todas as despesas incorridas, inclusive o custo de oportunidade do capital investido.

Assim sendo, os accionistas têm a expectativa que a empresa gere um rendimento superior ao custo de oportunidade das outras alternativas de investimentos existentes no mercado de risco semelhante, o que promove a valorização do valor investido, ou seja, a criação do valor económico.

Neves (2012), sustenta que a criação de valor económico para os accionistas implicitamente representa a capacidade de criação de valor da empresa, ou seja, se uma empresa criar valor para os accionistas, também deverá estar a criar valor económico para *stakeholders* no geral, como colaboradores, fornecedores, estado, clientes, entre outras.

Para Teixeira (2014), uma empresa destrói valor quando:

- ✓ O retorno da empresa não consegue cobrir o custo mínimo de oportunidade do capital investido;
- ✓ O retorno da empresa não consegue compensar os accionistas pelo risco assumido.

Segundo Neves (2012), as decisões de gestão que criam valor económico para a empresa podem ser enquadradas em três tipos:

- ✓ Decisões operacionais - que dizem respeito à gestão corrente das atividades;
- ✓ Decisões de investimento - que correspondem à aquisição e alienação dos activos de médio e longo prazo que são fundamentais para o funcionamento e sucesso da empresa;

- ✓ Decisões de financiamento - que dizem respeito a estratégia de mobilização de recursos financeiros necessários para o financiamento do ciclo da tesouraria e do investimento.

Copeland, Koller e Murrin (2002), são da opinião que o valor económico adicional é a melhor medida de retorno, pois é a única que requer informação completa, sendo que, dentre as várias medidas de criação de valor económico para os accionistas, as principais são as seguintes: EVA (Valor Económico Adicionado), MVA (*Market Value Added*), CVA (*Cash Value Added*), SVA (*Shareholder Value Added*) e DCF (*Desconto dos Cash Flows*).

2.2.2.1 EVA (Valor Económico Adicionado)

Segundo Stewart (1991), o EVA consiste numa forma de medir o rendimento residual que subtrai o custo do capital aos resultados operacionais gerados pela empresa, assumindo-se como a medida de desempenho que determina corretamente todas as formas através das quais se pode criar ou destruir valor económico.

Para Grant (1997), o EVA é definido como a diferença entre o lucro líquido operacional da empresa e o custo total do capital expresso em termos monetários, pois, serve como um modelo de mensuração de sucesso da empresa, porque está estritamente alinhado com a maximização da riqueza solicitada pelos accionistas.

Segundo Gitman (2006), o EVA é uma medida usada para determinar se um investimento contribui ou não para geração de riqueza para os accionista, pois, é calculado subtraindo-se o custo dos recursos utilizados para financiar um investimento dos seus lucros operacionais, após o pagamento dos impostos.

Entretanto, o EVA é um sistema de gestão financeira que mede o retorno que os capitais próprios e os de terceiros proporcionam aos seus proprietários, pois, mede a diferença entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital.

Para Chari (2009), o EVA é o indicador que melhor expressa o resultado económico de uma empresa e que auxilia os gestores a tomarem decisões mais racionais e tem como vantagem o seguinte:

- ✓ É uma medida econômica e não apenas contábilística e pode ser aplicado em todos tipos de empresas, com exceção das instituições financeiras que por regulamento devem fazer reservas de capital;
- ✓ Para além de determinar o valor económico gerado por segmento, o EVA permite proporcionar uma informação económica e financeira de síntese, mais aderente à realidade da criação de valor económico e, por isso, capaz de ponderar todos os factores que contribuem para a sua formação;
- ✓ Pode ser aplicado à análise de uma organização na sua totalidade ou apenas a uma parte dela, permitindo medir a qualidade das equipas de decisores e gestores, incentivando-os a actuar como accionistas e empresários;
- ✓ Possibilita a criação de um sistema mais integrado de planeamento, controlo, flexibilidade, forte relação com valor patrimonial líquido, mensuração em moeda, indicadores de responsabilidade de acções e a facilidade de adopção.

De acordo com Neves (2012), uma empresa cria valor económico acrescentado quando o seu EVA for positivo, conforme a fórmula que se segue:

$$EVA = NOPAT - WACC * Ci$$

Onde:

WACC – Custo de Capital;

Ci – Capital Investido.

NOPAT = Lucro Operacional Líquido após os impostos, sendo que este, resulta de resultados exclusivamente oriundos das actividades operacionais, independentemente como elas são financiadas, excluindo deste modo os resultados financeiros e extraordinários.

Segundo Neves (2002), o lucro operacional líquido é a receita operacional que a empresa teria caso estivesse livre de endividamento. O seu cálculo inclui todos os tipos de receitas e despesas operacionais e exclui as receitas e despesas financeiras, as provisões para imposto de renda e contribuições social sobre o lucro líquido, os resultados extraordinários e o rendimento de investimentos não operacionais.

A relevância de ajustes resulta do facto do cálculo do EVA basear-se em demonstrações financeiras preparadas com base em princípios contabilísticos, espelhando a posição da empresa no pressuposto de liquidação, e não sob o ponto de vista económico. Por este motivo, para mensurar o valor do NOPAT, é necessário realizar alguns ajustes nas demonstrações financeiras.

Para Almeida *at al.* (2016), os ajustamentos mais comuns a serem efectuados na determinação do NOPAT são as seguintes:

- ✓ As despesas financeiras decorrentes de empréstimos não integram no NOPAT, pois o custo do capital de terceiros é cobrado através do encargo de capital, mas incluídos no cálculo do custo do capital;
- ✓ As receitas financeiras podem ou não serem consideradas no seu cálculo, caso as características das operações da empresa recomendem a inserção ou não do caixa como parte do capital da empresa;
- ✓ Os resultados não operacionais e extraordinários devem ser excluídos no cálculo do NOPAT e capitalizados após a dedução dos impostos como um investimento no negócio, isto é, são incluídos no capital investido;
- ✓ Os efeitos fiscais das despesas financeiras, do resultado não operacional e extraordinários são excluídos dos impostos operacionais sobre o lucro operacional e da contribuição social apurados na demonstração de resultado. Os impostos operacionais devem ser subtraídos do resultado operacional antes da dedução do imposto para se chegar ao NOPAT;
- ✓ Os impostos diferidos, resultantes de diferenças entre as normas contabilísticas e as regras fiscais, devem ser adicionados no NOPAT, ou seja, adiciona-se um aumento e subtrai-se um decréscimo;
- ✓ As provisões contabilísticas criadas para antecipar o reconhecimento dos custos de obrigações futuras, tais como reestruturação empresarial, manutenção de cauções e de garantias, litígio, ou dano ambiental e limpeza, o seu aumento/diminuição deve ser adicionado/subtraído no NOPAT, transformando a provisão em regime de caixa. Além

disso, o saldo da conta de provisões deve ser adicionado ao capital investido.

2.2.2.2 Cash Value Added (CVA)

O CVA é uma medida de desempenho baseada no valor económico e criada pela consultoria norte-americana Boston Consulting Group (BCG) como nova opção em relação ao EVA. A diferença deste indicador em relação ao EVA reside no facto de o CVA utilizar os meios libertos operacionais líquidos de impostos em detrimento dos resultados operacionais líquidos de impostos.

Segundo Ferreira (2002:243), CVA é equivalente ao resultado operacional ajustado e após impostos, adicionado das amortizações contabilísticas e deduzido das amortizações económicas e do custo do capital investido. Este indicador mede quanto o fluxo de caixa operacional excede ou não o custo dos activos empregues. Para uma actividade que intrinsecamente não gera caixa, mede os custos económicos totais associados a ela.

Para Teixeira e Pardal (2005), o CVA inclui os custos não desembolsáveis como resultados do período, como é o caso das amortizações e depreciações e provisões do exercício, uma vez que representam custos aceites fiscalmente, mas que não exigem qualquer saída monetária da empresa, o que significa que são rendimentos que contribuem para a criação de autofinanciamento que devem ser considerados na criação do valor económico para os accionistas.

O BCG defende o CVA como uma melhoria sobre o EVA, pois, o CVA baseia-se em fluxos de caixa e não é desenvolvida a partir do lucro, por utilizar a base de activos bruta corrigida em seu cálculo.

De acordo com Young e O'Byrne (2003), este indicador revela-se vantajoso por não ser afectado pela política de amortizações e depreciações da empresa, bem como, pelas provisões e imparidades (que fiscalmente são aceites como custo, mas que não representam saídas de dinheiro).

Contudo, estes autores chamam a atenção para o facto de que o EVA evidenciar a capacidade do negócio para cobrir todos os custos decorrentes da actividade, sendo que, com o método CVA, os gestores actuam mais como investidores, visto que têm em atenção a rentabilidade do capital e o

risco do negócio, conseguindo assim identificar melhor as oportunidades de negócio.

Segundo Neves (2012), a fórmula de cálculo do CVA é idêntica à do EVA, a diferença reside na substituição dos Lucro Operacional Líquido após os impostos (NOPAT) pelos Meios Libertos Líquidos de Impostos (MOLI), conforme a seguinte expressão matemática:

$$CVA = MOLI - WACC * Ci$$

Ou

$$CVA = EVA + Custos não desembolsáveis - WACC * Ci$$

Onde:

WACC –Custo de Capital;

Ci – Capital Investido

MOLI - Meios Libertos Líquidos de Imposto, sendo esta componente, contemplar os resultados operacionais líquidos e os custos não desembolsáveis.

Segundo Teixeira e Pardal (2005), os meios libertos líquidos de impostos representam por lado, o dinheiro que sobra após a empresa pagar os custos de exploração e por outro, derivam dos resultados operacionais líquidos, adicionados os custos não desembolsáveis (imparidades, provisões, amortizações e depreciações do exercício), uma vez que estes representam custos que não exigem qualquer saída monetária à empresa.

Os autores acrescentam que os custos não desembolsáveis são considerados rendimentos que contribuem para a criação de autofinanciamento, uma vez que, representam custos aceites fiscalmente, mas que não exigem qualquer saída monetária na empresa.

No entanto, o MOLI pode ser determinado pela seguinte expressão:

Tabela 1 – Estrutura do Cálculo do MOLI

Descrição	Valores
(+) Resultado Operacional Líquido (NOPAT)	XXXXXXXX
(+) Amortizações e Depreciações do exercício	XXXXXXXX
(+) Provisões e Imparidades do exercício	XXXXXXXX
(-) Meios Libertos Líquidos	XXXXXXXX

Adaptado de Teixeira e Pardal (2005)

2.2.2.3 *Market Value Added* (MVA)

De acordo com Ferreira (2002), o MVA foi criado por Stewart (1991), sendo que, indica o total da riqueza que foi criada ou destruída em relação aos accionistas durante um determinado período de tempo.

Para Ehrbar (1999), o *Market Value Added* é a diferença entre o capital que os investidores colocaram na empresa e o montante que poderiam receber se o vendessem pelo preço corrente de mercado, ou seja, é a diferença entre o valor de mercado da empresa, reflectido pela cotação das suas acções, e o total do capital investido em suas operações ou pelos proprietários de capital (credores e accionistas), conforme a seguinte expressão matemática:

$$MVA = \text{Valor de Mercado} - \text{Capital Investido}$$

Este modelo, compara o valor de mercado de uma empresa de capital aberto com o quanto ela possui de capital investido no próprio negócio.

Segundo Mota *at al.* (2012), um MVA positivo é sinónimo de que o mercado acredita que da actuação da empresa irá resultar uma rentabilidade superior ao custo do capital investido, enquanto que um MVA negativo significa, obviamente, o contrário.

O MVA representa a expectativa do mercado em relação à situação da empresa pelo facto de ser uma medida cumulativa de desempenho, pois, indica o quanto as acções tem agregado valor económico aos accionistas. A título exemplificativo, se uma determinada empresa verificar um aumento deste indicador significa que o seu valor de mercado aumentou mais do que o valor de capital investido, caso contrário, a empresa encontra-se perante um problema, uma vez que está a

arruinar a riqueza dos accionistas.

O MVA apresenta as seguintes limitações:

- ✓ Só poderá ser calculado se a empresa tiver suas acções negociadas em bolsa e tiver um preço de mercado;
- ✓ Não pode ser utilizado para calcular o valor de diferentes secções ou departamentos da empresa, uma vez que a empresa no seu todo é que está cotada em bolsa de valor e não um ou outro departamento;
- ✓ Não toma em conta o custo de oportunidade dos investimentos realizados.

Ehrbar (1999), critica o modelo em virtude de considerar que somente poderá ser calculado se a empresa negociar as acções em bolsa e tiver um valor no mercado, sendo que, as oscilações da bolsa de valor podem afectar o valor da empresa no curto prazo e também não permitem avaliar por sectores da empresa.

Assaf (2014), ressalta como críticas ao MVA o facto de considerar o custo de oportunidade de investimentos mais antigos realizados na empresa e de desconsiderar os rendimentos pagos aos accionistas no passado.

2.2.2.4 Shareholder Value Added (SVA)

O método do *Shareholder Value Added* foi criado por Rappaport nos anos 80, definindo-o como o valor do capital dos accionistas através da diferença entre o valor da empresa e o valor actual das dívidas, correspondendo o valor da empresa ao valor actual dos *cash-flows* líquidos, subtraindo o custo de capital.

Assaf (2014), define SVA como a contribuição de um gestor para o aumento do valor de uma empresa num determinado período de tempo, ou seja, para que se acrescente valor económico ao longo desse período, é necessário que a taxa de retorno do investimento seja superior à taxa de custo do capital, caso contrário os investidores não têm motivação para investir, uma vez que a empresa não cria valor.

Segundo Rappaport (2001), o valor de uma empresa no modelo SVA consiste em três componentes básicos:

- ✓ O valor presente do fluxo de caixa livre durante o período de previsão;
- ✓ O valor residual, que representa o valor presente do negócio, atribuível ao período além do período de previsão;
- ✓ Valor corrente de títulos negociáveis e outros investimentos que podem ser convertidos em caixa e que não sejam essenciais à operação do negócio.

A análise de desempenho segundo o modelo SVA baseia-se na comparação do desempenho real do fluxo de caixa com o projectado, e consiste no desconto de fluxos de caixa futuras ao momento presente. O SVA é representado pela seguinte expressão matemática:

$$SVA = \text{Valor actual dos cash flow} + \text{Valor residual previsto no final do período} \\ - \text{valor da liquidação actual}$$

O indicador SVA, equipara-se ao indicador de análise do *break even point* por representar o nível de margem de lucro operacional para o qual a empresa não regista lucro e nem prejuízo, mas para este caso orientado para o valor económico. No entanto, quando os gestores se concentram neste indicador apenas garantem a manutenção do valor económico do accionista, ou seja, não cria e nem destroem o mesmo.

2.2.2.5 Desconto de Fluxo de Caixa (*Discounted Cash Flow - DFC*)

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), dentre vários métodos de avaliação do valor económico criado para o accionista pela metodologia DFC, destacam-se os modelos DCF empresarial e o do lucro económico (*Economic Profit*) com uso mais difundido.

O valor de uma empresa pelo modelo DCF empresarial corresponde ao valor das suas operações⁷, menos o valor do endividamento e outras obrigações passivas que tenham prioridade

⁷ Os valores das operações e de endividamento são iguais aos respectivos fluxos de caixa descontados a taxa de desconto.

a do capital ordinário, ou seja, expressa o valor actual dos *fluxos de caixa* projectados, descontados por uma taxa que reflecta o risco associado ao negócio.

Uma empresa criar valor económico para os seus accionistas quando os fluxos de caixa esperados são positivos, o que significa que os fluxos de caixa operacionais esperados são superiores que os níveis de investimentos necessários.

De acordo com Mota, et al., (2012), o DCF empresarial determina o valor da empresa numa perspectiva dinâmica, sendo que, o valor da empresa depende fundamentalmente da sua capacidade de criar riqueza, ou seja, resulta principalmente da sua capacidade de gerar fluxos monetários (*cash flows*) no futuro.

Copeland, Koller e Murrin (2002) destacam a importância dos fluxos de caixa para o processo de avaliação, atentando ao seguinte:

- ✓ As mudanças de valor estão mais ligadas às expectativas do que ao desempenho actual;
- ✓ Os níveis de avaliação estão ligados ao retorno no capital investido e ao crescimento;
- ✓ O mercado atribui grande importância aos resultados de longo prazo e não só ao desempenho de curto prazo.

Para se determinar o valor da empresa segundo o modelo, estima-se os fluxos de caixa esperados por um determinado período e actualiza-se esses fluxos a uma taxa que reflecta o custo de oportunidade de capital investido (WACC), conforme a seguinte formula:

$$DFC \text{ Empresarial} = \sum \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Este modelo tem como fundamento o facto de quando o DFC Empresarial for positivo significa que os gestores estão a criar o valor económico para os accionistas e quando for negativo significa que estão a destruir a riqueza dos accionistas.

Segundo Mota, et al., (2012), os fluxos de caixa esperados consistem nos fundos gerados pela actividade operacional da empresa depois de realizados os investimentos de reposição e/ou

expansão, não incorpora quaisquer fluxos de caixa ligados ao aspecto financeiro, como despesas com juros e dividendos, conforme a seguinte fórmula:

$$FC = NOPLAT + Despesas\ não\ desembolsáveis - \Delta FM - CAPEX$$

Onde:

NOPLAT - Lucro Operacional após Impostos sobre Lucro

Despesas não desembolsáveis – Amortizações e Provisões

ΔFM – Investimento em capital de circulante líquido

CAPEX - Novos Investimento em Activos Permanentes ou Investimento em Imobilizado

Quanto ao modelo Lucro econômico (LE), tem por base a comparação da rentabilidade gerada com o custo do capital do investimento realizado.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o modelo do Lucro Econômico mede o valor económico criado em um determinado exercício económico, sendo que, o valor criado resulta do prêmio entre o retorno sobre o capital investido (ROA ou ROI) e o custo médio do capital investido (WACC), conforme a seguinte fórmula:

$$Lucro\ Económico = CI * (ROI - WACC)$$

O modelo parte do pressuposto de que os capitais investidos na empresa têm que oferecer aos seus investidores uma remuneração relativamente superior que as outras oportunidades de investimentos existentes no mercado. Nesta vertente, quando o lucro económico for positivo significa que a empresa cria valor económico para os seus investidores.

2.3 Capital Investido

Para Neves (2012), o Capital Investido na perspectiva contabilística é a soma do activo fixo, das necessidades em fundo de maneio e pela tesouraria activa que tem, por contrapartida, valor igual ao capital obtido constituído pela soma do capital próprio, passivo de médio/longo prazo e tesouraria passiva.

Na perspectiva do valor económico acrescentado, o capital investido contempla os investimentos necessários para que a empresa consiga gerar receita operacional, excluindo-se deste modo, os investimentos financeiros e os investimentos que não estão a gerar receita, ou seja, é a soma dos recursos captados pela empresa que incorrem em encargos financeiros (passivos onerosos) e pelos recursos aplicados pelos accionistas (fundos próprios).

No capital investido não devem ser considerados os passivos não onerosos (fornecedores, dívida aos colaboradores, impostos a pagar, provisões, entre outros) em virtude de não constituírem fundos efectivamente aplicados na empresa por seus credores e accionistas.

Para Peixoto (2001) e Almeida *at al.* (2016), o valor do capital investido pode ser determinado com base em duas perspetivas: a perspectiva operacional e a perspectiva financeira.

- ✓ Na perspectiva operacional, o capital investido é representado pelos recursos aplicados no activo, isto é, é composto pelo capital circulante líquido⁸, acrescido dos activos de médio e longo prazo e ajustes, menos os passivos não onerosos de longo prazo.
- ✓ Na perspectiva financeira, o capital investido é representado pelos recursos provenientes dos accionistas e de terceiros⁹ (Passivo), considerados os ajustes devidos.

O valor do capital investido, independentemente de ter sido calculado pela perspectiva financeira ou operacional, será sempre igual. Na tabela abaixo apresenta-se o cálculo do capital investido nas duas perspetivas:

⁸ O capital circulante líquido é formado pelo activo circulante operacional (excluindo Caixa) menos o passivo não oneroso de curto prazo, uma vez que custo deste está embutido no preço dos produtos/serviços comprados pela empresa.

⁹ O Capital de terceiros compreende todas as dívidas onerosas da empresa, incluindo aquelas não contabilizadas no balanço patrimonial, tais como operações de *leasing* operacional, dívidas com fundos de pensão, contratos de gás em carácter *take-or-pay*, etc.

Tabela 2 - Cálculo do Capital Investido

Perspetiva Operacional	Perspetiva Financeira
(+) Capital circulante líquido	(+) Capital de terceiros
(+) Activo não circulantes -Capital permanente	(+) Capital do Accionista
(+) Ajustes	(+) Ajustes
(=) Capital Investido	(=) Capital Investido

Fonte: Almeida *at al.* (2016)

Os ajustamentos mais comuns na determinação do capital investido são os seguintes:

- ✓ A parcela do capital de terceiros que a entidade não precisa remunerar explicitamente e cujas principais contas são fornecedores, impostos a pagar, salários a pagar e outras contas a pagar, são excluídos do capital da empresa porque representam uma fonte de recursos espontânea, no qual o custo do capital está embutido no preço dos produtos que a empresa compra;
- ✓ Os activos não-operacionais não relacionados com o normal funcionamento da empresa, tais como o excedente de tesouraria, os títulos e valores mobiliários negociáveis, os empréstimos concedidos a empresas controladas ou coligadas e a participação no capital de outras empresas, devem ser excluídos no capital investido, sendo que, qualquer receita associada a esses itens deve ser excluída do lucro operacional;
- ✓ Os investimentos em curso, como é o caso das obras em curso, devem ser excluídos do capital investido uma que estes não estão em serviço e, portanto, não estão a gerar receita operacional;
- ✓ Os activos em regime de *leasing* operacional devem ser tratados como se a empresa tivesse comprado o activo, sendo que, o valor presente das prestações do futuro deve ser incluído no capital investido e as prestações do *leasing* excluídos do NOPAT;
- ✓ O *Trespasse*¹⁰ (*Goodwill*), não deve ser considerado a sua amortização para o efeito cálculo do Eva, ou seja, qualquer amortização do *goodwill* é adicionada ao capital investido e ao resultado operacional. Ademais, todas as amortizações acumuladas do

¹⁰ O *Traspasse* surge quando as empresas adquirem outras por um preço que excede o justo valor de mercado de todos os activos identificáveis líquido de passivos.

goodwill de anos anteriores são adicionadas ao capital, líquido de qualquer perda resultante da imparidade.

2.3.1 Custo do Capital

A taxa utilizada para o cálculo do custo do capital é o custo médio ponderado do capital investido (WACC).

Segundo Domodaram (2003), o custo de capital investido (WACC) é a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, tais como, dívidas, património líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar as suas necessidades financeiras.

Para Mithá (2004), o custo de capital representa um custo de oportunidade, na medida em que o investidor abre mão do ganho máximo que poderia auferir numa aplicação alternativa de risco equivalente.

Este indicador representa a taxa mínima que a empresa precisa obter em suas operações, o que indica assim a remuneração mínima necessária a ser auferida para manter o valor de suas acções e o respectivo crescimento sustentável da empresa. No entanto, as empresas têm que apresentar uma taxa de retorno maior ou igual à taxa do custo do capital da empresa para serem consideradas rentáveis.

Segundo Ross, Westerfiel e Jordan (1997, p. 271) citado por Catapan *at al.*, o custo de capital é determinado com base na seguinte expressão matemática:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times R_e \right) + \left[\frac{D}{V} \times k_d \times (1 - t_c) \right]$$

Onde:

WACC = custo de capital;

T_c = Alíquota do imposto sobre o rendimento de pessoas colectivas;

E = valor de mercado - capital próprio (empresa) ou património líquido

D = valor de mercado do capital de terceiros da empresa;

$V = E + D$ (valor de mercado do capital total);

R_e = Custo de capital próprio;

K_d = Custo do capital de terceiros.

2.3.1.1 Custo do Capital Próprio

O custo do capital de uma empresa representa o valor mínimo de retorno aceitável de um investimento, podendo mesmo dizer-se que é o linear entre os bons dos maus desempenhos de uma empresa. Esta taxa representa o custo de oportunidade do qual a empresa dispõe, pois, é uma taxa de retorno que o investidor de capital esperaria obter se tivesse investido o seu capital em outros activos de risco semelhante.

Para Neves (2012), o custo de capital próprio representa a rentabilidade exigida pelos accionistas de modo a compensar ambos os tipos de risco – o risco de negócio ¹¹ e o risco financeiro¹².

Existem diversos métodos para estimar o custo do capital próprio, dentre os quais podem ser destacados os seguintes: *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*; *Arbitrage Pricing Theory (APT)* e; *Dividend Growth Model*.

O modelo de CAPM é a metodologia mais utilizada para determinar o custo do capital próprio pelos agentes atuantes no sector financeiro, analistas financeiros, académicos, entre outros, pois, baseia-se em expectativas económicas (*forward-looking model*), para além de que, busca maximizar seus ganhos a partir da relação existente entre o risco e o retorno esperado.

No modelo CAPM, o retorno do capital próprio resulta da soma de uma taxa livre de risco e um retorno associado a um risco não-diversificável, conforme a seguinte formula matemática:

$$R_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Onde:

¹¹ Relacionado com a probabilidade de a empresa não atingir os resultados esperados, que pode resultar pelo surgimento de um novo concorrente no mercado ou pela inovação tecnológica que pode levar a entidade ficar obsoleto.

¹² Relacionada com a capacidade de a empresa cumprir com suas obrigações junto de credores.

R_e - Custo do Capital Próprio

β (beta) = risco sistemático da acção (coeficiente).

r_m = retorno esperado para a carteira de investimento, representa o retorno médio oferecido por uma carteira de investimentos que seja representativo do mercado.

r_f = rendimento esperado de um título ou portfólio de títulos sem risco, sendo do que, não apresenta correlação com os retornos de qualquer outro factor económico (beta igual a zero), como é o caso de Obrigações do Tesouro.

Para Mithá (2004), a inconveniência de se usar o CAPM reside na dificuldade de se estimar o coeficiente de risco sistemático da acção (beta).

2.3.1.2 Custo do Capital de Terceiros

O capital de terceiros representa o endividamento contraído pela empresa junto a fontes de financiamento, onerado a uma taxa de retorno exigida pelos credores.

Segundo Ferreira (2002), o custo da dívida mede o custo actual dos financiamentos feitos à empresa, pelo que é influenciado por variáveis, tais como, o nível actual das taxas de juro, o risco de incumprimento ou de falência e a vantagem fiscal associada a dívida.

Neves (2012), defende que o custo de capital alheio da empresa depende de factores como taxa de juro de mercado, liquidez do sistema bancário, risco de incumprimento da empresa e taxa de imposto sobre lucro.

O benefício da utilização de capital de terceiros como fonte de financiamento da empresa reside no benefício fiscal, as despesas financeiras são dedutíveis para a tributação do imposto sobre o rendimento.

O custo de capital alheio pode ser representado pela última taxa de juro (se recente) que a empresa conseguiu negociar. Por dificuldades de obtenção dos dados por parte dos analistas financeiros externos, a estimativa do custo de capital alheio tem por base os dados contabilísticos da empresa, admitindo que as taxas de juros históricos poderiam ser reproduzidas em negociações futuras, sendo que, pode ser determinada através da seguinte expressão matemática:

$$K_d = \frac{J}{\frac{D_i + D_f}{2}}$$

Onde:

K_d - Custo do Capital de Terceiros.

D – correspondente o saldo em dívida da empresa, sendo que, o índice i representa o início do ano e f o valor no final do período.

J – Juros e outros gastos financeiros do ano.

O modelo utiliza a média da dívida de início e de final do período para minimizar o efeito das distorções provocadas pelas alterações do montante em dívida ao longo do ano.

2.4 Considerações sobre a Literatura Empírica

Os gestores e investidores de capital precisam de dispor atempadamente da informação sobre o desempenho económico financeiro da empresa para a melhor tomada de decisão, pois, a informação disponível para os gestores assume um papel essencial no alcance do sucesso empresarial. Nesta senda, a avaliação do desempenho constitui um instrumento crucial para a gestão empresarial, uma vez que, é através das medidas de avaliação do desempenho que os gestores e investidores de capital decidem quando devem investir na empresa, por que montante, durante quanto tempo devem manter o investimento e, finalmente, quando é que devem desinvestir.

Para Duarte (2011), as medidas de avaliação do desempenho são ferramentas que quantificam ou qualificam uma organização, o que permite formar um juízo sobre a eficácia e a eficiência do objecto organizacional.

A avaliação do desempenho de uma organização pode ser feita por recurso a indicadores tradicionais e os baseados na criação do valor económico para accionista, sendo que, os indicadores tradicionais baseiam-se na informação contabilística ou no histórico, razão pela qual, tem sido alvo de diversas críticas por avaliar apenas o que aconteceu no passado e não o que pode acontecer no futuro ou a riqueza criada para os accionistas. Assim, o lucro apresentado pelas empresas não garante a remuneração do capital aplicado e, conseqüentemente, a atractividade económica de um investimento.

Investigadores como Rappaport (2001), apontam como principais limitações dos indicadores tradicionais, o facto de não refletirem o risco financeiro e sofrerem influência de uma série de regras contabilísticas que provocam distorções no processo decisório.

Neste âmbito, as organizações empresarias sentiram a necessidade de implementar indicadores de desempenho financeiros que respondessem às novas exigências, o que levou na década 90 ao aparecimento dos métodos de avaliação de desempenho empresarial baseados na criação do valor económico.

O conceito de criação do valor económico conduz a seguinte reflexão: podemos analisar duas empresas que apresentam resultados líquidos positivos, sendo que, à primeira vista às duas empresas parecem estar a registar um desempenho financeiro favorável, todavia, uma pode estar a criar valor económico e a outra a destruí-lo. Neste caso, os gestores da empresa que está a registar resultados positivos, mas a destruir o valor económico do accionista, devem a perceber-se atempadamente esta situação e procurar corrigi-la.

Como exemplo das novas métricas de avaliação de desempenho temos o EVA (Valor Económico Adicionado), MVA (*Market Value Added*), CVA (*Cash Value Added*), SVA (*Shareholder Value Added*) e DFC (Desconto de Fluxo de Caixa).

Muitas pesquisas de investigação sobre a avaliação de desempenho baseados na criação do valor económico para os accionistas, como é o caso de Pereira (2014); Teixeira (2014) e Cabral (2014), apostam na utilização de indicadores EVA, MVA e DFC empresarial, sendo que, para esta esta pesquisa, os indicadores MVA e DFC empresarial não serão objecto de análise devido a limitação de dados. No entanto, as pesquisas concluíram que, embora as empresas testadas tenham um histórico de registo de um desempenho positivo quando avaliado pelos indicadores tradicionais, não tem estado a registar um desempenho que supera as expectativas dos accionistas, ou seja, tem estado a destruir o valor económico dos accionistas, aliado a indisponibilidade de informação útil para a melhor tomada de decisão.

CAPITULO III: ESTUDO DE CASO

3.1. Descrição da Empresa

A Hidroeléctrica de Cahora Bassa (HCB), S.A. foi constituída a 21 de Junho de 1975, através de um consorcio entre o Estado Português e o Estado Moçambicano, com uma participação de 82% do Estado Português e 18% do Estado Moçambicano, cenário que mudou a 27 de Novembro do ano 2007, passando este para a posição de accionista maioritário com uma participação de 85% do capital, em resultado da transferência de parte das acções detidas pelo Estado português para o Estado moçambicano.

A 3 de Julho de 2012, o Estado Português procedeu a alienação dos seus 15% de participação do capital da HCB, representativo de 4.121.323.887 acções, deixando de deter participações no capital social da entidade, tendo 7,5% do capital sido adquirido por uma empresa de capital Portuguesa denominada REN - Redes Energéticas Nacionais, S.A., e os restantes 7,5% pelo Estado Moçambicano, passando este a deter 92,5% das acções da HCB. Neste âmbito, a estrutura accionista da empresa é a seguinte:

REN	Detentora de 7,5% do capital da empresa, representativo de 2.060.661.943 acções
Governo Moçambicano	Detentora de 92,5% do capital da empresa, representativo de 25.414.830.630 acções.

A HCB tem a sua sede social no Songo, na Província de Tete e, o seu empreendimento compreende sobretudo: uma barragem com 164 metros de altura; duas centrais em caverna (central sul, em funcionamento com uma capacidade instalada de 2075MW, e a Norte, projectada e com potencial até 1200 MW); uma estação conversora em corrente contínua com capacidade para 1920 MW, interligado por duas linhas a +/-533 KV à subestação do Apollo na Africa do Sul; duas subestações de corrente alterada, uma no Songo e outra em Matambo, interligadas por duas linhas de 220 KV.

A empresa tem por objecto, a exploração por conta do Estado Moçambicano do aproveitamento Hidroeléctrico de Cahora Bassa, S.A. nomeadamente, a produção, transporte e comercialização de energia eléctrica, incluindo a sua importação e exportação.

O início de exploração comercial da empresa deu-se a 26 de Março de 1977, com a transmissão de 960 MW para Africa do Sul, com três grupos de geradores e quatro pontes conversoras em funcionamento.

A HCB tem como **Visão, Missão e Valores** o seguinte:

Visão	Ser uma empresa de referência internacional, impulsionando decisivamente o desenvolvimento da matriz energética nacional e regional;
Missão	Explorar com excelência o empreendimento de Cahora Bassa, S.A. e contribuir para a expansão do aproveitamento energético do País, competindo nos mercados interno e regional, de modo sustentável e socialmente responsável.
Valores	Espírito de Equipa, Integridade, Excelência, Responsabilidade, Orgulho e; Inovação

3.2. Avaliação do Desempenho Economico e Financeiro da HCB

3.2.1 Método Tradicional

A HCB vem registando resultados positivos nos últimos anos, como resultado do maior volume de negócio ao registar uma produção média anual de 16.148,47 GWh, com efeito, os indicadores de desempenho económico e financeiro registaram uma trajectória positiva, conforme ilustra a tabela abaixo:

Tabela 3 - Desempenho da HCB

Valores em Milhares de MT

Descrição	2016	2015	2014
Produção (GWh)	15,043,716.00	16,978.40	15,892.10
Volume de Vendas	15,043,716.00	12,856,395.00	9,747,341.00
EBIT	7,955,620.00	4,983,896.00	3,505,483.00
Resultados líquidos	6,554,632.00	4,154,667.00	2,395,940.00
Activo Total	63,543,371.00	58,410,735.00	56,009,964.00
Capitais Próprios	53,728,121.00	48,139,915.00	44,617,248.00
Número de acções	27,475,492,573	27,475,492,573	27,475,492,573
ROA	10%	7%	4%
ROE	12%	9%	5%
EPS	24%	15%	9%

Fonte: Relatório e Conta de 2015 – 2016 da HCB

O ano de 2016 foi caracterizado pela melhoria significativa dos indicadores de desempenho da HCB, ao registar-se um volume de vendas na ordem de MT 15,0 mil milhões, o que representa a um crescimento de 16,9% em relação ao período homólogo, um nível acima do crescimento médio anual de 14,8% registado de 2012 a 2015.

O crescimento do volume de vendas no ano de 2016 resultou, sobretudo, do ajustamento do tarifário na ordem de 4,9% e do efeito favorável para a empresa da depreciação da moeda nacional, visto que cerca de 74% da produção da HCB é vendido no mercado internacional. Assim, estes efeitos positivos no volume de venda foram penalizados pela redução da produção em 8,3%, de uma produção de 16.978,40 GWh em 2015 para 15.574,90 GWh em 2016, resultante fundamentalmente da redução da disponibilidade de água, principal matéria prima da produção hidroeléctrica.

O aumento do volume de negócio conjugado com a racionalização da estrutura de custos operacionais, traduziu-se no aumento dos resultados líquidos de exercícios na ordem de 57,8%, ao cifrarem-se em MT 6,55 mil milhões em 2016 face a MT 4,15 mil milhões registados no período homólogo. No entanto, o crêscimo dos resultados líquidos de 57,8% registado em 2016 está acima da taxa média apresentada no período de 2012 a 2015, cifrado em 15,6%.

Neste domínio, a rentabilidade do activo cifrou-se na ordem de 10% em 2016, acima de 7% registado em 2015 e de 4% registado em 2014, o que reflecte que os gestores foram mais eficientes no ano de 2016 pela maior racionalização do capital sobre sua gestão, visto que, cada unidade monetária do activo empregue no ano 2016 teve um desempenho elevado quando comparado com os anos transactos em análise.

A Rentabilidade de Capitais Próprios (ROE) fixou-se na ordem de 12% em 2016, acima de 9% e de 5% registados nos anos de 2015 e 2014, respectivamente. Este cenário reflecte que cada unidade monetária investida pelo accionista teve um desempenho maior no ano de 2016 quando comparado com o histórico.

O ROE do exercício económico de 2016 na ordem de 12%, encontra-se abaixo do custo de oportunidade de investimentos com risco semelhante, cifrado em 16,69%, o que significa que, o desempenho da HCB foi desfavorável por apresentar uma remuneração abaixo das outras alternativas de investimento.

Avaliando a HCB pelo indicador *earnings per share* (EPS), verifica-se que o desempenho do ano de 2016 foi relativamente superior em relação ao registado nos anos anteriores, visto que, o EPS de 2016 foi de 24% relativamente acima de 15% e 9% registado nos anos de 2015 e 2014, respectivamente. No entanto, pode concluir-se que, as acções da empresa registaram uma valorização quando comprado aos anos anteriores em análise.

Pela análise histórica, pode aferir-se que, a HCB vem registando um desempenho económico e financeiro positivo ao longo dos anos, tendo em 2016 sido elevado quando comparado os demais em análise. Todavia, o historial do registo de resultados financeiros positivos não reflecte que os resultados futuros tomarão a mesma trajectória e nem que houve criação do valor económico para os accionistas, razão pela qual, torna-se também necessário avaliar a empresa na vertente do valor económico acrescentado para a melhor tomada de decisão, evitando a destruição da riqueza dos investidores de capital.

3.2.2 Método baseado no Valor Económico Acrescentado

A avaliação do desempenho baseado no valor económico acrescentado da HCB basear-se-á no modelo EVA, MVA e LE, conforme descrito na delimitação da pesquisa. Os cálculos dos indicadores de desempenho foram efectuados a partir dos relatórios e contas da entidade referentes aos exercícios económicos de 2014 a 2016, na perspectiva de analista externo, que dispõe de menor informação sobre a empresa.

Conforme mencionado na revisão da literatura, são necessários ajustamentos nas demonstrações financeiras da HCB na determinação de indicadores de desempenho financeiro baseados no valor económico acrescentado, com vista a eliminar as distorções causadas pelos princípios contabilísticos que entram em conflito com indicadores acima referenciados. Parte dos ajustamentos anunciados na revisão da literatura não foram efectuados devido a falta de informação, sendo que, os ajustamentos feitos no NOPAT foram os seguintes:

- a) **Despesas Financeiras** – não aplicável para HCB, uma vez que, as despesas financeiras estão expurgadas no resultado operacional da entidade, sendo que, as despesas financeiras foram consideradas na determinação do custo do capital.
- b) **Receitas financeiras** – não aplicável para a empresa, pois não estão incorporados nos resultados operacionais da mesma. Entretanto, os resultados financeiros obtidos pela HCB resultam dos ganhos de reavaliação cambial das aplicações financeiras em moeda externa, particularmente das disponibilidades em moeda externa detida em instituições bancárias.
- c) **Resultados não operacionais e extraordinários** – a conta de outros ganhos e perdas operacionais inclui custos com programas de responsabilidade social, donativos, mais-valia na alienação de activos, resultados de comercialização realizadas pelo supermercado HCB, indemnização de seguros e outros proveitos não operacionais, que foram excluídos no calculo do lucro operacional. No entanto, as mais-valias na venda de activos foram considerados no capital investido, por serem de natureza operacional.

- d) **Efeitos fiscais das despesas financeiras, do resultado não operacional e extraordinários** – do imposto corrente reportado nas demonstrações financeiras, expurgou-se os impostos que não resultam de actividades operacionais, como é o caso do efeito fiscal dos donativos e resultados financeiros. No entanto, os efeitos fiscais oriundos das operações do supermercado HCB, não foram objecto de dedução, devido as dificuldades tidas no acesso a informação.
- e) **Impostos diferidos** - a empresa reportou o aumento destes impostos nos exercícios económicos de 2016 e 2015 e redução no exercício de 2014. Entretanto, os aumentos dos impostos diferidos foram adicionados no NOPAT e as diminuições foram subtraídos no mesmo.
- f) **Provisões Contabilísticas** – no período em análise, a HCB reportou provisões para riscos e encargos para perdas esperadas sobre acções jurídicas e para cobrir eventuais incumprimentos de um dos seus clientes. Para o efeito, o custo com o reforço das provisões e imparidades foi adicionado no NOPAT e o respectivo saldo do balanço das imparidades foi deduzido no capital investido.

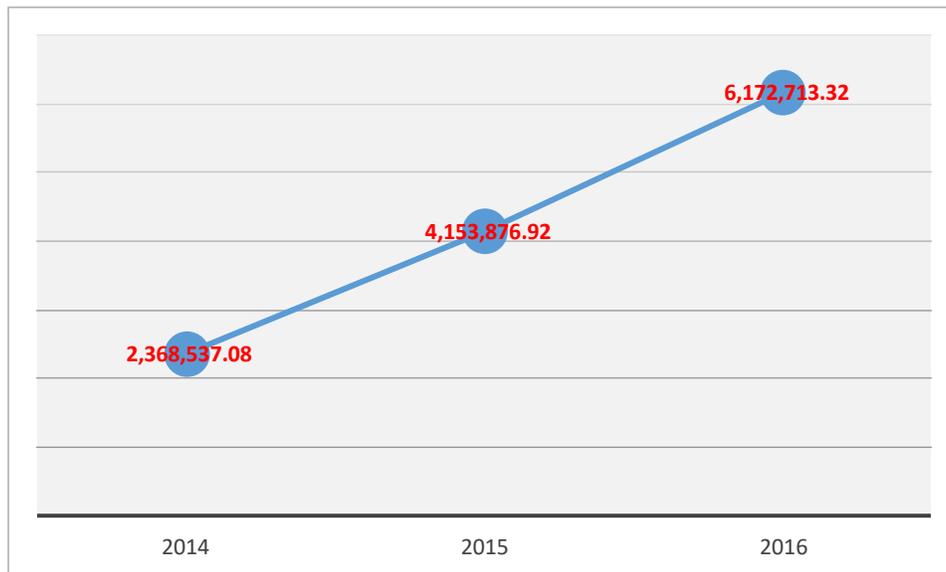
A Tabela nº 4 abaixo indicada, demonstra o cálculo dos Resultados Operacionais Líquidos ajustados da HCB.

Tabela 4 - Resultados Operacionais Líquidos Ajustados

Descrição/Anos	Valores em Milhares de MT		
	2016	2015	2014
Resultados Operacionais	7,440,874.00	5,182,544.00	3,737,181.00
Ajustamentos:			
(+) resultados não operacionais e extraordinários	(401,853.00)	68,813.00	77,472.00
(+) Imparidade de contas a receber	-	-	34,070.00
(+) aumento dos impostos diferidos	1,526,910.00	572,971.00	(274,621.00)
(=) Resultados Operacionais Ajustados	8,565,931.00	5,824,328.00	3,574,102.00
(-) Impostos sobre os RO Ajustados	(2,393,217.68)	(1,670,451.08)	(1,205,564.92)
(=) Resultados Operacionais Líquidos	6,172,713.32	4,153,876.92	2,368,537.08

A empresa apresenta uma evolução positiva dos resultados operacionais líquidos ajustados, tendo saído de MT 2.368.537,08 mil em 2014 para MT 6.172.713,32 mil em 2016, como resultado do aumento da receita da empresa aliado ao ajustamento para mais do preço da energia elétrica e o efeito favorável da depreciação da moeda nacional sobre a quantidade de energia comercializada no mercado externo. A evolução do NOPAT da HCB no período de 2014 a 2016 pode ser visualizada no gráfico nº 1 que se segue:

Gráfico 1 - Evolução do NOPAT da HCB no período de 2014 a 2016



Os resultados operacionais líquidos ajustados diferenciam-se dos meios libertos líquidos pelo facto de considerarem as amortizações e depreciações que são custos não desembolsáveis. No entanto, os meios libertos líquidos resultam dos fluxos de caixa originada pelas actividades operacionais, conforme mencionado no capítulo II.

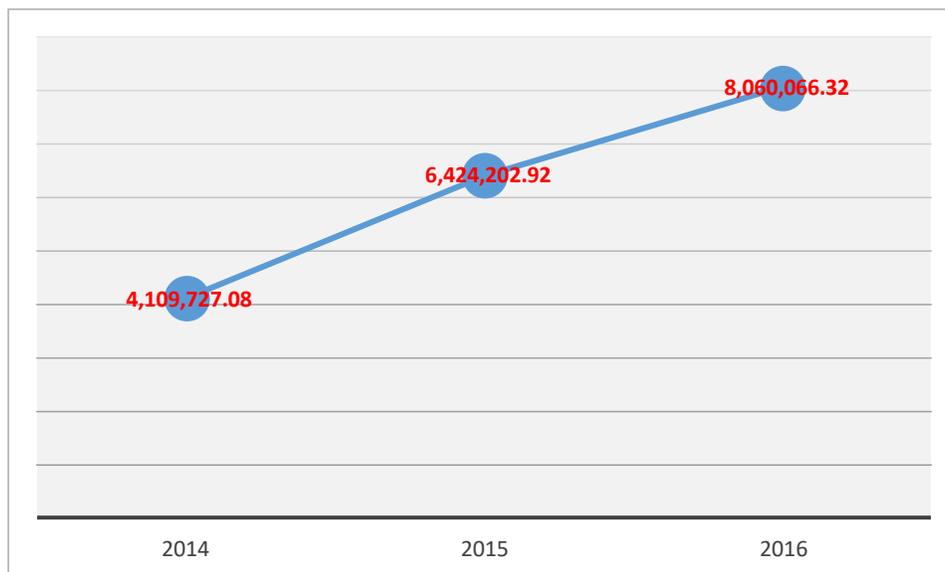
A Tabela nº 5 abaixo indicada, demonstra o cálculo dos Meios Libertos Líquidos de Impostos (MOLI) da HCB.

Tabela 5 - Meios Libertos Líquidos de Impostos

Descrição/Anos	Valores em Milhares de MT		
	2016	2015	2014
Resultados Operacionais Líquidos	6,172,713.32	4,153,876.92	2,368,537.08
Ajustamentos:	1,887,353.00	2,270,326.00	1,741,190.00
(+) Amortizações e depreciações	1,887,353.00	2,270,326.00	1,741,190.00
(=) Meios Libertos Líquidos de Impostos	8,060,066.32	6,424,202.92	4,109,727.08

A actividade operacional da HCB conseguiu gerar fluxo de caixa positiva em todos os períodos em análise, tendo evoluído de MT 4.109.727,08 mil em 2014 para MT 8.060.066,32 mil em 2016, como resultado da tendência do aumento da receita da entidade.

Gráfico 2 - Evolução do MOLI da HCB no período 2014 a 2016



Para a determinação do capital investido, tomou-se em consideração os seguintes ajustamentos:

- a) **Passivos não onerosos** – os passivos não onerosos da empresa, como é o caso de fornecedores, dívidas aos órgãos sociais, aos colaboradores, ao Estado, Fundo Complementar de reforma, acréscimo e diferimento da receita, entre outros, foram excluídos no capital investido;
- b) **Activos não-operacionais** – a empresa possui investimentos com construção e apetrechamento de casas para os colaboradores, centro infantil, centro comercial, entre

outros. No entanto, não foi possível aferir o valor contabilísticos destes investimentos com vista a deduzir do capital investido;

- c) **Investimentos em curso** – os valores dos investimentos ainda em curso foram excluídos do capital investido pelo facto de ainda não estarem a gerar receita operacional;
- d) **Activos em regime de *leasing* operacional** – não aplicável, uma vez que, no período em análise não foram reportados activos em regime do *leasing* operacional.
- e) **Trespasse (*Goodwill*)** – não aplicável, porque no período em análise a empresa não aprestou amortização do transpasse.

A Tabela nº 6 abaixo indicada, demonstra o cálculo do Capital Investido ajustado da HCB.

Tabela 6 - Capital Investido ajustado

Descrição/Anos	2016	2015	2014
Capital próprio	53,728,121.00	48,139,915.00	44,617,248.00
Passivo remunerado	6,749,809.00	3,776,559.00	3,275,622.00
Empréstimos obtidos	6,727,376.00	3,744,362.00	3,270,466.00
Outros passivos financeiros	22,433.00	32,197.00	5,156.00
Capital Investido	60,477,930.00	51,916,474.00	47,892,870.00
Ajustamentos	(4,389,849.00)	(2,297,419.00)	(3,438,592.00)
(+) Imparidade acumuladas de dívida de clientes	276,246.00	276,246.00	276,246.00
(-) Impostos diferidos ativos	(1,783,421.00)	(912,521.00)	(912,521.00)
(+) Impostos diferidos passivos	-	656,010.00	1,228,981.00
(-) Investimentos em curso	(2,828,897.00)	(2,263,377.00)	(3,977,521.00)
(+) Provisões para riscos e encargos	(53,777.00)	(53,777.00)	(53,777.00)
Capital investido ajustado	56,088,081.00	49,619,055.00	44,454,278.00

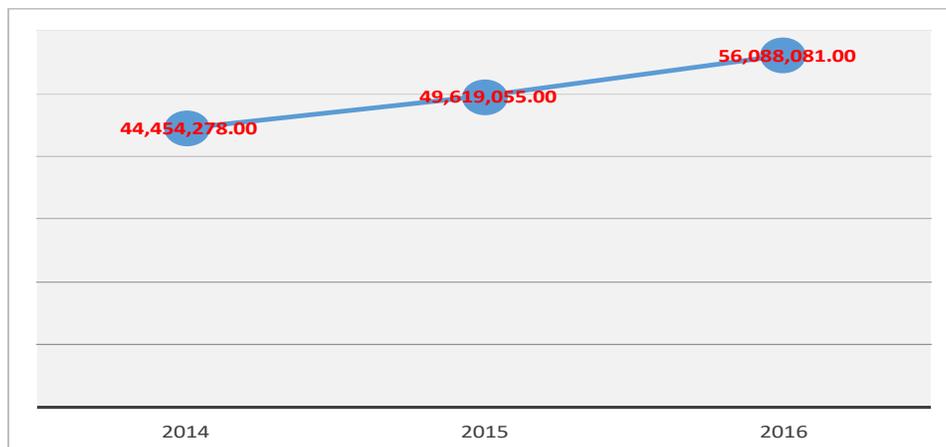
A HCB apresentou um crescimento médio do capital investido na ordem de 12%, ao sair de MT 44.454.278 mil em 2014 para MT 56.088.071,00 mil em 2016, como resultado de:

- ✓ Retenção parcial dos lucros do exercício;
- ✓ Mobilização de recursos em instituições de crédito, tendo o saldo de passivo remunerado saído de MT 3.275.622 mil em 2014 para MT 6.749.809 mil em 2016.

O crescimento do capital investido obriga a entidade a aumentar os seus resultados operacionais com vista a garantir a criação do valor económico para os accionistas.

O gráfico nº 3 abaixo apresentada, demonstra a evolução do capital investido da HCB no período de 2014 a 2016.

Gráfico 3 - Evolução do Capital Investido no período de 2014 a 2016



3.2.2.1 Cálculo do Custo de Capital Investido

Conforme abordado na revisão de literatura, o custo do capital investido resulta da média ponderada do custo das diversas fontes de financiamento da empresa, sendo que, a estrutura de financiamento da HCB apresenta duas fontes, a saber:

- ✓ Capital próprio;
- ✓ Recursos de terceiros.

No exercício económico de 2014, os capitais próprios representavam 80% do total de recursos aplicados na HCB e o restante era formado pelos recursos de terceiros. No entanto, a estrutura de financiamento da HCB registou uma melhoria no ano de 2015, ao apresentar um nível de contribuição do capital próprio na ordem de 82% face a 18% de recursos de terceiros, enquanto que, no ano de 2016, o capital próprio contribuiu com 85% do total de recursos investidos face a 15% dos recursos de terceiros.

Assim, o cálculo do custo de capital investido passou pela determinação do custo de capital próprio e do capital alheio. Neste âmbito, na determinação do custo de capital próprio tomou-se em consideração as premissas abaixo apresentadas e dados disponibilizados pela Bolsa de Valores de Moçambique (BVM):

- ✓ **Taxa de Juro livre do Risco (r_f)**– considerou-se a taxa de juro médio das Obrigações do Tesouro emitidas nos períodos em análise;
- ✓ **Taxa de retorno de mercado (r_m)** – considerou-se a taxa de juro médio das Obrigações Corporativas emitidas nos períodos em análise;
- ✓ **Risco sistemático da acção (β)** – devido as dificuldades na obtenção do risco sistemático, assumiu-se que as acções da HCB apresentam um risco médio de 1%, tendo em conta a natureza da actividade, o historial e o meio envolvente da empresa.

Na determinação do custo de capital de terceiros, tomou-se em consideração o perfil dos empréstimos da empresa, composto por dívidas correntes e não correntes. No enato, o custo de capital de terceiros foi, por um lado, determinado através da média ponderada das taxas de juro dos empréstimos obtidos pela entidade e, por outro, foi ajustado à alíquota fiscal de 32% em vigor no território moçambicano.

Tendo em conta os pressupostos assumidos para a determinação do custo de capital próprio e capital de terceiros, o cálculo de custo de capital para a HCB, foi determinado nos termos da tabela nº 7 abaixo apresentada.

Tabela 7 - Custo do custo de capital da HCB

Descrição	2014			
	Valores	% do Total	Custo de Capital (%)	WACC
Fontes de Recursos				
Patrimônio Líquido	44,617,248.00	93%	11.97%	11.15%
Recursos de Terceiros	3,275,622.00	7%	5.89%	0.40%
Capital Investido	47,892,870.00			11.55%

Descrição	2015			
	Valores	% do Total	Custo de Capital (%)	WACC
Fontes de Recursos				
Patrimônio Líquido	48,139,915.00	93%	12.26%	11.37%
Recursos de Terceiros	3,776,559.00	7%	5.92%	0.43%
Capital Investido	51,916,474.00			11.80%

Descrição	2016			
	Valores	% do Total	Custo de Capital (%)	WACC
Fontes de Recursos				
Patrimônio Líquido	53,728,121.00	89%	18.00%	15.99%
Recursos de Terceiros	6,749,809.00	11%	6.23%	0.70%
Capital Investido	60,477,930.00			16.69%

O cálculo do WACC acima, evidencia que aumentou de 11,55% em 2014 para 16,69% em 2016, derivado fundamentalmente do aumento do custo de capital próprio, que saiu de 11,97% em 2014 para 18,00% em 2016, como resultado do contexto macroeconómico adverso caracterizado pelo agravamento das taxas de juro no mercado nacional, o que faz com que os investidores de capital exigem uma taxa de juro relativamente alta, com vista a compensar o elevado nível de risco assumido.

Entretanto, o custo do capital de terceiros não registou agravamento material ao longo do período em análise, em virtude de os recursos terem sido mobilizados a taxas de juro fixa, antes do início da sua escalada de subida.

3.2.2.2 Indicadores de Desempenho

Os indicadores de desempenho baseados no valor económico acrescentados foram determinados conforme a tabela que segue:

Tabela 8 - Cálculo dos Indicadores de Desempenho

Descrição/Anos	Valores em Milhares de MT		
	2016	2015	2014
Dados			
Resultados Operacionais Líquidos (NOPAT)	6,172,713.32	4,153,876.92	2,368,537.08
Meios Libertos Líquidos de Impostos	8,060,066.32	6,424,202.92	4,109,727.08
Capital Investido	56,088,081.00	49,619,055.00	44,454,278.00
Custo de Capital	16.69%	11.80%	11.55%
ROA	10.32%	7.11%	4.28%
Indicadores de desempenho			
EVA	(3,186,434.49)	(1,702,169.49)	(2,766,560.34)
CVA	(1,299,081.49)	568,156.51	(1,025,370.34)
LE	(3,573,544.61)	(2,326,718.27)	(3,233,475.37)

A partir dos indicadores de desempenho apresentados no quadro acima, podemos dizer que a entidade teve um mau desempenho no período análise de 2014 a 2016, pois nestes anos a empresa não conseguiu criar valor económico para os accionistas, conforme a explicação abaixo:

- ✓ O EVA foi negativo no período em análise, o que reflecte que o retorno sobre o capital investido não superou a remuneração exigida pelos investidores de capital. Em termos acumulados, o EVA atingiu o montante de MT - 7.655.164,32 mil que correspondente a proporção na qual a riqueza dos accionistas foi destruída, sendo que, o EVA do ano de 2014 foi de MT - 2.766.560,34 mil, 2015 foi de MT -1.702.169,46 mil e 2016 foi de MT 3.186.434,49 mil;
- ✓ O CVA da empresa foi negativo no ano de 2014 e 2016, o que reflecte que nestes períodos, a empresa não conseguiu gerar *cash flows* operacionais suficientes para remunerar os empréstimos bancários e os seus proprietários. Todavia, no ano de 2015, o CVA da empresa teve um comportamento favorável ao registar um resultado positivo de MT 568.156,61 mil, o que representa que neste período a empresa criou riqueza para os investidores de capital.

Em termos acumulados, o CVA da empresa cifrou-se no montante de MT -1,756,295.32 mil, o que representa a proporção na qual a riqueza dos investidores de capital foi destruído;

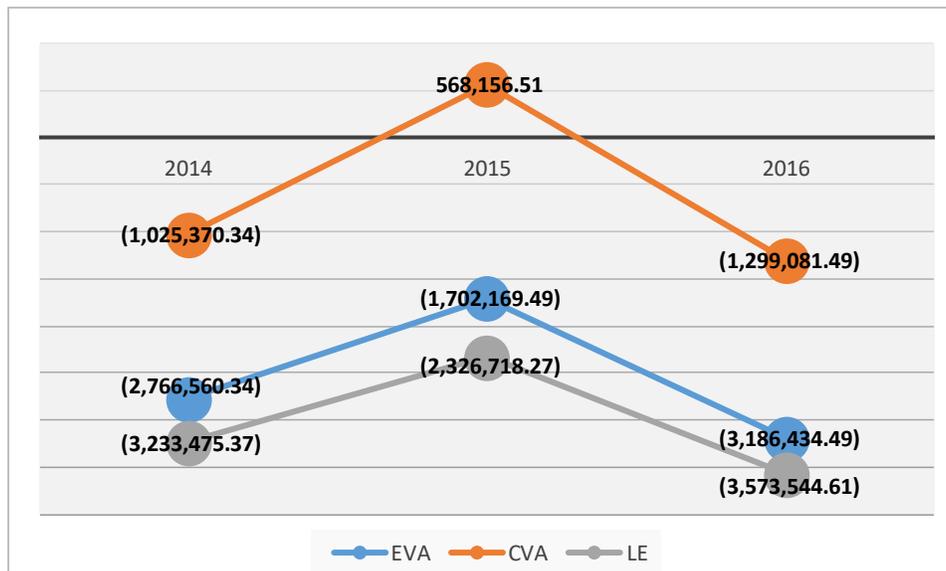
- ✓ O LE da empresa foi negativo em todos os períodos de análise, o que reflecte que a taxa de rentabilidade da empresa não superou a taxa de retorno mínimo exigido pelos investidores de capital, ou seja, o retorno da empresa não superou os custos e os riscos associados aos

recursos aplicados na empresa. No entanto, em termos acumulados o LE atingiu o montante de MT - 9,133,738.25 mil, que corresponde a proporção na qual a riqueza dos accionistas foi destruída.

Com base nestes dados, pode-se rejeitar a hipótese nula de que a empresa HCB no período de 2014 a 2016 criou valor económico para os accionistas, uma vez que, a entidade obteve um retorno abaixo do custo do capital empregue.

O gráfico nº 4 abaixo apresentado, demonstra a evolução dos indicadores de desempenho baseados no valor acrescentado da HCB no período de 2014 a 2016.

Gráfico 4 - Evolução dos indicadores de desempenho no período de 2014 a 2016



O gráfico acima apresentado, demonstra que o desempenho da HCB foi desfavorável no período em análise, tendo sido mais acentuado quando analisado através dos indicadores EVA e LE que apontam que o valor investido foi destruído no montante global de MT - 7.655.164,32 mil e de MT - 9,133,738.25 mil, respectivamente. No entanto, o indicador CVA aponta que a destruição do valor da empresa no período em análise foi menos acentuada ao cifrar-se em MT - 1,756,295.32 mil, pelo facto de o modelo basear-se apenas nos custos desembolsáveis, não considerando deste modo custos com amortizações e depreciações que são considerados nos outros modelos, pois, estes custos representam a 27% dos custos operacionais.

No entanto, os três indicadores apontam que a HCB registou melhoria de desempenho no ano de 2015, embora tenha sido positivo para o indicador CVA, como resultado do aumento dos resultados operacionais na ordem de 75% a um ritmo mais que proporcional do aumento do custo de capital que agravou apenas em 14%. Este cenário reverteu-se no ano de 2016 ao registrar-se o agravamento do custo de capital na ordem de 60%, muito acima do crescimento dos resultados operacionais na ordem de 49%.

CAPITULO IV: CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A utilização de indicadores tradicionais de desempenho económico como unidades de controlo têm sido alvo de crítica na literatura financeira, por não conseguirem apurar se está a ser criado ou destruído o valor económico dos accionistas, uma vez que, o seu cálculo tende a assentar exclusivamente nas normas de contabilidade vigentes, que se esgotam na consideração apenas do custo do capital alheio que as empresas utilizam para se financiar, esquecendo que o capital próprio também tem um custo: as expectativas de retorno dos accionistas. Este facto levou a que vários consultores e analistas financeiros desenvolvessem novas medidas de desempenho orientadas para a criação de valor económico, que permitem ter outra leitura do desempenho da empresa.

No entanto, esta pesquisa tinha como objectivo principal, avaliar a criação do valor económico para o accionista no período de 2014 a 2016 na empresa Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A., realçando a necessidade de adopção das medidas de desempenho financeiro baseados na criação do valor económico por parte das empresas moçambicanas, como instrumento de gestão empresarial em que o principal propósito é a maximização do valor económico para os accionistas no longo prazo, sendo que, as acções empresariais como planeamento, organização, direcção e controlo, encontram-se subordinados na nova causa de gestão.

A revisão bibliográfica permitiu a clarificação da importância do controlo empresarial como instrumento chave para a maximização do valor económico para os accionistas, para além de ter evidenciado os diferentes indicadores utilizados para avaliação do desempenho financeiro como ferramenta de controlo empresarial, dentre as tradicionais até aos baseados no valor económico acrescentado, uns mais indicados que outros dependendo do que se pretende analisar.

Assim, constatou-se que os indicadores tradicionais baseados nos dados contabilísticos, sendo o lucro o mais citado, por si só, não permite aos *stakeholders* obter informação completa e fiel da empresa, uma vez que, a apuração de um lucro não garante necessariamente o desempenho positivo da empresa, medido pelo retorno adequado face às expectativas dos accionistas.

É neste contexto que os indicadores de desempenho baseados no valor económico acrescentado,

como EVA, CVA e LE, se apresentam como uma métrica de desempenho privilegiado nos processos de controlo das decisões estratégicas tomadas, uma vez que ajustam o fóssil criado pelo conservadorismo contabilístico, para além de considerarem que o objectivo da empresa não é somente a obtenção do lucro, mas sim, um resultado que supera as expectativas dos accionistas.

Ao nível do estudo de caso realizado, verificou-se que pelos métodos tradicionais de avaliação de desempenho, medidos pelos indicadores de volume de venda, lucro líquido, ROA, ROE e EPS, a HCB registou um desempenho económico e financeiro positivo durante o período analisado. Porém, ao nível da capacidade de criação de valor económico, observou-se que nunca foi capaz de gerar uma rentabilidade superior ao custo de oportunidade do capital investido, ou seja, esteve a destruir a riqueza dos accionistas.

Tendo em conta os resultados e as conclusões da pesquisa, rejeita-se a hipótese nula de que a empresa HCB no período de 2014 a 2016 criou valor económico para os accionistas, tendo entanto, estado a destruir o valor económico dos accionistas.

Nesta senda, verifica-se que a lógica da criação de valor económico contribui para a obtenção de uma visão mais completa sobre o desempenho económico e financeiro das empresas, o que confere maior competitividade, uma vez que, os gestores vão tomar acções a tempo real para salvaguardar os seus próprios interesses e dos accionistas. Ademais, proporciona uma visão abrangente sobre a pertinência dos recursos aplicados em activos e sobre o impacto das taxas de captação de recursos.

Pelo acima exposto, recomenda-se a utilização dos indicadores de avaliação de desempenho baseados no valor económico acrescentado no seio das empresas moçambicanas, o que vai conferir maior celeridade na maximização da riqueza dos accionistas, uma vez que a destruição de riqueza requer que os gestores tomem iniciativas direccionadas à melhoria do desempenho da empresa com a maior brevidade possível, como é o caso de:

- ✓ Expandir as linhas de investimentos nos quais o aumento marginal do NOPAT será superior que o aumento do custo do capital, isto é, empreender investimentos cujo o retorno será superior que o custo do capital;

- ✓ Racionalizar a base de custos com vista a aumentar o NOPAT sem incremento do capital, o que permitirá o aumento da eficiência operacional, com o conseqüente aumento do nível de rentabilidade da empresa;
- ✓ Desinvestir em activos ou actividades cujo o retorno é relativamente inferior que o custo do capital;
- ✓ Reestruturar a carteira das dívidas da empresa com vista a manter o custo do capital em níveis mais sustentáveis, através da renegociação com os credores para a redução das taxas de juro.

4.1 Constrangimentos

Durante a recolha, análise dos dados e a elaboração da presente pesquisa, deparou-se com algumas dificuldades tais como:

- ✓ Disponibilidade das projeções financeiras da HCB e o facto de a entidade não estar cotada em nenhuma bolsa de valores, o que iria permitir fazer a sua avaliação sobre o leque mais vasto de métodos;
- ✓ Ausência de informação na Bolsa de Valores de Moçambique que permite a determinação do risco específico de cada empresa (β);
- ✓ Avaliação da empresa num período de crise financeira caracterizado pelo agravamento do custo do capital, o que pode conduzir a conclusões precipitadas;
- ✓ As demonstrações financeiras publicadas não contêm todos os detalhes da posição financeira e económica da empresa, e não oferecem informação suficiente para a determinação dos indicadores de desempenho.

4.2 Sugestões e Recomendações para Futuras Pesquisas

A título de sugestão para futuros estudos, recomenda-se o desenvolvimento do modelo calculando o desempenho da empresa através de outros métodos, com maior ênfase para o método de desconto de fluxo de caixa (*discounted cash flow*), por ser mais eficaz na determinação do

valor de uma empresa, uma vez que conjuga os *cash flows* gerados no passado e os que podem ser gerados no futuro.

Outra sugestão, cinge-se na realização da pesquisa comparativa entre os diversos métodos e modelos, para verificar o que melhor reflete a realidade do valor da empresa e ainda ampliar o horizonte temporal utilizado nesta pesquisa.

CAPITULO V: BIBLIOGRAFIA

- Aguiar, A. B., Pimentel, R. C., Rezende, A. J., & Corrar, L. J. (2011). *Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras*. São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2011.
- Almeida, L. S., Neto, J. V., Salles, M. T., Soares, C. A., & Esteves, Y. O. (2016). *Análise comparativa entre o EVA e os indicadores financeiros (contabilística) tradicionais de empresas da construção civil brasileira: um estudo documental*. Brasil: Universidade Federal Fluminense.
- Assaf, A. N. (2008). *Curso de Administração Financeira*. São Paulo: Atlas Editora.
- Assaf, A. N. (2014). *Finanças corporativas e valor*. (7 ed.) São Paulo: Atlas Editora.
- Bolsa de Valores de Moçambique (05 de Janeiro de 2015). *Boletim de Cotações*. Maputo. Acesso em: 25 de Junho de 2018, Disponível em: http://www.bvm.co.mz/boletim_cotacoes/BC-20160104.pdf;
- Bolsa de Valores de Moçambique (31 de Dezembro de 2015). *Boletim de Cotações*. Maputo. Acesso em 25 de Junho de 2018, Disponível em: http://www.bvm.co.mz/boletim_cotacoes/BC-20151231.pdf;
- Bolsa de Valores de Moçambique (30 de Dezembro de 2016). *Boletim de Cotações*. Maputo. Acesso em 25 de Junho de 2018, Disponível em: http://www.bvm.co.mz/boletim_cotacoes/BC-20161230.pdf;
- Barros, C. (2007). *Avaliação Financeira de Projectos de Investimentos*. Lisboa: Escolar Editora.
- Cabral, M. R. (2014). *Avaliação Financeira da Área Produtiva da Fundação Eugénio de Almeida*. Dissertação de Mestrado. Évora: Escola de Ciências Sociais, Universidade de Évora.
- Catapan, A., Catapan, E. A., & Catapan, D. (2010). Cálculo do custo de capital: uma abordagem teórica. (Vol. 23) *Revista Economia & Tecnologia*.
- Chari, L. (2009). Measuring Value Enhancement Trough Economic Value Added: Evidence from Literature (Vol. 15). *The IUP Journal of Applied Finance*.
- Chiavenato, I. (2011). *Introdução à teoria geral da administração* (8 ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.

- Copeland, T. K., & Murrin, J. (2002). *Avaliação de Empresa - Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas* (3 ed.). São Paulo: Makron Books.
- Cunha, D. R. (2002). *Gestão baseada em valor: uma pesquisa no setor hoteleiro do Rio Grande do Norte*. São Paulo: Universidade de São Paulo.
- Damodaran, A. (2003). *Investment Philosophies: Successful Strategies and the investors Who Made Them Work*. New York: finance series.
- Duarte, S. J. (2011). *Avaliação da Performance Empresarial: O Economic Value Added e a sua relação com o valor da empresa*. Dissertação de Mestrado. Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.
- Ehrbar, A. (2000). *EVA: valor econômico agregado a verdadeira chave para a criação de riqueza*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Faria, J. A. (2008). *EVA: O caso sul africano (2002 - 2006)*. Dissertação de Mestrado. Lisboa: Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de empresas* (1 ed., Vol. II). Lisboa: Edições Silabo.
- Ferreira, M., Santos, J., Reis, N., & Marques, T. (2010). *Gestão Empresarial* (2 ed.). Lisboa – Porto: Lidel – Edições Técnicas.
- Franco, H. (1997). *Contabilidade Geral* (23 ed.). São Paulo: Atlas editora.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (5 ed.). São Paulo: Atlas editora.
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira* (12 ed.). São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Goldenberg, M. (2004). *Arte de Pesquisar* (8 ed.). Rio de Janeiro: Editora Record.
- Grant, J. L. (1997). *Foundations of Economic Value Added*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2014). *Relatório e Contas*. Vila do Songo, Distrito de Cahora Bassa – Província de Tete.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2015). *Relatório e Contas*. Vila do Songo, Distrito de Cahora Bassa – Província de Tete.
- Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A. (2016). *Relatório e Contas*. Vila do Songo, Distrito de Cahora Bassa – Província de Tete.

- Jordan, H., Neves, J. C., & Rodrigues, J. A. (2007). *O Controlo de Gestão: ao serviço da estratégia e dos gestores* (7 ed.). Lisboa: Áreas Editora.
- Jorge, N. H. (2014). *Avaliação do Desempenho Financeiro e Criação de Valor – uma visão integrada*. Dissertação de Mestrado. Setúbal: Escola Superior de Ciências Empresariais.
- Koontz, H. O. (1978). *Princípios de administração* (11 ed.). São Paulo: Pioneira.
- Kramer, J. D., & Chen, J. (2003). *Gestão baseada em valor*. Porto Alegre: Bookman.
- Marion, J. C. (2010). *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial* (5 ed.). São Paulo: Atlas editora.
- Marquez, C. D. (2009). *Análise económico – financeira de uma empresa*. Coimbra: Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Martins, A. (2002). *Introdução à Análise Financeira de Empresas*. Porto: Vida Económica.
- Menezes, C. H. (2003). *Princípios de Gestão Financeira* (9 ed.). Lisboa: Editorial Presença.
- Milgron, P. R. (1992). *Economics, Organization and Management*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Mithá, O. (2009). *Análise de Projetos de Investimento*. Lisboa: Escolar Editora.
- Mota, A., Barroso, C., Nunes, J., & Ferreira, M. (2012). *Finanças da Empresa – Teoria e Prática* (4 ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Nabais, C., Nabais, F. (2004). *Prática Financeira – Análise Económica & Financeira*. Lisboa: Edições Técnicas.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: Editora McGraw.
- Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato financeiro - Uma Visão Integrada de Gestão* (5 ed.). Lisboa: Texto Editora.
- Peixoto, S. M. (2001). *Economic Value Added - Aplicação às empresas portuguesas cotadas em Bolsa*. Porto: Faculdade de Economia, Universidade do Porto.
- Pereira, I. M. (2014). *A importância da gestão baseada na criação de valor para o acionista (Value-Based Management): O caso do Grupo Galp-Energia*. Dissertação de Mestrado. Porto: Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão, Instituto Politécnico de Porto.
- Quivy, R., & Campenhoud, L. V. (2005). *Manual de investigação em ciências sociais*. Lisboa: Gradiva Publicações.
- Rappaport, A. (2001). *Gerando valor para o accionista: um guia para administradores e investidores*. São Paulo: Atlas Editora.

- Richardson, R. J., Peres, J. A., Wanderley, J. C., Correia, L. M., & Peres, M. H. M. (2015). *Pesquisa social: métodos e técnicas* (3 ed.). São Paulo: Editora Atlas.
- Ross, S. A., Westerfiel, R., & Jordan, B. D. (1997). *Princípios de administração financeira* (2 ed.). São Paulo: Atlas Editora.
- Samanez, C. P. (2007). *Gestão de Investimentos e Geração de Valor*. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Soares, J. O., Fernandes, A. V., Março, A. A., & Marques, J. P. (2006). *Avaliação de projectos de investimentos na óptica empresarial* (2 ed.). Lisboa: Silabo.
- Stern, J. M., Shiely, J. S., & Ross, I. (2001). *The EVA challenge: implementing value added change in an organization*. Nova Iorque: John Wiley & Sons.
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value - The EVATM Management Guide*. Nova Iorque: HarperCollins Publishers.
- Teixeira, N. A. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - um estudo de caso. (Vol. 9, Nr. 4) *Revista Universo Contábil*.
- Teixeira, N. P. (2005). A Viabilidade e a Capacidade de Autofinanciamento. *Revista Contabilista /TOC n°69*.
- Teixeira, S. (2013). *Gestão das Organizações* (3 ed.). Lisboa: Escolar Editora.
- Teixeira, S. (2014). *Gestão Estratégica*. Lisboa: Escolar Editora.
- Vieto, J. M. (2013). *Finanças Empresarias, Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.
- Young, S. D., & O'Byrne, S. (2003). *EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação*. Porto Alegre: Bookman.