



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 9, n. 4, p. 157-178, out./dez., 2013

doi:10.4270/ruc.2013436

Disponível em www.furb.br/universocontabil



AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO FINANCEIRO E DA CRIAÇÃO DE VALOR – UM ESTUDO DE CASO¹

EVALUATION OF FINANCIAL PERFORMANCE AND VALUE CREATION - A CASE STUDY

EVALUACIÓN DEL DESEMPEÑO FINANCIERO Y CREACIÓN DE VALOR - UN ESTUDIO DE CASO

Nuno Miguel Delicado Teixeira

Doutor em Gestão pelo ISCTE - Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa
Professor da Escola Superior de Ciências Empresariais do
Instituto Politécnico de Setúbal
Endereço: Campus do IPS, Estefanilha
CP: 2914 - 503 – Setúbal – Portugal
E-mail: nuno.teixeira@esce.ips.pt
Telefone: + 351 265709362

António Gerson Cabral Amaro

Mestre em Contabilidade e Finanças pela Escola Superior de Ciências Empresariais do
Instituto Politécnico de Setúbal
Endereço: Avenida Dom João II, nº 14, 8º Esquerdo
CP: 2910-548 Setúbal - Portugal
E-mail: gersonamarobfl@gmail.com
Telefone: + 351 965204844

RESUMO

Ao longo das últimas décadas, o contexto empresarial sofreu mutações rápidas e marcantes, tendo a globalização e as inovações tecnológicas tornado a competitividade global e incrementado o risco na tomada de decisão na gestão das organizações. Neste sentido, a avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor representam uma das áreas mais importantes no meio empresarial e por isso, o objetivo deste trabalho centra-se na identificação dos indicadores mais adequados para medir a capacidade de uma organização para criar excedentes financeiros superiores à rendibilidade exigida pelos investidores. Para tal, identificámos diferentes perspectivas e indicadores de avaliação do desempenho financeiro, bem como metodologias para se apurar o custo do financiamento da atividade, fundamental

¹ Artigo recebido em 27.03.2013. Revisado por pares em 23.09.2013. Reformulado em 19.12.2013. Recomendado para publicação em 26.12.2013 por Carlos Eduardo Facin Lavarda. Publicado em 30.12.2013. Organização responsável pelo periódico: FURB.

para medir a capacidade de criação de valor. Finalmente, foi realizado o estudo empírico, tendo como referência o grupo empresarial português Galp Energia, onde se calcularam os vários indicadores referenciados nas diferentes perspectivas de avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor no período de tempo que decorreu entre 2005 e 2010. Assim, verificámos que, embora com algumas diferenças na análise, existia coerência entre as várias perspectivas estudadas, podendo, inclusivamente, obter-se os mesmos resultados matemáticos utilizando indicadores de rentabilidade, de lucros ou de fluxos de caixa. Se os princípios utilizados forem os mesmos, e desde que haja comparação com o custo do capital, o *return on investment* (ROI), o *economic value added* (EVA®) e o valor económico criado (VEC) permitem-nos ter uma análise exatamente igual do desempenho financeiro e da capacidade da criação de valor das organizações.

Palavras-Chave: desempenho financeiro, rentabilidade, fluxos de caixa, criação de valor, petróleo.

ABSTRACT

Over the past decades, the business has undergone rapid change and striking, with globalization and technological innovations made the global competitiveness and increased the risk in decision making in the management of organizations. In this sense, the evaluation of financial performance and value creation are one of the most important areas in business and therefore the objective of this work focuses on identifying the most appropriate indicators to measure the ability of an organization to create financial surpluses above the return required by investors. To this end, we have identified different perspectives and indicators for evaluating financial performance, as well as methodologies to determine the cost of financing activity, essential to measure the ability to create value. Finally, the empirical study was conducted, with reference to the Portuguese business group Galp Energia, which calculated the indicators referenced in several different perspectives to assess the financial performance and value creation in the period of time that elapsed between 2005 and 2010. Thus, we found that, although with some differences in the analysis, there was consistency between the various perspectives studied and can even obtain the same results using mathematical indicators of profitability, earnings or cash flows. If the principles used are the same, and provided it is compared to the cost of capital, return on investment (ROI), Economic Value Added (EVA ®) and the economic value created (VEC) allow us to get exactly the same analysis financial performance and the ability to create value in organizations.

Keywords: financial performance, profitability, cash flows, value creation, oil.

RESUMEN

En las últimas décadas, el negocio ha experimentado un cambio rápido y sorprendente, con la globalización y las innovaciones tecnológicas hicieron la competitividad global y el aumento del riesgo en la toma de decisiones en la gestión de las organizaciones. En este sentido, la evaluación del desempeño financiero y la creación de valor son una de las áreas más importantes en los negocios y por lo tanto, el objetivo de este trabajo se centra en la identificación de los indicadores más apropiados para medir la capacidad de una organización para crear excedentes financieros por encima de la rentabilidad exigida por los inversores. Con este fin, se han identificado diferentes perspectivas e indicadores para evaluar el desempeño financiero, así como las metodologías para determinar el costo de la actividad de financiación, esencial para medir la capacidad de crear valor. Por último, el estudio empírico se llevó a cabo, con referencia a la portuguesa Galp Energia grupo empresarial, que calcula los indicadores de referencia en varios puntos de vista diferentes para evaluar el desempeño financiero y la

creación de valor en el período de tiempo que transcurrió entre 2005 y 2010. De este modo, encontramos que, aunque con algunas diferencias en el análisis, hubo coherencia entre las diversas perspectivas estudiadas e incluso pueden obtener los mismos resultados utilizando indicadores matemáticos de la rentabilidad, los ingresos o flujos de efectivo. Si los principios utilizados son los mismos, y siempre y cuando se compara con el costo de capital, retorno sobre la inversión (ROI), Valor Económico Agregado (EVA[®]) y el valor económico creado (VEC) nos permite conseguir exactamente el mismo análisis desempeño financiero y la capacidad de crear valor en las organizaciones.

Palabras clave: desempeño financiero, la rentabilidad, los flujos de efectivo, la creación de valor, el petróleo.

1 INTRODUÇÃO

Apesar de cada vez mais se dar maior importância aos fatores não financeiros e intangíveis ligados às organizações e ao seu sucesso, a avaliação do desempenho financeiro nas entidades com fins lucrativos é uma das perspectivas mais importantes na avaliação do seu desempenho, uma vez que sintetiza o impacto de todas as decisões de gestão na capacidade de criação de valor. A este propósito, convém referir que o conceito de criação de valor é muito abrangente, considerando os diferentes *stakeholders* que intervêm na atividade das empresas. No entanto, neste trabalho de investigação iremos centrar-nos na capacidade das organizações para gerarem excedentes financeiros capazes de satisfazerem a remuneração pretendida pelos investidores na atividade, sejam eles os proprietários ou os credores financeiros.

Pulido e Fonseca (2004) referem que Portugal, por ser um país sem reservas petrolíferas próprias, é altamente dependente das importações deste produto essencial para a sociedade em geral. Desta forma, a indústria petrolífera desempenha um papel muito importante na economia nacional, sendo a principal fonte de energia primária em Portugal e, conseqüentemente, uma indústria cujo desempenho tem impacto em quase todos os sectores de atividade do país. Como tal, é objetivo deste trabalho estudar a evolução da criação de valor do grupo económico português GALP ENERGIA, SGPS, SA, que desenvolve a atividade neste sector.

Assim, o trabalho de investigação irá ser constituído por duas partes, a revisão bibliográfica e o estudo empírico. Na primeira parte, é nosso objetivo apresentar as perspectivas mais referidas na bibliografia sobre a avaliação do desempenho financeiro e a criação de valor, explicando e confrontando os indicadores incluídos em cada uma delas. A segunda parte do trabalho apresenta com maior detalhe os objetivos do estudo, a metodologia de investigação, o grupo económico analisado, bem como os conceitos utilizados e a forma como os dados foram recolhidos. Por último, serão apresentados os resultados obtidos e as principais conclusões da investigação.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Avaliação do Desempenho Financeiro e da Criação de Valor

Tradicionalmente a avaliação do desempenho financeiro baseia-se na informação contabilística proveniente de demonstrações financeiras, como é o caso do Balanço, da Demonstração de Resultados e da Demonstração de Fluxos de Caixa (SANTOS, 2008). Este conjunto de demonstrações financeiras é uma fonte privilegiada de informação, permitindo inclusivamente, o cálculo de diversos indicadores que tornam possível a obtenção de uma imagem mais precisa sobre o desempenho financeiro das organizações (MOTA; CUSTÓDIO, 2008). Nota-se, porém, uma preocupação cada vez maior com a criação de valor em detrimento da simples análise dos lucros, ou seja, é cada vez mais assente, a ideia de que os resultados só

são benéficos para a continuidade e prosperidade de uma organização se os mesmos conseguirem remunerar o capital investido total, havendo criação de valor se os mesmos excedentes superarem o custo do investimento feito na organização (RODRIGUES, 2010; SILVA; QUEIRÓS, 2010; NEVES, 2011).

Assim, nos dias de hoje, existe um conjunto diversificado de perspectivas para a avaliação do desempenho financeiro, não havendo, contudo, unanimidade quanto aos indicadores a utilizar. Desta forma, iremos abordar os diferentes indicadores de avaliação do desempenho financeiro referidos na bibliografia, organizando-os em quatro perspectivas: resultados contabilísticos, rentabilidade, fluxos de caixa e lucros supranormais (JORDAN *et al.*, 2008; NEVES, 2011).

2.1.1 Avaliação do desempenho financeiro baseada nos resultados contabilísticos

A Demonstração de Resultados é uma das formas mais elementares de avaliação do desempenho, verificando-se os resultados gerados, sendo estes calculados através da diferença entre os rendimentos e os gastos de um determinado período (MOTA; CUSTÓDIO, 2008). Estas rubricas contabilísticas são agrupadas em grupos homogêneos, indicando assim a origem e formação dos resultados apurados (NEVES, 2012). Os indicadores normalmente referidos na bibliografia e estudos são os resultados operacionais (RO), os resultados operacionais líquidos de impostos (ROLI), os resultados antes de impostos (RAI), os resultados líquidos (RL), os resultados por acção (RPA) e os *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA), que normalmente ajustam os resultados operacionais, adicionando-lhes os custos não desembolsáveis - amortizações e depreciações, imparidades e provisões do exercício (YOUNG; O'BYRNE, 2001; MENEZES, 2010; NEVES, 2011).

No entanto, a medição do desempenho financeiro apenas com base nos resultados contabilísticos, apresenta o condicionamento de não comparar a capacidade para criar lucros com as necessidades de investimento associadas, limitando a visão sobre a *performance* financeira das organizações (JORDAN *et al.*, 2008). Desta forma, surgiram ao longo do tempo outras perspectivas de avaliação do desempenho financeiro que iremos abordar nos pontos seguintes.

2.1.2 Avaliação do desempenho financeiro baseada na rentabilidade

A análise da rentabilidade é uma das perspectivas mais importantes na avaliação do valor de uma organização, permitindo verificar a *performance* dos capitais investidos numa organização através da capacidade da mesma gerar recursos financeiros e, ainda, refletir a qualidade da gestão (MOTA; CUSTÓDIO, 2008).

Assim, existem na literatura atual várias medidas para avaliar a rentabilidade. Embora, com objetivos diferentes, os indicadores mais citados na bibliografia e em estudos sobre avaliação do desempenho são o ROI - *return on investment* - e a RCP - rentabilidade dos capitais próprios (NEVES, 2011). O ROI pretende medir a capacidade da atividade para remunerar os investimentos realizados através dos resultados gerados, independentemente de quem os financiou. Para tal, compara os resultados com o investimento, obtendo-se uma taxa de rentabilidade. Nos resultados, é usual serem considerados os operacionais ou operacionais líquidos de impostos; já o investimento é normalmente representado pelo ativo líquido total (NEVES, 2011). No que diz respeito à RCP, é calculada pela comparação dos resultados líquidos com os capitais próprios da empresa, determinando-se a remuneração dos proprietários, tendo em consideração os resultados que potencialmente lhes poderiam ser atribuídos e o investimento realizado por eles (MENEZES, 2010).

Porém, diversos autores têm preterido o ROI em prol do ROIC - *return on invested capital* - que substitui os resultados operacionais pelos resultados líquidos sem alavancagem

financeira (RLSAF) e em alternativa ao ativo líquido, o investimento é representado pelo conceito de capitais investidos que considera os ativos corrigidos dos passivos não remunerados. Deste modo, os RLSAF são calculados pela soma dos rendimentos financeiros aos resultados operacionais e pela respetiva correção do efeito fiscal ao valor obtido; assim, consideram-se nos resultados todos os excedentes criados com a atividade e que poderão remunerar a rendibilidade exigida pelos diferentes investidores. Já o volume de investimento é ajustado pelos passivos negociados no âmbito da atividade que ajudam a financiar o ciclo de exploração da empresa (ANTHONY; GOVINDARAJAN, 2003; DAMODARAN, 2007; NEVES, 2011).

Nos últimos anos a empresa CSFB – Holt Value Associats tem divulgado outro indicador, o CFROI – *cash flow return on investment* – que pretende também ser uma alternativa ao ROI na avaliação do desempenho financeiro de empresas. Na prática, este indicador mede a capacidade dos fluxos de caixa a preços correntes de um determinado exercício conseguirem gerar ao longo da vida útil dos ativos fixos, uma taxa de rendibilidade, normalmente designada por TIR – taxa interna de rendibilidade – superior ao custo do capital. Assim, embora se trate igualmente de uma taxa de rendibilidade, é o primeiro indicador referido que tem em consideração o custo dos capitais investidos, conceito que iremos abordar mais à frente no trabalho (DAMODARAN, 2005; JORDAN *et al.*, 2008).

Por último, é também muitas vezes referenciada a rendibilidade por ação, em inglês designada por *total share return*, que evidencia a remuneração obtida pelos investidores nos títulos da empresa, considerando as mais valias potenciais e os dividendos a receber, face ao valor da cotação no início do período em análise. Relativamente aos restantes indicadores desta perspetiva, apresenta como grande diferença o fato de se basear em dados do mercado de capitais (NEVES, 2011).

2.1.3 Avaliação do desempenho financeiro baseada nos fluxos de caixa

Os fluxos de caixa, são a tradução direta da expressão inglesa *cash flow* e são cada vez mais utilizados na avaliação do desempenho, representando um dos conceitos mais relevantes para a análise financeira (NEVES, 2011). Este conceito está menos dependente dos critérios contabilísticos, permitindo uma visão mais realista de uma organização e em conformidade com a sua situação de tesouraria (ESPERANÇA; MATIAS, 2009). Assim, representam os fluxos monetários reais de um investimento ou organização e são calculados pela diferença entre todas as entradas e saídas de fundos (SILVA; QUEIRÓS, 2010).

Considerando os fluxos de caixa essenciais para a avaliação do desempenho financeiro, Michael Jensen (1986) no seu trabalho “*Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*” introduziu o conceito de *free cash flow*, que deu ainda origem ao *free cash flow to equity* ou fluxo de caixa livre e ao *free cash flow to firm* ou fluxo de caixa operacional (NEVES, 2002).

O fluxo de caixa livre (FCL) representa o excesso financeiro líquido gerado pelas atividades operacionais, de investimento e financiamento externo que ficam disponíveis para os detentores de capital (NEVES, 2002). O fluxo de caixa operacional (FCO) por sua vez evidencia a margem gerada pelas operações de uma organização, líquida dos investimentos em ativos fixos e das necessidades de fundo de maneio essenciais para o seu desenvolvimento, independentemente da forma de financiamento adoptada (NEVES, 2002).

Então, Mota e Custódio (2008) afirmam que os FCO correspondem ao valor do negócio (*Entreprise value*) ao passo que os FCL correspondem ao valor disponível para os proprietários (*Equity value*).

No entanto, tendo ainda em atenção os fluxos de caixa, Neves (2011) recomenda para a avaliação do desempenho financeiro de uma empresa a utilização dos indicadores valor económico criado (VEC) e taxa interna de rendibilidade efetiva (TIRE), que são medidas

baseadas nos fluxos de caixa históricos. O seu cálculo considera a capitalização dos diversos fluxos de caixa para o final do último ano em análise, aferindo se a rentabilidade gerada ao longo do período estudado foi superior ao custo do capital exigido pelos investidores.

Assim, estes últimos indicadores vão mais longe na análise, uma vez que têm em conta a remuneração exigida pelos proprietários e pelas instituições financeiras na medição do desempenho financeiro, evidenciando se houve ou não capacidade para criar valor face ao custo do investimento na atividade.

2.1.4 Avaliação do desempenho financeiro baseada nos lucros supranormais

Ao longo do tempo, a análise dos resultados e da rentabilidade tem vindo a ser substituída pela lógica dos lucros supranormais, que visa verificar se as organizações conseguem gerar excedentes financeiros face ao custo do financiamento da atividade, ou seja, se apresentam capacidade para criarem valor, indo ao encontro dos mesmos princípios dos indicadores CFROI e VEC, apresentados nas perspetivas anteriores (NEVES, 2011).

O primeiro indicador desenvolvido que tentou medir a capacidade das empresas para gerarem lucros acima das expectativas dos investidores, tanto próprios como alheios, foi o resultado residual criado por Solomon em 1965 e que comparava os resultados operacionais com o custo do investimento realizado na atividade (custo do capital exigido pelos investidores multiplicado pelo ativo líquido). Já na década de 90 do século passado Stewart (1991) lançou o EVA® que apenas se diferencia face ao indicador anterior pelo fato dos resultados deverem ser corrigidos do efeito fiscal (ROLI) e por defender que deverão ser realizados diversos ajustamentos aos dados contabilísticos para se ter uma visão mais correta da capacidade de criação de valor. Contudo, Neves (2002) e Desai e Ferri (2006) chamam a atenção que na prática esses ajustamentos são muito subjetivos e não são essenciais para o cálculo do EVA®.

Já o Bóston Consulting Group utiliza o indicador CVA – *cash value added* – que tem um cálculo semelhante ao EVA®, mas em alternativa aos ROLI, utiliza os meios libertos operacionais líquidos de impostos (MOLI). Na prática, considera os custos não desembolsáveis como excedentes criados na atividade, que servem igualmente para remunerar os investidores. Assim, os resultados considerados não são influenciados pelas políticas contabilísticas das empresas, no que diz respeito ao registo de amortizações e depreciações e de imparidades e provisões.

Outro indicador muito utilizado para medir a criação de valor nas empresas é o MVA – *market value added* – que consiste na capitalização, à taxa de rentabilidade que se pretende garantir, dos diversos EVA's calculados anualmente, para o período onde se está a realizar a análise (SILVA; QUEIRÓS, 2010). Trata-se do mesmo tipo de lógica utilizada no cálculo do valor económico criado descrito na perspetiva da avaliação do desempenho financeiro baseada nos fluxos de caixa.

Finalmente, Teixeira (2008) e Neves (2011) chamam a atenção que poderá ainda ser calculado um indicador alternativo, denominado de rentabilidade supranormal (RS), que consiste em comparar o ROI / ROIC obtido, com o custo do capital exigido pelos investidores, sendo em seguida essa margem multiplicada pelo volume de capitais investidos, obtendo-se, igualmente, uma imagem do valor criado no período analisado.

2.1.5 Custo do financiamento da atividade

Ao longo da caracterização realizada sobre as diferentes perspetivas de avaliação do desempenho financeiro, ficou evidente uma preocupação cada vez maior em comparar a rentabilidade gerada com as expectativas dos investidores. Na perspetiva da rentabilidade, verificou-se que o valor obtido através dos cálculos do CFROI deveria ser superior ao custo do financiamento da atividade; na perspetiva dos fluxos de caixa, mais concretamente no cálculo do VEC, constatou-se que os excedentes financeiros gerados deveriam ser suficientes para

cobrir os investimentos realizados e, em simultâneo, a remuneração exigida pelos investidores; finalmente, na lógica dos lucros supranormais, constata-se que a criação de valor é aferida pela capacidade do negócio em gerar rendibilidades superiores às exigidas pelos proprietários e credores alheios.

Deste modo, estamos perante uma variável muito importante na avaliação do desempenho financeiro: o custo do financiamento da atividade, que deverá incluir as expectativas dos diferentes investidores que ajudaram a financiar o funcionamento normal do negócio. É neste contexto, que surge o conceito do custo médio ponderado do capital (WACC - *weighted average cost of capital*), que engloba o custo do capital alheio corrigido das poupanças fiscais e o custo do capital próprio que evidencia a taxa de retorno que os proprietários esperam obter para serem compensados do risco (TEIXEIRA, 2008). A sua forma de cálculo é a seguinte:

$$WACC = (CP / A) \times Ke + (P / A) \times Kd \times (1 - t)$$

Legenda:

CP - Capitais Próprios; *A* - Ativo Líquido; *P* - Passivo; *Ke* - Custo Capital Próprio;
Kd - Custo Capital Alheio; *t* - Taxa efetiva de impostos sobre o rendimento

2.1.6 Análise comparativa das perspetivas de avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor

Young e O'Byrne (2001), enumeram as principais diferenças entre várias das medidas de desempenho aqui tratadas, considerando essencialmente se incluem ou não o custo do capital. Seguindo essa linha de pensamento, os resultados antes de impostos e o resultado líquido diferem dos resultados operacionais ou dos EBITDA, na medida em que consideram o custo do capital de terceiros. Contudo, por incorporarem resultados operacionais e financeiros, geralmente não são utilizados para medir o desempenho a nível divisional, pois os seus resultados dependem das variações no desempenho operacional, bem como das diferenças na estrutura de capital da empresa e não das suas divisões (YOUNG; O'BYRNE, 2001). Quanto aos RL e à RPA, Young e O'Byrne (2001) afirmam que apesar das críticas dos defensores das outras perspetivas, são indicadores que estão em sincronia com os mercados de capitais e estudos empíricos provam que são fortes quanto à explicação do desempenho dos preços das ações. Contudo, a avaliação do desempenho financeiro com base em resultados apresenta como pontos fracos não considerar o valor do investimento realizado, bem como o seu respetivo custo.

As medidas de avaliação do desempenho financeiro baseadas na rentabilidade e em indicadores como o ROI e o ROIC apresentam a vantagem de compararem os resultados com o volume de investimento e as informações necessárias para o seu cálculo estão disponíveis em relatórios financeiros, sendo facilmente calculadas e interpretadas. No entanto, não consideram o custo do financiamento da atividade e podem ser manipuladas, não refletindo inteiramente o valor criado (YOUNG; O'BYRNE, 2001; KRAUTER; SOUSA, 2007).

Segundo Basso *et al.* (2002), quando comparado com o ROI e outras medidas de rentabilidade tradicionais, o CFROI permite uma medição do desempenho mais real pois este método apresenta os seus valores a preços correntes. Para além disso, o CFROI ao relacionar os meios libertos com os investimentos, tenta retirar as distorções nos resultados provocadas pelos procedimentos contabilísticos. Entretanto, Neves (2011) refere que o CFROI é a medida de avaliação do desempenho financeiro mais complexa de calcular e não elimina as desvantagens do ROI e do ROIC.

O FCL, o FCO, o CFROI e o CVA diferem das medidas baseadas nos lucros bem como do ROI e ROIC, porque ao utilizarem os conceitos de fluxos de caixa e de meios libertos, tentam evitar as ambiguidades da contabilidade, corrigindo os efeitos dos custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações, provisões e imparidades) e dos critérios de valorimetria, que

variam de uma organização para outra e que influenciam o valor dos resultados. Assim, estas medidas têm a vantagem de contornar a influência dos diferentes procedimentos utilizados na contabilidade (YOUNG; O'BYRNE, 2001; KRAUTER; SOUSA, 2007; MARTINS *et al*, 2010). Young e O'Byrne (2001) afirmam que os FCO e os FCL apesar de serem medidas essenciais no que diz respeito à avaliação de empresas, tal como as restantes medidas baseadas nos fluxos de caixa, na avaliação do desempenho financeiro a curto prazo ou de um único período podem apresentar certas deficiências e devem ser interpretadas com cautela. Os seus valores num determinado ano podem ser mais influenciados pelas oportunidades de crescimento do setor do que pelo desempenho operacional no ano em causa. Ou seja, a existência de FCO e FCL negativos num determinado ano pode não significar mau desempenho, mas sim indicar a existência de uma oportunidade de investimento que provocou um aumento de saídas monetárias em projetos que no longo prazo serão criadores de valor para a organização. Consequentemente, nesse ano, a organização não é capaz de financiar o seu investimento total a partir dos fluxos de caixa gerados internamente. Contudo, nos exercícios seguintes poderá rentabilizar esse investimento, gerando excedentes financeiros positivos. Logo, os fluxos de caixa deverão ser utilizados apenas quando se pretende analisar o impacto de decisões estratégicas em vários exercícios económicos (YOUNG ; O'BYRNE, 2001).

No que diz respeito, à avaliação do desempenho financeiro baseada nos lucros supranormais, parte de indicadores de resultados (RR, EVA® e CVA) ou de rentabilidade (RS) e verifica se os excedentes criados conseguem superar o custo do investimento exigido pelos financiadores da atividade. Assim, apresenta como grande vantagem face às perspetivas de avaliação do desempenho financeiro baseadas nos resultados e na rentabilidade, o fato de contemplar o custo total do capital investido na empresa, integrando a remuneração exigida pelos proprietários e credores financeiros.

No entanto, Teixeira (2008) evidencia que existe relação entre as medidas baseadas na rentabilidade (ROI e o ROIC) e as medidas baseadas na criação de valor (RR e EVA®), demonstrando que ambos os indicadores podem levar ao mesmo resultado desde que haja coincidência entre os princípios de cálculo. Segundo o mesmo autor, podemos relacionar os dois conceitos da seguinte forma:

- Se o ROI for superior ao WACC, a empresa está a gerar rentabilidade superior ao custo do capital investido na sua atividade, havendo criação de valor (EVA ou $RR > 0$);
- Se o ROI for inferior ao WACC, a empresa não consegue gerar rentabilidade suficiente para remunerar os capitais investidos na sua atividade, não existindo criação de valor (EVA ou $RR < 0$);
- Se o ROI for igual ao WACC, a empresa apenas consegue gerar rentabilidade para cobrir o custo dos capitais investidos na sua atividade, não havendo criação de valor acima do exigido pelos investidores (EVA ou $RR = 0$).

Como se pode constatar, esta relação entre o ROI e o WACC vai ao encontro do conceito de rentabilidade supranormal na óptica da empresa, evidenciando a capacidade da organização para criar valor face ao custo do capital utilizado. Sendo assim, a diferença entre o ROI e o WACC, multiplicada pelo valor do investimento, irá gerar o mesmo resultado que o EVA® ou o RR, consoante as rubricas contabilísticas utilizadas.

Para além disso, a investigação financeira tem demonstrado que quando se utilizam corretamente o RR e o EVA®, estas medidas apresentam avaliações idênticas às efetuadas pelos métodos dos fluxos de caixa, o que facilita a análise do desempenho histórico periódico, pois não são necessários diversos exercícios para se avaliar a criação de valor (NEVES, 2011).

Através das medidas de avaliação do desempenho financeiro anteriormente apresentadas, verificamos que tem existido um esforço em todas as perspetivas de avaliação no sentido de se aferir a capacidade das organizações para criarem valor face ao custo do

financiamento da atividade, incluindo neste, o custo dos capitais alheios e dos capitais próprios. Contudo, devido à subjetividade do custo de oportunidade dos capitais próprios, muitos analistas preferem as medidas baseadas nos lucros ou na rentabilidade tradicional em detrimento das métricas que utilizam o custo global do financiamento da atividade (representado pelo WACC), como são os casos da RS, do RR, do EVA®, do CVA e do VEC (Vasconcelos *et al*, 2006). Assim, embora as medidas mais utilizadas, quer em estudos na área financeira quer por organizações, sejam as baseadas nos lucros contabilísticos e na rentabilidade, os fluxos de caixa e os indicadores relativos aos lucros supranormais têm ganho cada vez mais notoriedade, porque permitem comparar a rentabilidade gerada com o custo de financiamento da atividade (NEVES, 2011).

3 METODOLOGIA

3.1 Objetivos e Metodologia de investigação

Este trabalho de investigação tem como principal objetivo, estudar a evolução da criação de valor do grupo económico português Galp Energia. Para tal, pretendemos analisar e confrontar os diferentes resultados dos indicadores de avaliação do desempenho financeiro, referidos nas várias perspetivas abordadas na revisão bibliográfica, nomeadamente: resultados contabilísticos, rentabilidade, fluxos de caixa e lucros supranormais. Desse modo, pretendemos interligar a análise das diferentes perspetivas estudadas e concluir sobre quais os indicadores mais relevantes para se realizar a avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor

Ao nível da metodologia de investigação, para além da consulta de diferente bibliografia sobre o desempenho financeiro e a criação de valor, o estudo de caso foi realizado tendo em conta a informação disponível no site corporativo e os relatórios e contas relativos aos anos de 2005 a 2010.

3.2 O grupo Económico Estudado

De acordo com o seu *site* oficial, a Galp Energia, foi constituída em 22 de abril de 1999 com a denominação de GALP – Petróleos e Gás de Portugal, SGPS, S.A e tinha por objetivo explorar os negócios relacionados com o petróleo e o gás natural em Portugal. Este grupo surge na sequência da reestruturação do sector energético em Portugal, incorporando a Petrogal, a única empresa refinadora e a principal distribuidora de produtos petrolíferos nacional e a Gás de Portugal, empresa importadora, transportadora e distribuidora de gás natural. Atualmente o grupo económico Galp Energia desenvolve a sua atividade em 13 países, salientando-se a sua forte presença no grande eixo de exploração e produção do Atlântico Sul (Brasil e Angola). É constituído por aproximadamente 106 empresas, representando no seu global 12.138.379 mil euros de volume de negócios, 7.493 postos de trabalho e contribui com um VAB de 1.194.082 mil euros para a economia nacional. Para além disso, no primeiro semestre de 2010 o grupo detinha uma quota de mercado de cerca de 30% a 35% na venda a retalho de combustíveis rodoviários na rede (em volume e em valor), bem como cerca de 31% dos postos de venda em Portugal Continental (AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA, 2010), o que evidencia a sua importância no mercado nacional do consumo de produtos petrolíferos.

3.3 A Recolha de Dados e os Conceitos Utilizados

A recolha de dados foi realizada através da observação dos relatórios e contas consolidadas da Galp Energia. Tendo em conta que o grupo está cotado na bolsa de valores de Lisboa, os seus relatórios e contas anuais estão disponíveis no site da empresa. Os restantes dados necessários para o estudo, mas não constantes nos relatórios e contas, como são os casos das cotações das ações ou dividendos distribuídos são de domínio público (BOLSA.PT, 2012).

Relativamente ao período de tempo analisado, correspondeu ao intervalo entre 2005 e 2010, perfazendo 6 exercícios económicos. Tal, permitiu ter uma imagem sustentada da evolução da atividade do grupo e da respectiva capacidade de criação de valor.

No que diz respeito, aos conceitos financeiros utilizados ao longo do trabalho empírico para aferir a capacidade de criação de valor, pelas suas especificidades, iremos detalhar o cálculo dos seguintes: capital investido, capitais próprios, passivos financeiros e custo do financiamento da atividade, onde se incluem o custo médio ponderado do capital e os custos do capital próprio e do capital alheio.

Para o cálculo do capital investido, indicador que será utilizado em várias medidas referidas neste trabalho, é necessário construir um Balanço Funcional que de acordo com Neves (2012) permite evidenciar como a organização obtém e investe os seus recursos financeiros e, face ao Balanço Contabilístico, tem uma estrutura mais adequada para a análise financeira. Esta organização dos dados contabilísticos permite isolar os capitais investidos, dos capitais próprios e do capital alheio remunerado, dando duas visões complementares sobre a atividade da empresa: o valor necessário de investimento para o desenrolar do negócio (capitais investidos) e o peso das fontes de financiamento utilizadas, sendo esta informação fundamental para aferirmos a rentabilidade a exigir pelos investidores. Nesse sentido, apresentamos de seguida o Balanço Funcional do grupo Galp Energia.

Quadro 1 - Balanço Funcional (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ativos Fixos Ajustados	2.845.327	2.189.985	2.287.867	3.506.062	3.843.176	4.917.009
NFM Exploração	874.625	836.401	875.722	692.849	596.501	881.312
- Necessidades Cíclicas	2.353.288	2.274.393	2.669.776	2.414.767	2.385.846	3.064.926
- Recursos Cíclicos	1.478.663	1.437.992	1.794.054	1.721.918	1.789.345	2.183.614
NFM Extraexploração	37.146	120.103	55.297	22.734	137.273	(42.762)
- Tesouraria Ativa	234.775	296.343	197.862	279.977	440.515	342.545
- Tesouraria Passiva	197.629	176.240	142.565	257.243	303.242	385.307
Total de Investimento	3.757.098	3.146.489	3.218.886	4.221.645	4.576.950	5.755.559
Capitais Próprios	2.385.851	2.036.674	2.369.960	2.218.819	2.388.663	2.711.069
Passivo Financeiro	1.371.247	1.109.815	848.926	2.002.826	2.188.287	3.044.490
Total de Financiamentos	3.757.098	3.146.489	3.218.886	4.221.645	4.576.950	5.755.559

Como Ativos Fixos Ajustados considerámos todos os Ativos não correntes do grupo, deduzidos de Passivos não remunerados de médio e longo prazo, nomeadamente Outras contas a pagar, Responsabilidades com benefícios de reforma e outros benefícios, Passivos por impostos diferidos e Provisões. Neves (2011), refere a importância de se isolarem as fontes de financiamento remuneradas no lado direito do Balanço, como forma de se identificar o peso dos diferentes investidores e o respectivo custo exigido por eles. Assim, surge uma questão muito importante: que fazer aos passivos de médio e longo prazo que não são remunerados e que também, não poderão ser considerados nas necessidades de fundo de maneio, tanto de exploração como de extraexploração, uma vez que têm graus de exigibilidade superiores a 1 ano, não afetando a situação de tesouraria de curto prazo. Nesse sentido, seguimos a lógica de Menezes (2010) na elaboração do balanço esquemático, onde o autor chama a atenção para a importância de no cálculo do fundo de maneio, relacionado com as decisões estratégicas das empresas, se incluírem todas as rubricas com impacto a médio e longo prazo na atividade. Deste modo, o valor dos ativos não correntes do grupo Galp Energia surge no Balanço Funcional, devidamente corrigido dos passivos com reduzida exigibilidade, uma vez que estes, ajudam a financiar a menor liquidez destes investimentos na atividade.

Tanto as Necessidades Cíclicas (NC) como os Recursos Cíclicos (RC) correspondem às rubricas ligadas diretamente ao ciclo de exploração com carácter corrente. As NC

compreendem os Inventários, Clientes e Outras contas a receber de exploração e os RC por sua vez são compostos pelos Fornecedores e Outras contas a pagar de exploração.

Na parte que diz respeito à Tesouraria foram incluídas todas as contas ativas e passivas com carácter corrente, ligadas ao ciclo extraexploração do grupo. De destacar que, no caso da Tesouraria Passiva não foram consideradas quaisquer rubricas de passivo remunerado, fazendo estas parte dos passivos financeiros. Assim a Tesouraria Ativa é formada por caixa e seus equivalentes, outros investimentos financeiros, outras contas a receber de extraexploração (Adiantamentos a fornecedores de imobilizado; Subsídios a receber; Juros e outros encargos financeiros) e imposto corrente sobre o rendimento a receber, ao passo que a Tesouraria Passiva é composta por imposto corrente sobre rendimento a pagar e outras contas a pagar de extraexploração (por exemplo acréscimos de juros e outros encargos financeiros).

Quanto ao Capital Próprio, este corresponde ao total do património do grupo e inclui os valores relativos aos interesses minoritários (NEVES, 2011; GOMES; PIRES, 2011). Relativamente aos Passivos Financeiros dizem respeito a todas as rubricas que fazem parte do ciclo de financiamento da empresa. Como tal, incluímos todas as fontes de financiamento que dizem respeito ao capital alheio remunerado do grupo, nomeadamente: empréstimos (passivo não corrente), outros instrumentos financeiros (passivo corrente e não corrente), empréstimos obrigacionistas (passivo corrente e não corrente), empréstimos e descobertos bancários, empréstimos remunerados de empresas associadas, participadas e relacionadas (outras contas a pagar não correntes) e empréstimos remunerados de outros acionistas (outras contas a pagar não correntes).

Neste trabalho, e de acordo com Neves (2012), considerámos que o Ativo e o Capital Investido para motivos de cálculo da rendibilidade e do custo do capital, deveriam ser representados pelo valor disponível no início do ano. Isto porque, o valor no final do ano tem incluído tanto o capital investido como também o capital gerado durante o período. Desta forma, não serão calculados diversos indicadores (ROI, ROIC, EVA®, CVA e RS) referentes ao ano de 2005, pois os valores desse ano serão considerados como o capital inicialmente investido para o desenrolar da atividade em 2006.

No caso do TSR não se determinou para os anos de 2005 e 2006 pois para o seu cálculo é necessário considerar o valor das cotações do grupo, que só se encontram disponíveis a partir de 24-10-2006 (Bolsa.pt, 2012).

No que diz respeito ao custo do financiamento da atividade, foi essencial calcular o custo médio ponderado do capital (WACC). Para o determinarmos, temos de ter conhecimento de seis fatores: taxa de imposto efetiva, custo do capital alheio, custo do capital próprio, capital investido, passivo financeiro e capital próprio. O cálculo dos últimos três fatores já se encontra indicado e detalhado. Relativamente aos restantes, todos podem ser obtidos através dos dados apresentados nas demonstrações financeiras, com exceção do custo do capital próprio que necessita de um pouco mais de atenção.

A taxa de imposto efetiva foi determinada considerando a relação entre o imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas reflectido na demonstração de resultados do período e o valor dos resultados antes de impostos; o custo do capital alheio, foi determinado considerando a relação entre os gastos financeiros reflectidos na demonstração de resultados no final do período e o valor inicial do passivo financeiro em cada exercício económico que lhes deu origem. Em ambas as situações, seguimos os procedimentos aconselhados por Neves (2011 e 2012). Já no que diz respeito, ao custo do capital próprio, recorremos a diferentes metodologias para encontrar o seu valor que, explicamos de seguida.

Tratando-se de uma empresa cotada a primeira opção foi recorrer ao conhecido modelo CAPM, que determina a rendibilidade esperada pelos proprietários, tendo em consideração a remuneração sem risco disponível no mercado financeiroⁱ e o nível de risco dos títulos da empresaⁱⁱ face ao mercado bolsistaⁱⁱⁱ. Porém, esta revelou-se uma alternativa com pouca

operacionalidade, uma vez que derivado da crise económica mundial, o mercado bolsista português sofreu várias desvalorizações, tendo provocado rendibilidades anualizadas muito negativas nos principais índices de referência, nomeadamente o PSI-20. Logo, alguns dos valores anuais determinados através desta metodologia para a rendibilidade a exigir pelos proprietários, apresentaram valores negativos, o que não se afigura como expectável. Para superar esta dificuldade, recorreremos à sugestão dada por Damodaran (2005) em que o autor refere que poderão ser definidos *spreads* de referência para os países, tendo em consideração o nível de risco dos títulos da dívida pública.

Assim, na segunda opção para se determinar o custo do capital próprio do grupo Galp Energia, observámos a evolução do nível de risco associado à dívida pública portuguesa, de acordo com a notação das agências de *rating* internacionais e, somámos o *spread* respetivo, em sintonia com os procedimentos sugeridos pelo autor. No entanto, consideramos que esta é uma metodologia muito subjetiva e que poderá estar ultrapassada, uma vez que estamos na presença de *spreads* definidos há vários anos e que, certamente, estarão desatualizados em relação à conjuntura que se vive atualmente. Testámos, ainda, o custo do capital próprio, considerando a rendibilidade média dos capitais próprios dos competidores em Portugal e na Europa. Neves (2012), sugere, em alternativa ao CAPM, a utilização da rendibilidade dos capitais próprios do setor como mínimo exigível pelos proprietários de uma empresa com atividade semelhante. Sendo assim, verificámos a RCP dos 4 competidores no território nacional (BP, Cepsa, Galp e Repsol) para o período em estudo.

Quanto aos dados europeus sobre o setor petrolífero, consultámos a central de balanços do Banco de Portugal para os diversos países e calculámos as médias anuais de RCP dos competidores internacionais (BANCO DE PORTUGAL, 2012). Face à indisponibilidade dos dados europeus para 2010 e às diferentes condições de desenvolvimento da atividade nos diversos países, optámos por considerar a RCP média dos principais competidores no mercado nacional, nos trabalhos realizados sobre a evolução da criação de valor, sendo esta a rendibilidade mínima que o grupo Galp Energia deveria ser capaz de gerar anualmente aos seus proprietários. No entanto, apresentamos de seguida o quadro 2 com o custo do capital próprio determinado em cada uma das opções anteriormente referidas onde se podem observar valores muito diferentes.

Quadro 2 - Custo do capital próprio (ke)

Rubricas	2006	2007	2008	2009	2010
Ke – CAPM	29,29%	23,26%	(60,24%)	37,21%	(11,23%)
Ke - <i>Spread</i> Damodaran	8,15%	11,63%	9,83%	9,98%	12,39%
Ke – Principais competidores em Portugal	24,59%	23,72%	11,84%	12,46%	12,67%
Ke – Competidores internacionais	16,85%	20,02%	15,95%	14,03%	-

Finalmente, apresentamos ainda o quadro 3 com o custo médio ponderado do capital calculado com base no custo do capital próprio dos principais competidores em Portugal (que se irá utilizar como referência na avaliação da criação de valor), detalhando os valores dos diversos fatores necessários para a sua determinação.

Quadro 3 - Custo médio ponderado do capital baseado no Ke dos competidores nacionais

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
t – Taxa de imposto efetiva	-	19,18%	25,58%	21,26%	21,84%	27,10%
Kd – Custo do capital alheio	-	4,82%	5,42%	8,67%	4,46%	5,77%
Ke – Custo dos capitais próprios	-	24,59%	23,72%	11,84%	12,46%	12,67%
Capital investido	3.757.098	3.146.489	3.218.886	4.221.645	4.576.950	5.755.559
Passivo financeiro	1.371.247	1.109.815	848.926	2.002.826	2.188.287	3.044.490
CP – Capitais próprios	2.385.851	2.036.674	2.369.960	2.218.819	2.388.663	2.711.069
WACC	-	17,04%	16,77%	10,52%	8,20%	8,62%

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste ponto do trabalho, pretendemos aferir a evolução do desempenho financeiro e a capacidade de criação de valor do grupo Galp Energia no período de tempo analisado, ou seja, entre 2005 e 2010. Para tal, iremos observar a evolução dos indicadores anteriormente referidos, seguindo as diferentes perspetivas abordadas na revisão bibliográfica: resultados contabilísticos, rendibilidade, fluxos de caixa e lucros supranormais.

– Avaliação do desempenho financeiro baseada nos resultados contabilísticos

Após a análise das demonstrações financeiras da Galp Energia no período de 2005 a 2010 apresentamos no quadro 4, os seguintes indicadores incluídos na avaliação do desempenho financeiro baseada nos resultados contabilísticos.

Quadro 4 - Indicadores de resultados contabilísticos (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EBITDA	1.192.088	1.240.670	1.213.246	448.837	829.888	1.053.134
RO	862.749	949.214	935.591	167.325	458.776	638.663
ROLI	680.390	767.169	696.299	131.743	358.566	465.606
RAI	893.392	938.663	973.940	154.711	451.393	614.235
RL	700.657	754.774	720.272	116.971	347.272	441.375
RPA	0,84 €	0,91 €	0.87 €	0.14 €	0,42 €	0,53 €

Genericamente, ao observarmos todos os indicadores calculados, pode-se concluir que a partir do final de 2006 até 2008, inclusive, a evolução não foi positiva, uma vez que anualmente os resultados foram diminuindo. Tal revela uma menor capacidade da atividade para gerar excedentes financeiros.

Contudo, numa análise mais pormenorizada, podemos verificar nos indicadores relativos à atividade operacional (EBITDA, RO e ROLI), que o negócio tem sido viável economicamente, isto é, tem conseguido cobrir os seus gastos ao longo dos diversos anos estudados, inclusivamente, os denominados custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações e imparidades e provisões). Porém, centrando a nossa atenção nos RO (os EBITDA e os ROLI seguem a mesma evolução) o excedente criado, teve uma variação negativa de perto de 1,4% de 2006 para 2007, acompanhada por uma quebra brusca de perto de 82% em 2008. O grupo consegue contornar a descida no período homólogo nos dois anos seguintes, registando um aumento no excedente operacional em 2009 e 2010 na ordem dos 174% e 39% respetivamente. Contudo, verificamos que estes aumentos não compensaram a evolução negativa registada nos anos de 2007 e 2008, pois o RO de 2010 representa aproximadamente 67% do valor do registado em 2006.

Relativamente ao RAI, verificamos que, ao contrário do que é normal, no primeiro e no terceiro anos a atividade financeira teve um impacto positivo nos resultados, fruto da gestão das participações financeiras do grupo. No entanto, a partir de 2008 a situação inverte-se, tendo os gastos financeiros provenientes da decisão de financiamento impacto negativo nos resultados.

No que diz respeito aos RL, estes registam a mesma evolução dos RO, mas revelando curvas de subida e descida mais acentuadas. Após remunerar todas as rubricas (operacionais, financeiras e fiscais) o grupo conseguiu um excedente contabilístico positivo ao longo do período em causa e, como vimos nos RO, o exercício de 2008 foi o pior ano. A diferença entre os RO e os RL é absorvida quase por completo pelas responsabilidades fiscais da empresa e a função financeira da empresa consome em média no período em análise apenas 2% dos RO, o que demonstra uma capacidade de endividamento a explorar para a concretização de futuros investimentos estratégicos, que garantam o crescimento sustentado do grupo.

Tendo em conta que o número total de ações manteve-se uniforme ao longo dos anos podemos concluir que o efeito registado nos RL foi transferido para os RPA, sendo que, se os

RL tivessem sido distribuídos na totalidade aos acionistas, 2006 e 2008 seriam os anos que estes teriam retornos mais altos e baixos respectivamente no período em análise.

– **Avaliação do desempenho financeiro baseada na rentabilidade**

De seguida, apresentamos no quadro 5, os diversos indicadores calculados no âmbito da avaliação do desempenho financeiro baseada na rentabilidade:

Quadro 5 - Cálculo dos indicadores de rentabilidade

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROI	-	16,00%	17,85%	2,95%	6,93%	8,50%
ROIC	-	21,51%	24,31%	5,43%	9,88%	11,65%
RCP	-	31,97%	35,69%	4,98%	15,83%	18,69%
TSR	-	-	169,60%	-59,22%	72,42%	19,38%

Ao longo do período em análise a evolução dos indicadores de rentabilidade, nomeadamente, o ROI e o ROIC tiveram uma tendência idêntica, ou seja, de 2006 a 2007 houve um aumento dos seus valores, seguindo-se uma diminuição acentuada em 2008. Finalmente, em 2009 e 2010 houve uma recuperação da rentabilidade gerada, não conseguindo no entanto, atingir os valores dos primeiros anos analisados. Face à evolução dos indicadores de resultados, verifica-se que apesar da diminuição destes em 2007 a rentabilidade nesse ano conseguiu ser superior à do exercício anterior, o que significa que a quebra dos lucros foi compensada com uma maior eficiência nos investimentos da atividade. Porém, verificamos que a evolução da rentabilidade nos anos seguintes é coincidente com a dos resultados. Como tal, podemos concluir que estes condicionam fortemente a rentabilidade criada pelo grupo Galp Energia.

O ROI revela que o grupo teve uma rentabilidade média do investimento de aproximadamente 10,44% no período estudado, ou seja, a atividade operacional do grupo conseguiu remunerar 10,44 cêntimos por cada euro investido no Ativo. Se dividirmos o intervalo de tempo em análise em dois subperíodos (um antes e outro de 2008 em diante) chegamos à conclusão que a rentabilidade média do grupo no período pré 2008 foi de cerca de 16,92%, ao passo que desse ano em diante foi de 6,13%, o que nos indica que houve uma perda de aproximadamente 64% na rentabilidade do grupo face aos primeiros anos observados.

O ROIC, como já referimos, permite ter uma visão mais correta da rentabilidade gerada pela atividade global ao considerar os RLSAF em vez dos RO e o Capital Investido em alternativa ao Ativo. Analisando os resultados deste indicador podemos concluir que o capital investido do grupo tem uma remuneração média de cerca de 14,56% no período em análise. Desta forma, podemos concluir que o indicador anterior estava a subvalorizar a rentabilidade da empresa em quase cinco pontos percentuais, o que tendo em conta que estamos na presença de um grupo com um Ativo avaliado contabilisticamente em milhares de milhões de euros e resultados na ordem dos milhões é uma diferença bastante significativa. Usando como referência os subperíodos referidos no ROI, verificamos que a rentabilidade do grupo teve uma quebra de 61%, passando de uma rentabilidade dos capitais investidos de 22,91% no primeiro período para 8,99% no segundo período.

Analisando a rentabilidade somente na óptica dos proprietários (RCP), constatamos que mais uma vez a diminuição dos resultados no exercício de 2008, condicionou muito os valores obtidos, passando de 36% para cerca de 5% de remuneração anual aos investidores. Nos anos seguintes a situação melhora mas, em 2010 a remuneração garantida de cerca de 19%, é muito inferior à obtida nos primeiros anos sempre superior a 30%.

No que diz respeito ao TSR do grupo indica-nos que em 2007 os acionistas tiveram uma rentabilidade muito positiva por título (num ano conseguiam realizar o investimento realizado na totalidade e mais de 60% de lucro), considerando os dividendos e as mais-valias potenciais. Em 2008 segue-se uma perda, o que reflete o comportamento dos resultados da atividade da

empresa na valorização dos seus títulos. Em 2009 há um aumento na rentabilidade total para o acionista que não é mantida no ano a seguir. No entanto, em 2010 apesar da rentabilidade da ação ser apenas de 19,38%, valor bastante inferior aos 72,42% de 2009, representa uma remuneração bastante boa para os proprietários do grupo, uma vez que, por exemplo a rentabilidade anual do principal indicador da bolsa portuguesa (PSI20) nesse ano foi de -10,34%.

Finalmente, ainda no âmbito dos indicadores de rentabilidade calculou-se o CFROI, com referência à atividade global, para o período de tempo em análise (2005 a 2010). Para tal, menosprezamos o efeito da taxa de inflação, porque tal como Neves (2011) alerta, a forma como esse fator se reflete na atividade é muito subjetiva e varia muito de ativo para ativo.

O CFROI baseia-se na capacidade do investimento de cada ano para libertar excedentes financeiros, medindo o valor criado pelos fluxos financeiros originados durante a vida útil do ativo fixo existente nesse exercício específico. Assim, testámos o CFROI para cada biénio. Por exemplo, para 2005/2006, considerámos o ativo fixo e as NFM (sem disponibilidades) como o investimento inicial, representando os RLSAF e os custos não desembolsáveis de 2006, os meios libertos ao longo dos 10 anos de vida útil média desse investimento (valor do ativo fixo / valor das amortizações e depreciações do exercício). Finalmente, no último ano observado de cada análise, foi incluído o valor residual que contempla as NFM iniciais e que, de acordo com os autores do modelo se consideram, a par dos meios libertos, inalteráveis ao longo da vida útil dos investimentos tidos como referência. Nos biénios seguintes, foram realizados os mesmos procedimentos de cálculo.

Quadro 6 - Cálculo do CFROI para a atividade global (valores em milhares de euros)

Rubricas	Período	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Ativo Fixo e NFM	Ano 0	(3.589.272)	(2.919.998)	(3.105.172)	(4.091.574)	(4.329.501)
Meios libertos líquidos	1º Ano	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	2º Ano	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	3º Ano	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	4º Ano	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	5º Ano	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	6º Ano	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	7º Ano	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	8º Ano	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Meios libertos líquidos + VR (06/07; 07/08)	9º Ano	1.099.622	1.786.700	1.279.906	788.123	947.849
Meios libertos líquidos + VR (05/06)	10º Ano	1.853.758	0	0	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	11º Ano	0	0	0	788.123	947.849
Meios libertos líquidos	12º Ano	0	0	0	788.123	947.849
Meios libertos líquidos + VR (08/09; 09/10)	13º Ano	0	0	0	1.376.538	1.720.788
Vida útil do ativo fixo		10	9	9	13	13
CFROI – TIR		28,66%	33,72%	9,07%	17,10%	20,23%
Custo do Capital – WACC corrigido		16,69%	16,23%	10,47%	8,06%	8,39%
<i>Value to cost ratio</i>		1,72	2,08	0,87	2,12	2,41

Ao analisarmos os resultados obtidos, constantes no quadro 6, verificamos que a rentabilidade média anual do ativo fixo de cada ano, varia muito ao longo do período analisado. É possível constatar que o valor do CFROI de cada exercício está muito dependente de três fatores: valor do investimento inicial, capacidade de libertar excedentes no ano seguinte e número de anos de vida útil do investimento considerado.

Porém, há outra análise mais importante que podemos retirar dos dados obtidos. Ao observarmos a estrutura de financiamento dos diferentes exercícios, concluímos que, com exceção do ano de 2008 (confirmando as análises anteriores), a rentabilidade média gerada pelos investimentos anuais é superior ao custo do financiamento, o que significa que, segundo esta análise, o grupo Galp Energia conseguiu garantir em praticamente todos os exercícios uma remuneração acima da exigida pelos investidores. Deste modo, obteve-se um *value to cost ratio*

(quociente entre a rentabilidade gerada e o custo do capital) superior a 1, com exceção do exercício de 2008. Assim, é a primeira vez nesta avaliação do desempenho financeiro do grupo Galp Energia, que verificamos a possibilidade de existência de criação de valor relativamente ao custo exigido pelos diferentes financiadores da atividade.

No entanto, este indicador é muito criticado, sendo de destacar, pelas piores razões, o pressuposto de se considerarem valores rígidos para os meios libertos e para as NFM ao longo da vida útil do investimento inicial. Basta observarmos as oscilações ocorridas nos meios libertos durante o período estudado para constatarmos a fragilidade da análise do CFROI.

– **Avaliação do desempenho financeiro baseada nos fluxos de caixa**

Nesta perspetiva de avaliação do desempenho financeiro calculámos os fluxos de caixa operacionais (FCO), os fluxos de caixa livres (FCL), a taxa interna de rentabilidade efetiva (TIRE) e o valor económico criado (VEC) ao longo do período analisado. De seguida, apresentamos os quadros 7 e 8 relativos ao cálculo do FCO e do FCL:

Quadro 7 - Cálculo do FCO (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROLI	-	680.390	767.169	696.299	131.744	358.566
Custos não desembolsáveis	-	291.456	277.655	281.512	371.112	414.471
Meios Libertos	-	971.846	1.044.824	977.811	502.856	773.037
Varição Ativo de exploração	5.029.644	(475.433)	748.422	896.419	671.140	1.973.448
Varição Passivo de exploração	1.478.663	(40.671)	356.062	(72.136)	67.427	394.269
FCO	(3.550.981)	1.406.608	652.464	9.256	(100.857)	(806.142)

Quadro 8 - Cálculo do FCL (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Resultado Líquido	-	754.774	720.272	116.971	347.272	441.375
Custos não desembolsáveis	-	291.456	277.655	281.512	371.112	414.471
Meios Libertos	-	1.046.230	997.927	398.483	718.384	855.846
Varição Capital investido	3.589.272	(669.274)	185.556	986.020	239.734	1.231.153
Varição Passivo Financeiro	1.371.247	(261.432)	(260.889)	1.153.900	185.461	856.203
FCL	(2.218.025)	1.454.072	551.482	566.363	664.111	480.896

Ao compararmos os resultados dos FCO e dos FCL, podemos concluir que uma parte substancial dos fluxos de caixa gerados, não provém do negócio principal do grupo, mas sim da atividade financeira. Com exceção do exercício de 2007, nos restantes podemos observar que os FCL tiveram sempre um valor superior aos FCO.

Quanto ao VEC, apresentado no quadro 9, constatamos que existiu criação de valor na atividade global ao longo do período entre 2005 e 2010,. Para calcularmos este indicador, considerámos o ativo sem disponibilidades do ano de 2005 como o valor do investimento inicial, os RLSAF acrescidos dos custos não desembolsáveis como meios libertos da atividade e, no último ano analisado, 2010, incluímos o valor residual dos ativos líquidos dos passivos existentes nesse momento, uma vez que em caso de liquidação também contribuiriam para criar valor aos investidores. Para além disso, é de referir que o WACC utilizado neste indicador está ajustado, pois ao retirarmos o valor de disponibilidades dos ativos considerados como investimentos anuais, estamos a partir do princípio de que se tratam de valores que poderão ser utilizados pela gestão no autofinanciamento do negócio, diminuindo a necessidade de investimento por parte dos proprietários e dos restantes financiadores. Para efeitos do trabalho, considerámos que se tratava de capital gerado pela atividade e como tal, teria um custo de zero para os proprietários, diminuindo o peso dos capitais próprios no financiamento da atividade e ajustando o valor global das fontes de financiamento ao novo valor de investimento obtido sem as disponibilidades.

Quadro 9 - Cálculo da TIRE e do VEC (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Meios libertos	-	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Variação do ativo líquido total	5.265.564	(439.878)	785.598	1.310.074	724.272	2.121.958
Variação do passivo	1.676.292	(62.060)	322.387	42.542	113.426	476.334
Cash-flow	(3.589.272)	1.477.440	579.453	(811.087)	177.277	(697.775)
Valor Residual	-	-	-	-	-	5.562.461
Custo do Capital – WACC corrigido		16,69%	16,23%	10,47%	8,06%	8,39%
Taxa Interna de Rendibilidade Efetiva	13,087%					
Cash-flows capitalizados último período	(6.299.246)	2.222.163	749.805	(950.044)	192.152	(697.775)
Valor Económico Criado	779.516					

Deste modo, no período de 6 anos estudado, calculámos um VEC de 779.516 milhares de euros e uma TIRE de 13,087%. Assim, concluímos que a atividade, segundo estes indicadores, criou valor face à remuneração anual exigida pelos investidores.

– **Avaliação do desempenho financeiro baseada nos lucros supranormais**

Nesta perspetiva de avaliação do desempenho financeiro, começámos por calcular quatro indicadores que se encontram interligados em termos de cálculos, o RR, o EVA®, o MVA e o CVA e que são apresentados nos quadros 10, 11 e 12.

Quadro 10 - Cálculo do RR (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RO	-	949.214	935.591	167.325	458.776	638.663
Total de Investimento	3.757.098	3.146.489	3.218.886	4.221.645	4.576.950	-
Custo do Capital	-	17,04%	16,77%	10,52%	8,20%	8,62%
Valor criado	-	309.061	407.816	(171.317)	112.597	244.114

Quadro 11 - Cálculo do EVA® e do MVA (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RLSAF	-	808.166	765.009	174.933	417.011	533.378
Total de Investimento	3.757.098	3.146.489	3.218.886	4.221.645	4.576.950	-
Custo do Capital	-	17,04%	16,77%	10,52%	8,20%	8,62%
Valor criado	-	168.012	237.234	(163.709)	70.832	138.829
EVA® capitalizado ao custo do capital	-	254.840	308.148	(192.402)	(76.938)	138.829
MVA em 2010						586.352

Quadro 12 - Cálculo do CVA (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RLSAF	-	808.166	765.009	174.933	417.011	533.378
Custos não desembolsáveis	-	291.456	277.655	281.512	371.112	414.471
Meios Libertos	-	1.099.622	1.042.664	456.445	788.123	947.849
Total de Investimento	3.757.098	3.146.489	3.218.886	4.221.645	4.576.950	-
Custo do Capital	-	17,04%	16,77%	10,52%	8,20%	8,62%
Valor criado – CVA	-	459.468	514.889	117.803	441.944	553.300

Ao analisarmos os resultados relativos a estes indicadores, podemos observar que todos apresentam resultados semelhantes ao longo dos períodos, destacando-se em todos eles pela negativa o exercício de 2008. O RR apresenta sempre valores superiores ao EVA®, em virtude de não ter a correção de imposto sobre o rendimento; já o CVA detém ao longo de todos os anos valores mais positivos do que os dois indicadores anteriores, em virtude de considerar os custos não desembolsáveis no valor criado em cada exercício (de notar que o seu resultado é igual ao EVA® adicionado dos custos não desembolsáveis). Finalmente, no que diz respeito ao

MVA concluiu-se através deste método que o valor criado entre 2005 e 2010 foi de 586.352 milhares de euros, montante inferior ao obtido através do VEC (779.516 milhares de euros).

Finalmente, calculámos ainda a rendibilidade supranormal na óptica da empresa, cujos resultados apresentamos de seguida no quadro 13.

Quadro 13 - Cálculo da RS na óptica da empresa (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RLSAF	-	808.166	765.009	174.933	417.011	533.378
Total de Investimento	3.757.098	3.146.489	3.218.886	4.221.645	4.576.950	-
ROIC	--	21,51%	24,31%	5,43%	9,88%	11,65%
Custo do Capital	--	17,04%	16,77%	10,52%	8,20%	8,62%
Rendibilidade Supranormal	--	4,47%	7,54%	(5,09%)	1,68%	3,03%
Valor criado	--	168.012	237.234	(163.709)	70.832	138.829

A RS indica-nos que a amplitude entre o ROIC e o WACC do grupo tem a mesma evolução que os indicadores anteriores, sendo o ano com maior rendibilidade supranormal o de 2007. No entanto, mais uma vez torna-se evidente que 2008 foi o ano pior dos exercícios estudados, havendo mesmo destruição de valor face à remuneração pretendida pelos investidores. Para além disso, e tal como Teixeira (2008) refere, em termos de valor absoluto, verificamos que o valor criado é exatamente igual ao resultado determinado no EVA®. Deste modo, desde que os princípios financeiros sejam respeitados verificamos que se podem tomar as mesmas decisões utilizando o EVA® ou o conceito da RS.

– **Análise comparativa dos resultados das diferentes perspetivas de avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor**

Em suma, podemos concluir que o grupo Galp Energia teve um bom desempenho financeiro ao longo do período de tempo estudado, havendo mesmo criação de valor face à remuneração pretendida pelos investidores. A prova disso, são os valores positivos do VEC e do MVA que mostram o valor económico acumulado desde o exercício de 2005 a 2010.

Contudo, ao observarmos as diferentes perspetivas da avaliação de desempenho financeiro, constatamos que nem sempre a análise nos permite evidenciar o mesmo tipo de conclusão. Por exemplo, se em 2006 todas as medidas registam valores no mesmo sentido, indicando unanimemente um bom desempenho financeiro por parte do grupo, de 2006 a 2007 não há harmonia nos resultados. O RO, EBITDA, RL, RPA, FCL e FCO apresentam um decréscimo face ao ano anterior, ao passo que o ROI, ROIC, RR, EVA®, CVA e RS apresentam um acréscimo nos resultados registados. Já o ano de 2008, evidenciou quebras acentuadas nos resultados ou na rendibilidade em todos os indicadores. Porém, de acordo com o RO, EBITDA, RL, RPA e FCL, o grupo teve reduções nos resultados mas manteve excedentes positivos, ao contrário dos restantes indicadores que, ao compararem os excedentes criados face à remuneração exigida pelos investidores, evidenciam que o grupo destruiu valor económico durante esse exercício. Em 2009 observa-se um aumento nos valores de todos os indicadores aqui estudados, mas a evolução de 2009 a 2010 também não é uniforme, pois em sentido inverso o TSR, FCO e FCL apresentam uma variação negativa. Assim, podemos concluir que não há consenso entre os resultados apresentados nas diversas medidas pois ao longo do período estas apresentam comportamentos diferentes.

No entanto, apesar destas diferenças de análise nos indicadores determinados, julgamos que ficou evidente com a realização deste trabalho que a avaliação do desempenho financeiro com base em resultados, na rendibilidade ou em fluxos de caixa, apenas permitirá uma visão completa sobre a criação de valor da atividade, se houver uma comparação entre os excedentes criados e a remuneração pretendida pelos investidores, sejam eles proprietários ou instituições financeiras. Nesse sentido, pretendemos demonstrar que se os princípios financeiros forem respeitados, podemos inclusivamente chegar aos mesmos resultados na avaliação da criação de

valor, utilizando para além do custo do capital, indicadores de resultados, de rentabilidade ou de fluxos de caixa. O VEC anteriormente determinado tinha o valor de 779.516 milhares de euros. No seu cálculo não são incluídos os montantes de disponibilidades anuais, uma vez que os fluxos de caixa gerados em cada ano representam a base do valor do VEC. Isto porque, o objetivo final da atividade de qualquer empresa consiste na criação de fluxos monetários capazes de cobrir a remuneração exigida pelos investidores. Assim, considerando que estes valores se tratam de excedentes criados pela atividade, podemos considerar que diminuem o valor do investimento e que diminuem o esforço dos financiadores. Deste modo, vejamos no quadro 14, o que sucede aos valores do EVA^{®iv}, se no seu cálculo seguirmos os mesmos pressupostos que no VEC e não considerarmos o valor das disponibilidades no capital investido:

Quadro 14 - Cálculo do EVA[®] sem disponibilidades (valores em milhares de euros)

Rubricas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RLSAF	-	808.166	765.009	174.933	417.011	533.378
Total de Investimento	3.589.272	2.919.998	3.105.554	4.091.574	4.331.308	-
Custo do Capital – WACC corrigido	-	16,69%	16,23%	10,47%	8,06%	8,39%
Valor criado	-	209.287	290.951	(150.286)	87.038	169.942

Por outro lado, o VEC é calculado pela capitalização, para o último período em análise, dos *cash-flows* de cada exercício à taxa de remuneração pretendida periodicamente pelos investidores (WACC). No último ano, deve-se, ainda, adicionar o valor residual dos ativos líquidos dos passivos existentes, aos fluxos de caixa obtidos ao longo dos exercícios estudados. Assim, observemos no quadro 15, o que sucede se capitalizarmos os valores anuais do EVA[®] para o último período, tendo como referência a taxa do custo do capital (WACC) pretendida pelos investidores:

Quadro 15 - Cálculo do MVA sem disponibilidades (valores em milhares de euros)

Rubricas	2006	2007	2008	2009	2010
Valor criado - EVA [®] ou RS	209.287	290.951	(150.286)	87.038	169.942
Valor criado capitalizado	314.780	376.487	(176.034)	94.341	169.942
MVA em 2010					779.516

Como tal, podemos concluir que utilizando indicadores de resultados, de rentabilidade ou de fluxos de caixa, é possível não só ter análises semelhantes ao nível do desempenho financeiro e criação de valor, como também determinar resultados numéricos iguais. No entanto, independentemente do tipo de indicador escolhido, torna-se fundamental para aferir a capacidade de criação de valor, a comparação com a remuneração pretendida pelos investidores, sendo o WACC muito importante para conhecer o custo financeiro da atividade.

5 CONCLUSÕES

A elaboração deste trabalho teve por objetivo a observação da evolução da criação de valor no grupo económico Galp Energia, tendo sido alcançado com recurso a várias medidas de avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor, que enquadrámos em quatro perspetivas: lucros contabilísticos, rentabilidade, fluxos de caixa e lucros supranormais.

Evidenciámos que as medidas baseadas nos lucros contabilísticos são as mais fáceis de se obter, pois encontram-se diretamente nos relatórios e contas das empresas. Possibilitam uma primeira visão do desempenho financeiro, mas não analisam a criação de valor, pois não relacionam os resultados com o capital investido total e com o custo do mesmo capital.

As medidas baseadas na rentabilidade permitem uma análise melhor face às anteriores, pois comparam os resultados contabilísticos com o capital investido. No entanto, continuam a não considerar o custo do capital.

No que se refere às medidas baseadas nos fluxos de caixa que, segundo muitos autores têm mais robustez que as anteriores, por tentarem anular o efeito do normativo contabilístico nos resultados, evidenciam os *cash-flows* efetivamente criados em cada período e que irão remunerar os investidores (próprios e alheios). No entanto, se tivermos a analisar um horizonte temporal curto, estas medidas podem perder a robustez.

Por último, estudámos as medidas baseadas nos lucros supranormais que, talvez possam ser a perspetiva mais completa, pois para além de considerarem que os retornos das organizações devem remunerar os custos do capital (próprio e alheio) da atividade (lógica também seguida por algumas das medidas das outras perspetivas, como são os casos do CFROI e do VEC), permitem uma visão do desempenho financeiro e da capacidade de criação de valor no curto prazo, nomeadamente em cada um dos exercícios analisados.

No entanto, observámos que apesar das diferentes características, existe relação entre as várias perspetivas estudadas, podendo obter-se os mesmos resultados matemáticos utilizando indicadores de rendibilidade, de lucros ou de fluxos de caixa. Se os princípios utilizados forem os mesmos, e desde que haja comparação com o custo do capital, o ROI / ROIC, o EVA® e o VEC permitem-nos ter uma análise exatamente igual do desempenho financeiro e da capacidade da criação de valor das organizações.

Relativamente ao custo do capital, foi possível verificar a dificuldade subjacente ao cálculo do custo do capital próprio, bem como à variabilidade do seu valor consoante os princípios utilizados na sua determinação. Em simultâneo, concluímos que o modelo mais aconselhado pelos investigadores para a sua definição, o CAPM, é muito difícil de ser aplicado em cenários de crise económica, onde os mercados financeiros registam rendibilidades negativas.

Finalmente, no que diz respeito à evolução da criação de valor na Galp Energia, verificou-se que, durante o período entre 2005 e 2010, existiu capacidade para criar excedentes financeiros superiores à remuneração exigida pelos investidores. No entanto, é de destacar pela negativa o exercício de 2008 em que, se analisarmos o desempenho financeiro anual, verificamos que existiu destruição de valor económico, sendo essa realidade refletida nos indicadores das diferentes perspetivas abordadas. Embora nos exercícios seguintes analisados (2009 e 2010) se note uma recuperação, esta não foi suficiente para se atingirem os resultados observados durante os dois primeiros anos analisados, isto é, 2006 e 2007. Contudo, se considerarmos os 6 anos estudados e, tendo em consideração os pressupostos de cálculo do custo do capital exigido, podemos afirmar que a criação de valor se quantificou em 779.516 milhares de euros.

REFERÊNCIAS

ANTHONY, Robert. N.; GOVINDARAJAN, Vijay. **Management control systems**. 11ª Ed. New York: McGrawHill/Irwin, 2003.

AUTORIDADE DA CONCORRÊNCIA. Newsletter de acompanhamento dos mercados de combustíveis líquidos e gás engarrafado – II Semestre de 2010. Disponível em: <http://www.concorrenca.pt/SiteCollectionDocuments/Estudos_e_Publicacoes/Relatorios_Periodicos_e_Newsletters/Energia_e_Combustiveis_Newsletter/25Newsletter_Combustiveis_2010_2T.pdf>. Acesso em: 07 Set. 2011.

BANCO DE PORTUGAL. BP stat – Estatísticas online – Quadros predefinidos – Rácios Sectoriais Europeus. Disponível em: <[http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/\(S_03eq1055c4wryi45dgt5yzqi\)/Default.aspx#](http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/(S_03eq1055c4wryi45dgt5yzqi)/Default.aspx#)>. Acesso em: 28 de Fev. 2012.

BASSO, Leonardo F. C.; ALVES, Wagner; NAKAMURA, Wilson T. Medidas de Valor Adicionado: Um estudo do impacto das dificuldades encontradas para a estimativa do custo total de capital na opção pela utilização deste tipo de medida em empresas operando no Brasil. 2002. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/2EBF/paper/viewFile/1662/773>>. Acesso em: 22 Fev. 2012.

BLOOMBERG RESEARCH. Ficha discriminativa do título – Galp Energia SGPS, SA. (valores do beta para o período de 2006 a 2010). Sistema de informação Bloomberg. Acesso em: 10 Jan. 2012a.

BLOOMBERG RESEARCH. Rendibilidade anualizada do PSI-20 (para o período de 2006 a 2010). Sistema de informação Bloomberg. Acesso em: 10 Jan. 2012a.

BOLSA.PT. Galp Energia. Disponível em: <<http://www.bolsapt.com/historico/GALP.LS/>>. Acesso em: 22 Fev. 2012b

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on Valuation – Security analysis for investment and corporate finance** (2ª edição). New York: John Wiley and Sons, 2005.

DAMODARAN, Aswath. Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications, Jul. 2007. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>>. Acesso em 22 Fev. 2011.

DESAI, Mihir A. FERRI, Fabrizio. **Understanding Economic Value Added**. Harvard Business Review, Rev 11, Jul. 2006.

ESPERANÇA, José, P., MATIAS, Fernanda. **Finanças Empresariais**. 2. Ed. Alfragide: Texto Editora, 2009.

GOMES, João M. L.; PIRES, Jorge M. R. **SNC - Sistema de Normalização Contabilística - Teoria e Prática**. 4. Ed. Porto: Vida Económica, 2011.

IGCP – INSTITUTO DE GESTÃO DA TESOURARIA E DO CRÉDITO PÚBLICO, (2012). Leilões de Obrigações do Tesouro. Disponível em: <<http://www.igcp.pt/gca/?id=80>>. Acesso em: 06 Jan. 2012.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, vol. 76, nº 2: pag. 323–329, May 1986. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>

JORDAN, Hugues; NEVES, João C.; RODRIGUES, José A. **O Controlo de Gestão - Ao serviço da estratégia e dos gestores**. 8. Ed. Lisboa: Áreas Editora, 2008.

KRAUTER, Elizabeth; SOUSA, Almir F. Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro e Criação de Valor para o Acionista: Um Estudo de Caso. In: SEMEAD - SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 10., 2007, São Paulo. **Anais ...** São Paulo, 2007. CD-ROM.

MARTINS, António; CRUZ, Isabel; GONÇALVES, Paulo G.; SILVA, Patricia P. P.; AUGUSTO, Mário. **Manual de Gestão Financeira Empresarial**. Coimbra: Coimbra Editora, 2010.

MENEZES, Caldeira. **Princípios de Gestão Financeira**. 12. Ed. Editorial Presença: Lisboa, 2010.

MOTA, António G.; CUSTÓDIO, Cláudia. **Finanças da Empresa – Manual de informação, análise e decisão financeira para executivos**. 4. Ed. Lisboa: Bnomics, 2008.

NEVES, João C. **Avaliação de Empresas e Negócios**. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 2002.

NEVES, João C. **Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa**. 2. Ed. LISBOA: Texto Editora, 2011.

NEVES, João C. **Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão** 5. Ed. Lisboa: Texto Editora, 2012.

PULIDO, João G.; FONSECA, Pedro. **Portugal e o Petróleo - O complexo mundo do petróleo e o seu impacto no nosso país**. Lisboa: Tribuna da História, 2004.

RODRIGUES, Jorge J. M. **Avaliação do Desempenho das Organizações**. Lisboa, Escolar Editora, 2010.

SANTOS, António J. R. **Gestão Estratégica – Conceitos, modelos e instrumentos**. Lisboa: Escolar Editora, 2008.

SILVA Eduardo S.; QUEIRÓS, Mário. **Gestão Financeira – Análise de Investimentos**. Porto: Vida Económica, 2010.

SOLOMON, David. **Divisional Performance: Measurement and Control**, Homewood, Irwin, 1965.

STEWART, Bennett. **The Quest for Value: A Guide for Senior Managers**. New York: Harper Business, 1991.

TEIXEIRA, Nuno M. D. A rendibilidade e a criação de valor. In: ENCONTRO AECA, 13., 2008. **Anais ... Aveiro**, 2008. CD-ROM

VASCONCELOS, Yumara L.; MATIVI, Cleiva S.; YOSHITAKE, Mariano. **Indicadores de Desempenho: Realidade sobre os acrónimos utilizados na análise contabil**. Editora Unijuia, nº 24: pag. 41-53, Jan./Jun. 2006.

YOUNG, David S.; O'BYRNE, Stephen F. **EVA and Value-Based Management**. New York, McGraw-Hill, 2001.

ⁱ Taxa de juro média das obrigações o tesouro de médio e longo prazo emitidas em cada ano avaliado (IGCP, 2012).

ⁱⁱ Beta (β) anual relativo as variações das cotações das ações (Bloomberg Research, 2012a).

ⁱⁱⁱ Rendibilidade anualizada do PSI-20 (Bloomberg Research, 2012b).

^{iv} De notar que o mesmo cálculo poderia ser realizado para a RS que chegaríamos a resultados idênticos