

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

ISCAL EST. 1759

CRIAÇÃO DE VALOR ATRAVÉS DO EVA,
MVA E CVA – CASO SOGRAPE VINHOS S.A.

Beatriz Leitão Graça

Lisboa, Fevereiro de 2024

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO
DE LISBOA

CRIAÇÃO DE VALOR ATRAVÉS DO EVA,
MVA E CVA – CASO SOGRAPE VINHOS S.A.

Beatriz Leitão Graça

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Controlo de Gestão e Avaliação de Desempenho, realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Marina Alexandra Nunes Godinho Antunes.

Constituição do Júri:

Presidente – Prof.^a Doutora Maria do Rosário Teixeira Justino

Arguente – Prof.^a Doutora Rita Silva

Orientador – Prof.^a Doutora Marina Alexandra Nunes Godinho Antunes

Lisboa, Fevereiro de 2024

Agradecimentos

Não poderia deixar de agradecer a todas as pessoas que me apoiaram ao longo deste percurso e que contribuíram para que conseguisse concretizar o meu objetivo em finalizar mais uma etapa na minha vida pessoal e profissional.

Em primeiro lugar, um agradecimento muito especial à minha Mãe e ao meu Pai, pelo apoio incondicional, incentivo e paciência durante o meu percurso académico.

Às minhas amigas, Margarida, Rita e Namrata, quero agradecer por todo o apoio, incentivo, compreensão e paciência.

Não poderia deixar de fazer um agradecimento especial à minha orientadora, a Professora Doutora Marina Antunes, por toda a disponibilidade, compreensão, conhecimento e apoio.

Por fim, agradeço à minha família por todo o carinho, ânimo e compreensão ao longo deste percurso.

Resumo

No que respeita à crescente competitividade das empresas, existe uma necessidade das empresas se tornarem mais eficientes. Deste modo, as empresas para se tornarem mais eficientes, é essencial transformarem e adaptarem as suas estratégias de maneira a tornarem-se mais competitivas e paralelamente, a criar mais valor.

Surgiu assim, a implementação de sistemas de Gestão Baseada no Valor (GBV), permitindo desta forma ao desenvolvimento de novas métricas de avaliação da *performance* empresarial.

O objetivo principal da presente dissertação é analisar empiricamente a criação de valor utilizando as seguintes métricas de criação de valor: *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA) e o *Cash Value Added* (CVA) através de um estudo de caso na empresa Sogrape Vinhos S.A..

Começando com uma revisão de literatura pretende-se abordar o conceito de criação de valor e da GBV, o conceito das referidas métricas de criação de valor (EVA, MVA, CVA), a relação entre o EVA e o MVA e também estudos anteriores realizados relacionados sobre as métricas que irão ser estudadas.

No âmbito do estudo empírico, segue-se um estudo qualitativo, que tem como objetivo verificar uma compreensão mais profunda do contexto envolvente e das características específicas do objeto de estudo. O objetivo de estudo será uma empresa do setor vitivinícola e cujo horizonte temporal está compreendido entre 2016 e 2020. Os dados foram obtidos através da análise dos relatórios anuais.

Os resultados foram conclusivos, observou-se que todas as métricas indicaram criação de valor. Verificou-se consoante os dados disponíveis, que o EVA e o MVA não demonstraram uma relação linear de evolução. E por fim, as métricas do EVA, MVA e CVA são mais eficientes do que o Resultado Líquido na explicação de criação de valor, mas apenas o EVA e o CVA exibiram a mesma relação de crescimento.

Palavras-Chaves: Criação de valor; Gestão Baseada no Valor; *Performance* empresarial; EVA, MVA; CVA.

Abstract

With regard to the growing competitiveness of companies, there is a need for companies to become more efficient. In this way, for companies to become more efficient, it is essential to transform and adapt their strategies in order to become more competitive and at the same time, to create more value.

Then, it emerged the implementation of Value Based Management (GBV) systems, thus allowing the development of new metrics for evaluating business *performance*.

The main objective of the present dissertation is to empirically analyze value creation using the following value creation metrics: Economic Value Added (EVA), *Market Value Added* (MVA) and *Cash Value Added* (CVA) through a case study at the company Sogrape Vinhos S.A..

Starting with a literature review, it is intended to address the concept of value creation and GBV, the concept of the refereed value creation metrics (EVA, MVA, CVA), the relationship between EVA and MVA and previous studies conducted related to the metrics that will be studied.

As part of the empirical study, a qualitative study follows, which aims to verify a deeper understanding of the surrounding context and the specific characteristics of the object of study. The objective of the study will be a company in the wine sector whose time horizon is between 2016 and 2020. The data was obtained through the analysis of annual reports.

The results were conclusive, it was observed that all metrics indicated value creation. It was verified, depending on the available data, that EVA and MVA did not demonstrate a linear relationship of evolution. And finally, the EVA, MVA and CVA metrics are more efficient than Net Income in explaining value creation, but only EVA and CVA exhibited the same growth relationship.

Keywords: Creation of value, Value Based Management; Business *performance*; EVA; MVA; CVA.

Índice

I.	Introdução.....	1
1.1.	Relevância do tema.....	1
1.2.	Objetivos da investigação.....	3
1.3.	Metodologia da investigação.....	3
1.4.	Estrutura da dissertação.....	4
II.	Enquadramento Teórico.....	5
2.1.	Novos desafios da contabilidade de gestão.....	5
2.2.	Criação de Valor.....	6
2.3.	Gestão baseada no Valor.....	8
2.4.	<i>Value drivers</i> ou fatores determinantes de valor.....	11
2.5.	Avaliação de <i>Performance</i> Empresarial.....	12
2.5.1.	Conceito de <i>performance</i>	13
2.5.2.	Avaliação de <i>performance</i>	14
2.5.3.	Sistemas de avaliação de <i>performance</i> e sua implementação.....	15
2.6.	Modelo Contabilístico e Modelo Económico ou <i>Modelo Discounted Cash Flow</i> (DCF).....	16
2.7.	Indicadores de avaliação de <i>performance</i> empresarial baseados no valor.....	18
2.7.1.	EVA (<i>Economic Value Added</i>).....	18
2.7.1.1.	Cálculo do EVA.....	19
2.7.1.1.1.	Definição de NOPAT.....	20
2.7.1.1.2.	Definição de Capital Investido.....	20
2.7.1.1.3.	Definição do custo de capital.....	21
2.7.1.2.	Interpretação dos resultados.....	21
2.7.1.3.	Vantagens e Desvantagens do EVA.....	22
2.7.1.4.	Estudos realizados do EVA.....	24
2.7.2.	MVA (<i>Market Value Added</i>).....	26
2.7.2.1.	Cálculo do MVA.....	28
2.7.2.2.	Vantagens e Desvantagens do MVA.....	28
2.7.2.3.	Estudos realizados do MVA.....	29
2.7.3.	Relação entre o EVA e o MVA.....	31
2.7.4.	CVA (<i>Cash Value Added</i>).....	31
2.7.4.1.	Cálculo do CVA.....	33
2.7.4.2.	Vantagens e Desvantagens do CVA.....	33

2.7.4.3. Estudos realizados do CVA	34
III. Estudo Empírico	37
3.1. Setor Vitivinícola	37
3.2. Caracterização da Sogrape Vinhos S.A.	42
3.3. Metodologia da investigação	44
3.4. Questões e proposições de estudo	45
3.5. Demonstração dos cálculos dos indicadores escolhidos	46
3.5.1. EVA	46
3.5.2. MVA	50
3.5.3. CVA	52
3.6. Análise e interpretação dos resultados	56
IV. Conclusão	62
4.1. Principais conclusões da investigação	62
4.2. Limitações da investigação	64
4.3. Sugestões para investigações futuras	65
Referências Bibliográficas	66
APÊNDICES	74
APÊNDICE I – Cálculo do Beta	74

Índice de Figuras

Figura 2.1 Modelo de gestão baseada no valor.	9
Figura 2.2 Ciclo sustentável de criação de valor.	10
Figura 2.3 Processo de controlo de desempenho.....	16
Figura 2.4 Esquema de Apuramento NOPAT.	20
Figura 2.5 Esquema do MVA.....	27
Figura 3.1 Os princípios estratégicos da Sogrape Vinhos S.A.....	43

Índice de Gráficos

Gráfico 3.1 Produção de Vinho por região vitivinícola em Volume (hl) em Portugal em 2021	38
Gráfico 3.2 Os 15 países maiores produtores de vinho (mhl) em 2021	39
Gráfico 3.3 Os 15 países maiores consumidores de vinho (mhl) em 2021	40
Gráfico 3.4 Os 12 países maiores exportadores de vinho (mhl) em 2021.....	41
Gráfico 3.5 Os 13 países maiores importadores de vinho (mhl) em 2021.	42
Gráfico 3.6 Evolução do EVA de 2016 a 2020	50
Gráfico 3.7 Evolução do MVA de 2016 a 2019	51
Gráfico 3.8 Evolução do CVA de 2016 a 2020.....	55

Índice de Tabelas

Tabela 2.1 Resultados do EVA e sua interpretação.....	22
Tabela 3.1 Cálculo do NOPAT.....	46
Tabela 3.2 Valores do Capital Investido	46
Tabela 3.3 Cálculo do Custo do Capital Próprio (CAPM).....	48
Tabela 3.4 Taxa efetiva de imposto.....	48
Tabela 3.5 Cálculo do WACC.....	49
Tabela 3.6 Cálculo do EVA.....	49
Tabela 3.7 Cálculo do MVA.....	51
Tabela 3.8 Amortização Contabilística	52
Tabela 3.9 Períodos de vida útil estimada para cada grupo de ativos	53
Tabela 3.10 Cálculo do número de anos de vida útil (n).....	54
Tabela 3.11 Cálculo de amortização económica	54
Tabela 3.12 Cálculo do CVA	55
Tabela 3.13 Variação Percentual do EVA e do MVA.....	58
Tabela 3.14 Variação Percentual do EVA e do Resultado Líquido.....	59
Tabela 3.15 Variação Percentual do MVA e do Resultado Líquido.	60
Tabela 3.16 Variação Percentual do CVA e do Resultado Líquido.....	61

Lista de Siglas

ABC - *Activity-based Costing*

ABM - *Activity-based Management*

Am - Amortizações Contabilísticas

AE - Amortizações Económicas

BCG - *Boston Consulting Group*

BSC - *Balanced Scorecard*

BVB – Bolsa de Valores de Bucareste

CI - Capital Investido

CVA - *Cash Value Added*

DCF - *Discount Cash Flow*

DPS – *Divide Per Share*

DOP – Denominação de Origem Protegida

EBITDA - *Earnign Before Interest Taxes Depreciation Amortization*

EPS - Earnings per Share

EVA - *Economic Value Added*

GBV - Gestão Baseada no Valor

ha - hectares

hl - hectolitros

IGP – Indicação Geográfica Protegida

IVV - Instituto do Vinho e da Vinha

KPI - *Key performance indicators*

mhl - milhões de hectolitros

MVA - *Market Value Added*

NYSE - *New York Stock Exchange*

NOPAT - *Net Operating Profit After Taxes*

OFC - *Operation Cash Flow Demand*

OIV - *Organização Internacional da Vinha e do Vinho*

PER - *Price Earnings Ratio*

RL - *Resultado Líquido*

ROA - *Return on Assets*

ROE - *Return on Equity*

ROI - *Return on Investimet*

VBM - *Value Based Management*

TQM - *Total Quality Managemen*

WACC - *Weighted Average cost of Capital*

I. Introdução

Devido à crescente globalização, à inovação tecnológica, ao aumento da competitividade e também o elevado nível de exigência dos consumidores, ao longo destes últimos anos, proporcionou às organizações a se reorganizarem para fazer face às mudanças no ambiente empresarial.

Até então, as empresas confiavam em métricas puramente contabilísticas para avaliar a sua *performance*, métricas estas que, frequentemente resultavam em informação insuficiente e distorcida, não correspondendo assim, um instrumento fiável de decisão financeira.

De forma a responder às novas exigências, surgiu a utilização de sistemas de gestão baseados no valor, resultando no desenvolvimento de métricas inovadoras de avaliação da *performance* das empresas, uma vez que, os tradicionais indicadores de desempenho não informam corretamente o valor criado ou destruído para o acionista num dado período.

A criação de valor não se restringe somente pela definição do objetivo principal da empresa. Para criar valor de forma sustentada é necessário implementar estratégias, decisões e ações que estejam definidas com base nos fatores determinantes de valor, conhecidos como *value drivers*.

1.1. Relevância do tema

A GBV tem conquistado, de forma contínua, importância no meio das organizações, uma vez que a moderna teoria financeira considera a criação de valor como um dos objetivos principais das empresas, fundamental para garantir a sua continuidade (Neto, 2014). A GBV pode ser uma ferramenta essencial, através das suas variadas métricas, com o propósito de apoiar os diferentes níveis hierárquicos das organizações na tomada das melhores decisões.

A avaliação de *performance* empresarial permite aos gestores uma melhoria da estratégia, com reflexos no modelo de gestão desenvolvido, o qual, por sua vez visa o sucesso das empresas.

A criação de valor é o objetivo global a ser alcançado pelas empresas por meio das suas estratégias aplicadas, em várias áreas funcionais. Nos últimos anos, à medida que se reconhece a importância da criação de valor para a sustentabilidade presente e futura das empresas e organizações, têm surgido divergências em relação a quem se destina a criação de valor (Neves, 2011).

O incentivo para a escolha deste tema prende-se com o facto de os indicadores de *performance* empresarial baseadas no valor têm suscitado um crescente interesse tanto nas empresas como no mundo académico. Neste sentido, pretende-se com esta dissertação, analisar empiricamente a criação de valor do EVA, MVA e CVA de uma empresa do setor vitivinícola.

O desenvolvimento deste estudo destaca o indicador *Economic Value Added* (EVA), cujo conceito foi criado pela empresa americana Stern Stewart & Co., como um indicador de criação de valor na avaliação de desempenho económico de uma organização.

O indicador *Market Value Added* (MVA) também é um conceito registado da Stern Stewart & Co., que ultrapassa a insuficiência do EVA. O indicador *Cash Value Added* (CVA) é um indicador que determina também a criação de valor, sendo uma alternativa ao EVA.

A motivação para a escolha do setor vitivinícola prende-se com o facto de Portugal estar entre os países tradicionais do vinho, fazendo parte do “Velho Mundo”, possuindo uma vasta história na indústria do vinho. O setor vitivinícola de Portugal, apresenta grande importância pelo valor económico que proporciona e pelo papel social que representa, valoriza a cultura e a história de Portugal, como também o turismo. Mesmo sendo um país de pequena dimensão territorial, Portugal destaca-se como um dos principais produtores, exportadores e consumidores de vinho pelo mundo.

A empresa Sogrape Vinhos S.A. nasceu em 1942 graças à determinação e audácia de Fernando van Zeller Guedes e um grupo de amigos. O sucesso da empresa tem origem na primeira marca portuguesa de vinhos global, Mateus Rosé, mundialmente comercializado em mais de 120 países, o produto serviu como incentivo para o crescimento e para o estabelecimento de uma posição de liderança. Ganhando destaque pela sua dimensão e vasto portfólio de produtos.

1.2. Objetivos da investigação

O conceito de criação de valor ainda é incerto para muitos decisores, não apenas em relação ao seu significado, mas também quanto à melhor forma de avaliação. Assim, foram criados indicadores baseados no valor que permitem avaliar a *performance* da empresa e, conseqüentemente, saber se está a criar ou a destruir valor.

Deste modo, o objetivo geral desta dissertação é analisar a criação de valor através da avaliação dos indicadores, como o EVA, o MVA e o CVA, numa empresa que se dedica ao cultivo, produção e exportação de vinho, a Sogrape Vinhos S.A.. Para isso, foi desenvolvido um estudo empírico, com base nos dados dos relatórios de contas de 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020 divulgados pela empresa.

Para tal, um dos objetivos específicos deste estudo, passa por verificar se existe criação ou destruição de valor e comparar a análise dos resultados obtidos dos diferentes indicadores baseados no valor.

Pretende-se perceber se existe relação entre as métricas, o EVA e o MVA e por fim, avaliar se os indicadores de *performance* empresarial baseados no valor são mais eficientes do que os indicadores tradicionais, como por exemplo, o Resultado Líquido.

1.3. Metodologia da investigação

Na revisão de literatura irá destacar-se o conceito de valor, o conceito das referidas métricas de criação de valor, a relação entre o EVA e o MVA e também estudos anteriores realizados relacionados sobre as métricas que irão ser estudadas.

Na metodologia do estudo qualitativo serão apresentadas as proposições levantadas na presente dissertação:

P1: Existe criação de valor na empresa estudada em cada um dos períodos considerados, sendo evidenciado pelo indicador EVA;

P2: Existe criação de valor na empresa estudada em cada um dos períodos considerados, sendo evidenciado pelo indicador MVA;

P3: Existe criação de valor na empresa estudada em cada um dos períodos considerados, sendo evidenciado pelo indicador CVA;

P4: O EVA está relacionado com o MVA;

P5: O indicador EVA é mais eficiente do que os indicadores tradicionais como o Resultado Líquido (RL), na explicação da criação de valor;

P6: O indicador MVA é mais eficiente do que os indicadores tradicionais como o Resultado Líquido (RL), na explicação da criação de valor;

P7: O indicador CVA é mais eficiente do que os indicadores tradicionais como o Resultado Líquido (RL), na explicação da criação de valor;

1.4. Estrutura da dissertação

A estrutura da presente dissertação está dividida em quatro capítulos. O Capítulo I é a introdução, onde é mencionada as principais motivações para a escolha do tema, os objetivos propostos do estudo e a metodologia.

No capítulo II será efetuada a revisão da literatura, realçando alguns conceitos importantes para a base do referido estudo, especificamente, a criação de valor, da gestão baseada no valor, os *value drivers* e a avaliação da *performance* empresarial. E a apresentação das métricas baseadas no valor utilizadas com objeto de estudo, nomeadamente: EVA (*Economic Value Added*), MVA (*Market Value Added*) e CVA (*Cash Value Added*), nos quais são apresentadas as respetivas características, vantagens e desvantagens e os respetivos estudos realizados.

No capítulo III desenvolve-se o estudo empírico, iniciando com a caracterização do setor vitivinícola da empresa escolhida, passando para a metodologia de investigação, onde serão apresentados as proposições de estudo e a respetiva análise dos resultados.

Por último, o capítulo IV dedicar-se-á à apresentação das principais conclusões obtidas e os seus contributos para a área académica e para a prática do mundo empresarial. Serão também apresentadas as limitações e as perspetivas para o desenvolvimento de futuros estudos nesta linha de investigação.

II. Enquadramento Teórico

Este capítulo apresenta o enquadramento teórico, onde pretende-se proporcionar o conhecimento sobre o tema de investigação abordando os novos desafios da contabilidade de gestão, apresentado os conceitos da criação de valor, a gestão baseada no valor e os *value drivers*. Em seguida, apresenta o tema da avaliação de *performance* empresarial abordando os seus conceitos e a sua implementação, o modelo contabilístico e o modelo *discounted cash flow*. Por fim, abordam-se os indicadores de avaliação de *performance*, particularmente o EVA, o MVA e o CVA que são objeto de estudo desta investigação.

2.1. Novos desafios da contabilidade de gestão

Desde o momento em que uma empresa “nasce”, torna-se imprescindível estabelecer a missão, a visão e a estratégia. Estes conceitos têm igual importância num contexto empresarial, pois a definição da estratégia, a sua formulação e a sua implementação são elementos cruciais para o seu sucesso.

Neste contexto, a contabilidade de gestão tem um papel fundamental relativamente à avaliação de desempenho das organizações.

A contabilidade de gestão é definida como um ramo da contabilidade onde é possível apurar através da análise a vários indicadores, informações sobre a posição financeira e o desempenho de uma determinada empresa (Pereira, 2014). E a informação disponibilizada pela contabilidade de gestão precisa ser a mais atualizada possível de maneira a permitir uma correta análise dos custos relevantes na tomada de decisão.

Duarte (2011) defende que perante a crescente globalização, a inovação tecnológica, o aumento da competitividade e o elevado grau de exigência por parte dos consumidores, que se tem observado nos últimos anos, levaram as empresas a grandes transformações no contexto empresarial. Perante a situação, as empresas deparam-se com elevados níveis de risco e incerteza, ciclos de vida dos produtos cada vez mais reduzidos e mercados mais voláteis.

Novos desafios são apresentados à contabilidade de gestão segundo a exigência de implementar novos sistemas de apoio à informação já existente. Portanto, vão surgindo novos instrumentos de estratégia, controlo, gestão e avaliação de desempenho, como por exemplo o sistema de qualidade total (TQM – *Total Quality Management*), de melhoria

contínua (*Kaisen Costing*), *Target Costing*, *Benchmarking* e o *Balanced Scorecard* (BSC), de imputação de custos (ABC – *Activity-based Costing*) e de gestão baseada nas actividades (ABM – *Activity-based Management*) (Duarte, 2011).

Além destes novos instrumentos, surgiu também uma nova corrente de pensamento que defende que o objetivo principal da empresa é a criação de valor para o acionista.

Nesta perspetiva, a contabilidade de gestão começou a incluir na sua informação a componente de risco, a qual é essencial para a determinação da criação de valor.

2.2. Criação de Valor

Segundo Russo (2014) os economistas e filósofos analisam e discutem o sentido e os diversos significados do conceito de valor há mais de dois mil anos.

O conceito de valor, possui dois significados diferentes, expressa a utilidade de determinados objetos (valor de uso) ou o poder de compra associado à posse desses objetos (valor de troca). Também refere, que por vezes, os bens que têm maior valor de uso possuem menos valor em troca e os que apresentam mais valor de troca, possuem menor valor de uso (Smith, 1956).

Segundo Menger (2007) menciona que o valor retrata a importância atribuída aos bens ou às quantidades de bens, quando o ser humano compreende a correlação entre o controlo e posse desses bens e a satisfação das suas necessidades. Deste modo, o valor, resulta da relação entre a procura e a quantidade disponível desse mesmo bem, refletindo a importância de satisfação das necessidades de cada indivíduo.

Na opinião de Brealey, Myers e Marcus (2001) o valor de uma empresa está diretamente associado com a sua capacidade para criar fundos ao longo do tempo, capazes de ultrapassar os custos de exploração, rentabilizarem os investimentos feitos e remunerarem todos os financiadores da atividade.

Young e O’Byrne (2003) reconhecem que existe a ideia de que a criação de valor para os acionistas precisa ser o foco principal na gestão da empresa, embora muitas vezes seja criticada por desconsiderar os funcionários, os fornecedores, os clientes, o meio ambiente e a comunidade local. Porém, se a empresa manter uma sólida reputação em termos de qualidade de produtos e serviços, na capacidade de atrair, desenvolver e reter clientes,

assim como a responsabilidade, estas tendem a superar as médias do mercado, demonstrando assim a criação de valor para os acionistas.

Existem duas abordagens diferentes da criação de valor: começando pela abordagem do valor para o acionista que são os proprietários da empresa que estão associados ao valor ao investimento de capital e aos custos de oportunidade e por outro lado, a abordagem para os *stakeholders* que contém todos os interessados na empresa (Berzakova, Bartosova & Kicova, 2015).

Ferreira (2002) acredita que a criação de valor corresponde a um dos objetivos fundamentais na gestão de qualquer empresa e que deve ser preocupação de todos os seus responsáveis, apesar do seu nível hierárquico. O autor também menciona que a criação de valor na ótica do acionista tem acompanhado uma maior valorização das empresas, das cotações das suas ações, o que leva a melhores condições de financiamento e a uma maior motivação e melhor compensação do capital humano.

Damodaran (2001) considera que o valor de uma empresa corresponde ao valor presente dos fluxos de caixa esperados relacionados aos ativos existentes e ao crescimento futuro, descontados ao custo do capital. Para uma medida criar valor, ela deve ter um ou mais dos seguintes resultados:

- Aumentar os fluxos de caixa gerados pelos investimentos atuais;
- Aumentar a taxa de crescimento esperada nos lucros;
- Aumentar a duração do período de alto crescimento; e
- Reduzir o custo de capital que é aplicado para descontar os fluxos de caixa.

A criação de valor não se limita apenas pela definição do objetivo principal da empresa, é indispensável a implementação de uma estratégia que esteja estabelecida com base nos seus fatores determinantes de valor. Perante as transformações que estão sempre a aparecer no ambiente empresarial, as empresas devem manter-se atentas ao meio envolvente, aos concorrentes e ao seu posicionamento estratégico da empresa (Carvalho, 2008).

Existem diversos fatores que têm contribuído para uma essencial mudança no paradigma da gestão de empresas, pressupondo que o objetivo principal é a criação de valor para o acionista. Para Young e O'Byrne (2003) a importância do conceito de criação de valor para o acionista tornou-se importante por conta de várias ocorrências, entre as quais:

- Globalização e desregulamentação dos mercados de capitais;
- Fim do controlo sobre capitais e câmbios;
- Avanços na tecnologia de informações;
- Maior liquidez no mercado de títulos;
- Melhoria na regulação dos mercados de capitais;
- Mudança de atitude das novas gerações para poupar e investir; e
- Expansão dos investimentos institucionais.

Na opinião de Neto (2014) a criação de valor acontece com a implementação de estratégias financeiras eficientes e capacidades diferenciadoras. As capacidades diferenciadoras são consideradas como as estratégias praticadas pelas empresas que possibilita atuarem de maneira única em comparação com os seus concorrentes, o que resulta numa vantagem competitiva e de maior criação de valor. A capacidade diferenciadora tem como objetivo possibilitar à empresa alcançar um retorno esperado superior ao custo de oportunidade do capital investido.

Tendo em conta que o objetivo fundamental da empresa é a maximização do valor para o acionista, isto resulta na implementação de um sistema de GBV ou *Value Based Management* (VBM).

2.3. Gestão baseada no Valor

De acordo com Elgharbawy e Abdel-Kader (2013) a GBV ganhou maior destaque por volta de meados da década de 1980, com a publicação da obra de Alfred Rappaport “*Creating Shareholder Value*”, em 1986, uma obra que destaca a importância do papel dos gestores na orientação eficiente dos negócios da empresa, proporcionando maior valor ao acionista.

A GBV é um sistema de gestão utilizado pelas empresas que tem como finalidade gerar riqueza aos acionistas, assegurando um retorno que exceda o custo de oportunidade do capital (Neto, 2014).

Segundo o mesmo autor, o modelo empresarial de GBV tem como finalidade a maximização da riqueza dos proprietários de capital e atribui preferência, sobretudo ao longo prazo, à continuidade da empresa, à sua capacidade de concorrer, de adaptar-se aos

mercados em evolução e de criar riqueza para os seus acionistas, conforme representado na Figura 2.1.

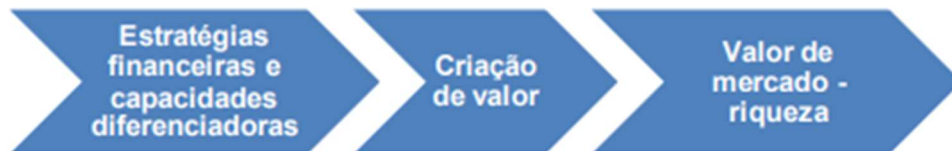


Figura 2.1 Modelo de gestão baseada no valor.

Fonte Adaptado de Martin e Petty (2000).

Para Martin e Petty (2000) a ideia fundamental da GBV considera que para garantir o processo de criação de valor, o desempenho da gestão precisa ser medido e recompensado. Para tal, a empresa deve utilizar métricas que possibilitem fazer uma análise direta da criação de valor para o acionista.

A GBV proporciona uma mentalidade na organização em que todos aprendem a dar prioridade às decisões com base no impacto destas no valor da empresa, o que significa que todos os processos e sistemas mais significativos da empresa devem estar dirigidos à criação de valor (Young & O’Byrne, 2003).

Arnold e Davies (2000) mencionam a GBV como um sistema de gestão em que o objetivo fundamental é criar o máximo de valor para o acionista no longo prazo e em que os objetivos, a estratégia, os sistemas, processos, técnicas de análise, medidas de desempenho e a cultura organizacional da empresa se encontram relacionadas com os objetivos do diretor.

Neste sentido, estes sistemas de gestão procuram fazer com que os interesses dos gestores e dos acionistas estejam em concordância, com o intuito de prevenir que os gestores tomem decisões baseadas apenas no seu próprio interesse. Em vez disso, pretende-se que as decisões dos gestores sejam também baseadas no interesse dos acionistas (Stern, Shiely & Ross, 2001).

Carvalho (2008) argumenta que os sistemas de GBV têm como objetivo primordial sincronizar os interesses de gestores e acionistas, ou seja, fazer com que os gestores tomem decisões não só pelo seu próprio interesse, mas também no interesse dos acionistas. Considerando que a maioria das grandes empresas têm uma gestão que não é

proprietária da empresa podem surgir problemas de agência, ou seja, conflito de interesses (Brealey *et al.*, 2001). De acordo com o mesmo autor, os problemas de agência são atenuados através de planos de compensação associados à criação de valor da empresa, supervisão por parte dos credores e análise de mercado.

Os gestores têm atualmente à sua disposição um conjunto de técnicas que permitem determinar a criação de valor de uma empresa. Contudo, não se resume apenas à utilização destas técnicas que são apenas ferramentas de gestão, dado que a criação de valor decorre de um conjunto de ações e decisões de indivíduos e grupos em toda a empresa. Muitas empresas criaram sistemas de GBV com a finalidade de empenhar, motivar e recompensar as pessoas que dentro da empresa criam valor para os acionistas (Neves, 2011).

Copeland, Koller e Murrin (2000) referem que a GBV é um processo integrador, que visa aperfeiçoar o processo de tomada de decisões estratégicas e operacionais em toda a organização, através da importância que é atribuída aos principais *value drivers* da empresa.

De acordo com Martin e Petty (2000) o modelo de GBV representa um ciclo de criação de valor sustentável, cujos elementos essenciais incluem a criação de valor, a avaliação e a recompensa, conforme apresentado na Figura 2.2.

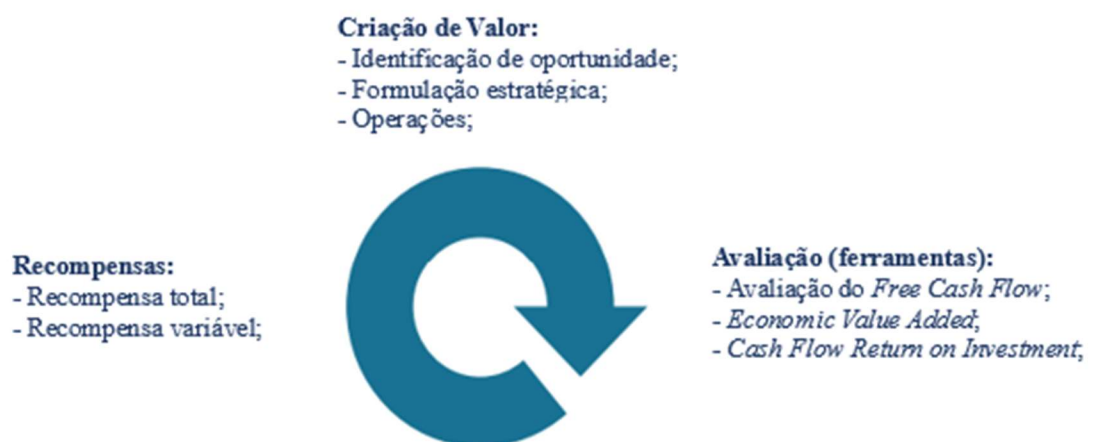


Figura 2.2 Ciclo sustentável de criação de valor.

Fonte Adaptado de Martin e Petty (2000).

2.4. *Value drivers* ou fatores determinantes de valor

Para se criar valor não é suficiente apenas estabelecer como objetivo principal da empresa a maximização do valor para os acionistas, nem aplicar as várias medidas de avaliação do valor criado, pois as aplicações destas medidas não substituem uma boa estratégia de negócio ou as melhores decisões. A criação de valor de forma sustentada requer a utilização de estratégias, competências e decisões, bem como ações focalizadas nos fatores determinantes do valor, denominados por *value drivers* (Carvalho, 2008).

Black, Wright e Davies (2001) definem os *value drivers* como sendo indicadores de desempenho, por meio dos quais as organizações podem prever e avaliar os resultados das suas estratégias.

De acordo com Copeland *et al.* (2000) *value driver* é uma variável de desempenho que influencia o resultado de um negócio. As medidas associadas aos *value drivers* são chamadas de indicadores-chave de desempenho (KPI - *key performance indicators*), que são utilizados tanto para fixação de objetivos quanto para a mensuração do desempenho.

Os fatores determinantes do valor (*value drivers*), segundo Caldeira (2005 citado por Carvalho, 2008)¹ são fatores decisivos, mensuráveis, financeiros e não financeiros e influenciam a criação de valor. Assim, não basta identificá-los, é necessário estabelecer a sua categoria com base no impacto que têm no valor criado, bem como em que medida são afetados pelas ações dos administradores.

Rappaport (1998) e Black *et al.* (2001) classificam os *value drivers* em macro *value drivers* e micro *value drivers*. Sendo que a diferença consiste no peso que os *value drivers* têm na criação de valor para a empresa.

Black *et al.* (2001) concluíram que o modelo de criação de valor para o acionista baseia-se na análise de três elementos: crescimento, retorno e risco, que, no entanto, podem ser explicados por sete macro *value drivers* financeiros:

- Crescimento: Crescimento das vendas, Investimento em fundo maneio, Investimento em capital fixo;
- Retorno: Margem de lucro operacional, Imposto sobre o rendimento;

¹ Caldeira, C. A. C. (2005). *Criação de valor e indicadores de performance: um estudo comparativo* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Lisboa)

- Risco: Custo do capital, Período de vantagem competitiva (ou duração do crescimento).

Segundo Rappaport (1998) o valor de uma empresa está sujeito a sete macro *value drivers* financeiros: crescimento das vendas, margem de lucro operacional, taxa de imposto sobre rendimento, investimentos em necessidades de fundo maneio, investimento em ativos fixos, custo de capital e duração do crescimento em valor.

De acordo com o mesmo autor, é necessário que os gestores operacionais determinem para cada negócio, quais os micro *value drivers* que influenciam o comportamento dos sete macro *value drivers* financeiros, que variam consoante as especificidades do tipo de negócio e de cada organização. Também acredita, que os gestores devem concentrar-se nos *value drivers* que têm mais impacto no valor e nos que podem ser controlados pelos gestores.

Assim que os *value drivers* estejam determinados, as empresas possuem compreensão mais profunda sobre a criação de valor e como esse valor, pode ser otimizado, possibilitando priorizar esses fatores e definir estrategicamente onde é que os recursos devem ser alocados (Copeland *et al.*, 2000). De acordo com os mesmos autores, a avaliação de desempenho das empresas desempenha um papel crucial, uma vez que é nesse momento que as métricas de valor, os *value drivers* e os objetivos devem-se concretizar em ações e em tomadas de decisão.

2.5. Avaliação de *Performance* Empresarial

Todos os sistemas de GBV procuram alinhar os interesses dos gestores com o interesse dos acionistas, logo, a *performance* empresarial deverá ser devidamente avaliada (Carvalho, 2013).

A avaliação da *performance* empresarial tem sido, desde o início, uma questão de grande interesse, visto que o conhecimento de métodos eficientes e eficazes na execução dos objetivos é determinante para o sucesso e sobrevivência das empresas.

Atualmente, o foco da avaliação da *performance* de uma empresa é principalmente ver a sua capacidade de criar valor para os acionistas e aumentar o valor de mercado.

2.5.1. Conceito de *performance*

O termo *performance* pode traduzir-se à palavra desempenho na língua portuguesa. O conceito de *performance* é aplicado normalmente nas áreas de economia e gestão quando se pretende avaliar a atividade de uma empresa, sendo que, muitas vezes recorrem exclusivamente a indicadores económicos e financeiros (Russo, 2014).

Scherer (1990) afirma que um bom desempenho, em termos empresariais, é alcançado quando os recursos são eficientemente utilizados, quando os bens produzidos correspondem à qualidade e à quantidade procurada pelo mercado, quando se aproveitam as oportunidades desenvolvidas através dos avanços científicos e tecnológicos que permitem melhores níveis de produtividade e a criação de produtos superiores. Portanto, por desempenho poder-se-á entender a execução de tarefa, por uma pessoa ou organização, que se pretende sistematicamente medir, avaliar e melhorar.

Santos (2008) relaciona desempenho aos conceitos de eficiência e de eficácia, considerando importante diferenciar estes dois conceitos. De acordo com este autor, a eficiência precisa de ser compreendida como fazer bem as coisas (“*to do the things right*”), ao passo que a eficácia deve ser distinguida como fazer as coisas certas (“*to do the right things*”). Considera ainda este autor, que o desempenho de uma empresa pode ser avaliado, considerando a eficiência e eficácia, levando sempre em consideração os objetivos estabelecidos.

Segundo Drucker (2008) o desempenho é a capacidade sólida da empresa em criar resultados durante períodos prolongados em diversas tarefas e a análise do desempenho de uma organização deve estar ligada a um sistema de avaliação que faculte informação fidedigna sobre o grau de sucesso da estratégia.

Contudo, no contexto empresarial, o desempenho é influenciado por fatores externos (como por exemplo, o contexto competitivo, económico, político e legal, social e tecnológico, a estrutura e atratividade da indústria no mercado em que atua) e por fatores internos (como por exemplo, as orientações estratégicas da empresa, a maneira de tratar os diferentes negócios e mercados e a diversificação de competências de recursos internos da empresa) e como tal, a sua avaliação é muito subjetiva, sendo um dos temas de gestão mais estudados nos últimos anos (Teixeira & Amaro, 2013).

2.5.2. Avaliação de *performance*

Até há algum tempo atrás, a avaliação de *performance* era especialmente focada para o apuramento de resultados financeiros e contabilidade de custos. Durante a década de 80, vários autores começaram a criticar a contabilidade tradicional de custos e o facto da medição de desempenho se restringir apenas a medidas financeiras, não incluindo medidas de desempenho não financeiras (Duarte, 2011).

A década de 90 marcou um grande desenvolvimento deste assunto, a que Neely (1998) chamou de “Revolução da Medição” e Eccles (1991) chamou de “Manifesto do Desempenho. Atualmente, a importância dada à avaliação de *performance* das empresas está centrada, principalmente, na capacidade das mesmas em criar riqueza para os accionistas.

Conforme Neely (1998) a avaliação da *performance* corresponde na identificação de ações passadas e na sua avaliação, de maneira a decidir a *performance* atual. Só com base na avaliação, o gestor pode tomar decisões e definir estratégias de maneira que os objetivos organizacionais sejam alcançados.

De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2010), a gestão da *performance* da empresa é o elemento fundamental para a criação de valor. Segundo Drucker (1995) a análise da *performance* de uma empresa precisa de estar associada a um sistema de avaliação que permita informação fidedigna relativamente ao grau de sucesso da estratégia. Pois, as empresas são compensadas por criarem valor e não por controlarem os custos.

Metano e Yamamoto (2007) indicam que os métodos de avaliação de *performance* das empresas, considerando apenas informações exclusivamente financeiras, influenciam as empresas a comportamentos que levam à não criação de valor, dificultando assim um desenvolvimento sustentável.

A utilização de indicadores financeiros e não financeiros permitem analisar áreas que são importantes para o êxito das empresas, sendo que a análise de desempenho pode ser um fator determinante na medida em que permite monitorizar e acompanhar os mercados que se encontram em constante transição (Martins & Teixeira, 2015). A boa *performance* da empresa é avaliada conforme a capacidade de criar valor num determinado horizonte temporal.

2.5.3. Sistemas de avaliação de *performance* e sua implementação

Uma avaliação sistemática da *performance* permite às empresas supervisionarem os seus processos, produtos e serviços, e a direcionarem esforços para as dimensões que considerem mais importantes para os seus negócios, tais como os aspetos financeiros, operacionais e ambientais. As dimensões que as empresas considerarem mais importantes servirão como base para a definição das métricas de desempenho, caracterizando o sistema de avaliação de *performance* (Carvalho, 2013).

O sistema de avaliação possibilitará o acompanhamento das várias dimensões de *performance*, a escolha de indicadores e o alinhamento desses com os objetivos e metas organizacionais.

Os sistemas de avaliação de *performance* proporcionam que a empresa tenha uma visão clara do impacto das decisões tomadas na criação de valor e englobam planos estratégicos de longo prazo, orçamentos de curto prazo, sistemas de orçamento do capital, relatórios e análises de desempenho e estruturas de remuneração. E para que a criação de valor seja bem-sucedida, é fundamental que todos estes componentes estejam alinhados (Koller *et al.*, 2010).

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

Nesse contexto, a fim de proporcionar uma melhor compreensão do processo de controlo de *performance*, conforme a Figura 2.3 apresentamos de seguida um esquema proposto por Neves (2011):

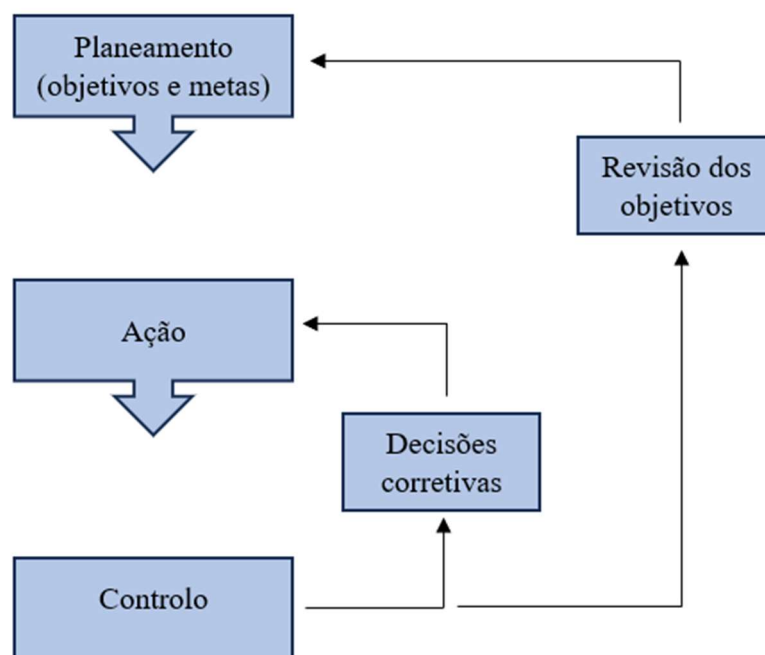


Figura 2.3 Processo de controlo de desempenho.

Fonte Adaptado de Neves (2011).

Kaplan e Norton (1997) alertam para o facto de que muitas empresas falham no processo de implementação de estratégias, devido à fragilidade, ou mesmo, pela ausência de sistemas eficazes de avaliação de *performance*.

2.6. Modelo Contabilístico e Modelo Económico ou *Modelo Discounted Cash Flow (DCF)*

A avaliação da *performance* empresarial pode ser efetuada recorrendo a dois modelos: o modelo contabilístico e o modelo económico ou modelo *discounted cash flow (DCF)*.

A base de estudo do modelo contabilístico assenta em dois indicadores, nomeadamente, o Earnings per Share (EPS) e o Price Earnings Ratio (PER). Este modelo relaciona os preços das ações no mercado com a capitalização dos EPS através do PER. (Martin & Petty, 2000).

$$\text{PER} = \frac{\text{preço de cotação}}{\text{resultados por ação}}, \quad (2.1)$$

O modelo contabilístico é um modelo simples, contudo, não reflete o risco, antes ignora o valor temporal do dinheiro e sobreavalia o valor criado num determinado período.

O modelo económico (DCF) considera que o preço das ações é estabelecido pelos *cash flows* realizados durante a vida útil do projeto ou negócio e pelo risco relacionado com esses *cash flows*. Este modelo é um dos mais utilizados na avaliação da *performance* empresarial e é bastante referenciado pelos teóricos. Koller *et al.* (2010) defendem que utilizando este modelo os gestores irão dispor de um bom suporte para a tomada de boas decisões no longo prazo.

No ponto de vista dos determinantes de valor, os modelos utilizam diferentes determinantes para avaliar o desempenho das empresas, por isso são diferentes. O modelo contabilístico leva em consideração os determinantes dos resultados e o PER como elementos importantes na avaliação da criação de valor (Duarte, 2011).

A abordagem DCF baseia-se no conceito simples de que um investimento acrescenta valor se produzir um maior retorno sobre o investimento do que seria possível com investimentos de risco semelhante, ou seja, para um determinado nível de lucro, uma empresa com um maior retorno sobre o investimento irá investir menos capital no negócio e, por sua vez, criará maiores *cash flows* e maior valor (Copeland *et al.*, 2000).

Através do quadro 2.1, resume as principais características do modelo contabilístico e do modelo DCF sobre a criação de valor.

Quadro 2.1 O modelo contabilístico e o modelo DCF.

	Modelo Contabilístico	Modelo DCF
Valor das Ações	Price earnings ratio x Earnings per share	Valor atual dos <i>cash flows</i> futuros
Determinantes do Valor	Os determinantes dos resultados e o <i>Price earnings ratio</i>	Os determinantes dos <i>Cash Flows</i> futuros e o custo de oportunidade do capital

Fonte Adaptado de Martin e Petty (2000).

2.7. Indicadores de avaliação de *performance* empresarial baseados no valor

De acordo com Neves (2011) qualquer indicador normalmente utilizado na medição da criação de valor, pode ser calculado em duas perspetivas, ou seja, a dos proprietários e a da empresa.

Tendo em consideração que os indicadores tradicionais (como por exemplo o *Return on Investimet* (ROI), *Return on Equity* (ROE) ou *Return on Assets* (ROA)) não proporcionam informação correta acerca da criação ou destruição de valor, foram então, introduzidos os sistemas de GBV que conduziram à criação de novas métricas de avaliação de *performance* empresarial.

De acordo com Carvalho (2008) a principal função das métricas de avaliação do desempenho é ajudar a gestão a identificar os sucessos e os fracassos, e também a desenvolver soluções de forma a fortalecer o sucesso da empresa.

Seguidamente, será apresentado com mais detalhe alguns dos indicadores mencionados, como o EVA, MVA e CVA, uma vez que irão ser o objeto de estudo desta dissertação de mestrado.

2.7.1. EVA (*Economic Value Added*)

De entre as várias métricas de criação de valor, o EVA ganhou destaque na década de 90 segundo Neves (2011) através do trabalho desenvolvido pela empresa de consultoria Stern Stewart & Co².

O EVA é uma marca registada da Stern Stewart & Co. que para muitos não é mais do que a redenominação de um conceito antigo - o Resultado Residual.

Para Neves (2011) o EVA é um indicador de avaliação da *performance* que procura avaliar a criação ou destruição de valor a cada ano e possibilita saber o verdadeiro valor da empresa. Segundo o mesmo autor, o EVA é a métrica mais conhecida e utilizada pelas empresas na avaliação do valor económico.

² A Stern Stewart & Company é uma empresa internacional de consultoria em gestão, fundada em Nova York em 1982.

O EVA é uma medida de *performance* financeira que proporciona conhecer o valor intrínseco da empresa, porque provém da diferença entre o lucro operacional e o custo do capital total utilizado na obtenção desse respetivo lucro (Stewart, 1991).

Ehrbar (1999) menciona o EVA como medida essencial do fator de produtividade total, considerando todas as dimensões nas quais os gestores de topo podem aumentar valor.

Para Ferreira (2002) uma das principais qualidades do EVA é ser aplicado à análise de uma organização na sua totalidade ou apenas a parte dela. De acordo com o autor mencionado, também permite alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, motivando-os a agirem como detentores do capital.

O EVA é mais do que um sistema de medição de desempenho, é um instrumento utilizado para mudar o comportamento da gestão, no entanto, a implementação de princípios baseados no valor requerem a aceitação e compreensão por todos os membros da empresa (Young & O'Byrne, 2001).

O EVA é um indicador que foi criado para as empresas, como fonte de informação sobre a criação de valor para os acionistas, possibilitando o conhecimento e a avaliação da *performance* empresarial.

2.7.1.1. Cálculo do EVA

De acordo com a Stern Stewart & Co., este indicador calcula-se através da diferença entre o resultado operacional líquido após impostos e o custo médio ponderado do capital investido. Pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CI}), (2.2)$$

Em que:

NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes* (resultado operacional líquido após impostos)

WACC – *Weighted Average cost of Capital* (custo médio ponderado do capital)

CI – Capital Investido

Ou, calculando a diferença entre o ROI e o WACC, o chamado EVA *spread*, de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{EVA} = ((\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{CI}), (2.3)$$

Onde:

ROI – *Return on investment*

2.7.1.1.1. Definição de NOPAT

O NOPAT corresponde ao resultado operacional obtido das demonstrações financeiras das empresas, deduzido do imposto sobre o rendimento, o que segundo Young e O’Byrne (2003) expressa quanto as operações correntes da empresa geraram de lucro.

O NOPAT foi calculado, tendo em conta uma série de rubricas, conforme pode-se observar na Figura 2.4.

+ Vendas e/ou Prestações de Serviços
+ Outros Rendimentos Operacionais
- CMVMC
- Outros Gastos Operacionais
= Resultado Operacional
<hr/>
- Imposto sobre o Resultado Operacional
<hr/>
= NOTAP

Figura 2.4 Esquema de Apuramento NOPAT.

Fonte Elaboração Própria.

2.7.1.1.2. Definição de Capital Investido

Neves (2011) descreve o capital investido como o investimento efetuado pelos credores e acionistas da empresa. Neste sentido, o passivo cíclico não deve ser refletido como capital investido, uma vez que é financiamento do ciclo de exploração. Assim, deduz-se ao ativo e ao passivo, todo o passivo não remunerado, de modo que do lado do financiamento fique apenas o capital próprio e o capital alheio remunerado.

Para Young e O’Byrne (2003) o capital investido é a soma do património líquido que pertence ao investidor, mais os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, pertencentes a credores.

Ferreira (2002) menciona que o capital investido no início do período pode ser evidenciado como a soma do capital próprio e do endividamento, ambos no início do período.

2.7.1.1.3. Definição do custo de capital

O *weighted average cost of capital* (WACC) ou custo médio ponderado do capital (CMPC) é a taxa utilizada para cálculo do custo do capital. Por outras palavras, representa a taxa mínima de rentabilidade exigida pelos investidores.

Young e O'Byrne (2003) determinaram como custo de capital de qualquer investimento, seja em projetos, em novas divisões, ou em toda a empresa, a taxa de retorno que o credor esperaria receber, se o seu capital fosse investido em um outro projeto, ativo ou empresa de risco semelhante.

A taxa referente ao custo do capital pode ser calculada através da seguinte fórmula:

$$WACC = Re * \frac{E}{E+D} + Rd * (1 - t) * \frac{D}{D+E} \quad (2.4)$$

Em que:

Re- Custo do Capital Próprio

E- Capital próprio (*debit*)

D- Capital alheio (*equity*)

Rd- Custo do Capital Alheio

t- Taxa efetiva de impostos sobre o rendimento

Para calcular o WACC é necessário determinar a estrutura de capital, o custo de capital alheio e o custo do capital próprio.

2.7.1.2. Interpretação dos resultados

De acordo com Rodrigues (2016) o EVA compara a rentabilidade de um investimento com o seu verdadeiro custo, logo permite ao gestor ter uma noção do quanto as suas decisões pesam no futuro da empresa. E igualmente o que leva a que o gestor se torne mais responsável.

No que diz respeito à interpretação do indicador EVA, há a considerar três diferentes cenários, conforme descrito na tabela 2.1.

Tabela 2.1 Resultados do EVA e sua interpretação.

EVA > 0	Criação de valor	Há uma utilização adequada de recursos e o valor criado foi suficiente para remunerar totalmente os capitais investidos
EVA = 0	Não há criação de valor, nem destruição de valor	O valor gerado apenas cobre o custo do capital investido.
EVA < 0	Destruição de valor	A empresa não foi capaz de cobrir todos os custos, ou seja, o valor gerado não foi suficiente para remunerar a totalidade do capital investido.

Fonte Adaptado de Martins e Teixeira (2015).

2.7.1.3. Vantagens e Desvantagens do EVA

Como qualquer outro indicador, o EVA também apresenta, as suas vantagens como também algumas desvantagens ou limitações. Na revisão de literatura efetuada, identificam-se vários autores que defendem a utilização do EVA como modelo de gestão preferencial.

Segundo Stewart (1991) o principal motivo para a adotar o EVA como principal objetivo financeiro é porque esta é a métrica de avaliação diretamente associada ao valor real de mercado. Inclusive, avalia cuidadosamente todas as maneiras como a empresa pode criar ou destruir valor.

Uma das qualidades deste indicador é que é acessível e de fácil compreensão para que qualquer pessoa possa aplicar (Stern *et al.*, 2001). Conforme Mota, Nunes e Ferreira (2004) mencionam que o EVA é uma essencial ferramenta de gestão pois proporciona ao gestor ter uma básica noção do impacto que as suas decisões têm no futuro da empresa, permitindo uma maior responsabilização.

A Stern Stewart & Co define quatro vantagens fundamentais com a utilização do EVA, tais como:

- baseia-se numa nova abordagem, capaz de medir o retorno do capital investido e remover as distorções provocadas pelas práticas contabilísticas;
- fornece um critério capaz de avaliar as decisões da empresa no plano operacional e estratégico;

- combinado com um plano de bônus adequado, alinha os interesses dos gestores com os acionistas;
- como um sistema global pode mudar a cultura da empresa, possibilitando a comunicação e cooperação, todos são importantes e vitais para o êxito.

Ferreira (2002) afirma que uma das principais particularidades do EVA é poder ser aplicado à análise da totalidade da empresa ou a departamentos, isoladamente. Segundo o mesmo autor, possibilita ainda alinhar os interesses dos gestores com os acionistas, incentivando-os a atuar como detentores do capital.

Mas, no entanto, o EVA também apresenta problemas e fragilidades que acabaram por provocar críticas e também estudos empíricos sobre correlação do EVA com o valor acionista, nos quais contribuíram para o desenvolvimento de outros indicadores de criação de valor propensos a superar as insuficiências do EVA (Ferreira, 2002).

Segundo o mesmo autor, os investidores não analisam as empresas apenas com base no seu passado, mas também levam em consideração as expectativas de ganhos futuros. Neste seguimento, uma das limitações do EVA é que embora avalie o valor criado ou destruído num determinado período, não oferece informações sobre as expectativas futuras.

De acordo com Olsen (1996 citado por Ferreira 2002)³, o EVA causa três distorções importantes nas decisões da gestão, nomeadamente:

- enviesamentos em novos investimentos uma vez que tal como acontece com as medidas contabilísticas tradicionais, no início dos projetos, o EVA apresenta valores baixos e valores elevados na sua fase de maturidade;
- tendência para distribuição elevada de resultados e consequentemente baixo autofinanciamento nos períodos de estabilidade;
- as empresas ou negócios de maior dimensão, ainda que com resultados moderados apresentam normalmente valores superiores de EVA em relação aos negócios de menor dimensão, mas com maior rendibilidade.

³ Olsen, E.E. (1996). *Economic Value Added – Perspectives on Strategy*. Boston, MA: Boston Consulting Group.

Saurin, Mussi e Cordioli (2000) indicam ainda como crítica ao EVA o critério de avaliação do capital investido. O modelo do EVA propõe que seja utilizado o custo histórico, no entanto alguns críticos do EVA consideram mais apropriado o valor de mercado.

2.7.1.4. Estudos realizados do EVA

Meneses, Cunha, Luca e Holanda (2012) elaboraram um estudo sobre a “Criação ou Destruição de Valor na Perspetiva do EVA”. A pesquisa foi elaborada no Brasil e teve como objetivo principal investigar o desempenho das maiores empresas brasileiras. Para realizar o objetivo principal, foram analisadas 316 empresas para investigar a relação entre as empresas que mais criaram valor, entre as diferentes regiões do Brasil e os setores em que atuam. Na conclusão do estudo, verificou-se que das 316 empresas, 217 criaram valor para os investidores, ao passo que 99 destruíram valor, assim não se confirmou a primeira hipótese de pesquisa, que estabelecia que as empresas sediadas na região Sudeste, apresentariam maior valor do que as empresas de outras regiões. A segunda hipótese de pesquisa, afirmando que as empresas do setor mineiro possuem maior valor do que as empresas de outros setores, também não se confirmou, mas conclui-se que a criação de valor está associada fortemente aos setores de comércio por grosso e ao comércio a retalho e o setor mineiro está associado à destruição de valor.

Outro estudo desenvolvido por Martins e Teixeira (2015) em Portugal que apresenta o título “A Criação de Valor e o *Economic Value Added*: Um estudo de Caso”. O principal objetivo era verificar se o facto de a empresa obter resultados positivos se significa criação de valor, através do indicador EVA. O estudo de caso foi sobre a empresa Navios e Companhia, S.A. (nome fictício), mas os números analisados foram reais. Sendo que através do estudo de caso respondeu-se à questão de investigação, onde acabaram por comprovar que ter resultados positivos não garante a existência de criação de valor.

Pereira (2014) elaborou um estudo sobre “A importância da gestão baseada na criação de valor para o acionista (*Value-Based Management*): O caso do Grupo Galp-Energia”. O estudo tinha como objetivo analisar empiricamente se o EVA é uma medida de desempenho superior às medidas tradicionais na explicação do valor de mercados dos capitais próprios e do valor criado para o acionista e também pretende verificar se o EVA está fortemente relacionado com o MVA. O estudo de caso incidiu sobre um grupo empresarial português, o grupo Galp Energia, cotado na *Euronext Lisbon*. Os resultados

obtidos demonstraram que o EVA possui um maior poder explicativo em comparação às medidas tradicionais de resultados contábilísticos, no que se refere ao valor criado para o acionista e quanto à afirmação da forte relação entre o EVA e o MVA, a autora não conseguiu provar que existe uma relação linear estatisticamente significativa entre o EVA e o MVA.

Sharma e Kumar (2010) efetuaram uma revisão de literatura sobre o EVA, “*Economic Value Added (EVA) – Revisão da Literatura e Questões Relevantes*”, que abrangeu 112 artigos publicados sobre o EVA de 1994 a 2008. Os autores consideram que o EVA é reconhecido como uma importante ferramenta de avaliação de desempenho em todo o mundo, especialmente nas economias mais desenvolvidas que a adotam como estratégia corporativa. No entanto, concluíram que ainda existem informações contraditórias sobre a sua superioridade em comparação às medidas de avaliação de desempenho tradicionais e que os estudos empíricos realizados até o momento sobre o EVA, usaram dados para um horizonte temporal curto, e por esse motivo os autores consideram que ainda há espaço para pesquisas futuras, utilizando um horizonte temporal mais longo, de maneira a validar o conceito do EVA.

Rodrigues (2016) realizou um estudo sobre “A criação de valor através do *Economic Value Added* num período de crise financeira: um estudo de caso”, onde o principal objetivo era fazer um estudo empírico para verificar se a criação de valor é afetada durante o período de crise financeira, usando o indicador de criação de valor, o EVA. A empresa escolhida foi Sapec Agro S.A e o horizonte temporal escolhido é de 2007 a 2014. A autora conclui que relativamente à criação de valor, embora estar perante uma crise financeira, acabou por não se refletir negativamente na criação de valor.

Galvão, Teixeira e Nunes (2018) pesquisaram sobre “A Criação de Valor: *Value Drivers* do EVA” que teve como propósito fundamental, identificar quais os principais *value drivers* da criação de valor, através do indicador do EVA e sendo que as amostras foram empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon* e foi analisado o período entre 2011 e 2016. Da análise dos valores obtidos em relação ao EVA, constatou-se que a maioria das empresas da amostra apresentou destruição de valor no período analisado. Neste estudo procurou-se analisar *value drivers* que abrangessem três dimensões: operacional, financiamento e investimento. Sendo que, os resultados mais expressivos para a amostra em estudo, foram os obtidos para a rentabilidade operacional das vendas (ROV), rotação do capital investido (RCI) que são relativos à operacional e taxa de custo do capital

próprio (K_e) que é relativo ao financiamento. Em termos de investigações futuras, os autores consideram importante aumentar a dimensão da amostra e também incluir indicadores não financeiros e outra abordagem, seria utilizar outra medida de criação de valor em vez do EVA, para comparação de resultados.

Gounder e Venkateshwarlu (2017) realizaram um estudo sobre “Criação de valor para os acionistas: uma análise empírica do setor bancário indiano”. O principal objetivo do estudo, é encontrar a medida de desempenho mais adequada para a criação de valor para o acionista no caso dos bancos indianos. O estudo empírico abrangeu 24 bancos do sector público e 16 bancos do sector privado, e o período analisado foi de 2001 a 2015. Os autores concluíram que os bancos do setor público revelaram que há um efeito positivo e uma relação significativa entre a maximização do valor do acionista e o EVA, mas em relação aos bancos do setor privado, quanto maior o DPS (*Dividend Per Share*), maior o valor criado para os acionistas. Para pesquisas futuras, os autores propõem o mesmo estudo para diferentes indústrias e setor financeiros e não financeiros de diferentes países, a fim de tornar a questão do estudo mais prática e validar o resultado descrito do respetivo estudo.

2.7.2. MVA (*Market Value Added*)

Como referido, no ponto anterior, embora o EVA permita determinar o valor criado ou destruído pela empresa num dado horizonte temporal, este indicador nada diz acerca das perspetivas futuras de evolução da empresa. E esta é uma evidente limitação do EVA.

É necessária, por isso, uma nova métrica, de maneira a ultrapassar a limitação do EVA, ou seja, que seja capaz de avaliar a capacidade de, no futuro, as empresas continuarem, ou não, a criar valor. Logo, o MVA é uma avaliação do futuro, ou seja, é determinado com base nas expectativas de mercado demonstrando quanto valor se criou ou destruiu para os acionistas (Holler, 2009).

Para Ferreira (2002) de maneira a preencher a insuficiência do EVA a Stern Stewart & Co. desenvolveu o MVA. O MVA determina-se entre o valor de mercado da empresa (valor de mercado dos capitais próprios e do endividamento) e o valor total dos capitais investidos (valor contabilístico dos capitais próprios e do endividamento). Na realidade, o MVA não é mais do que o somatório dos EVA's gerados ano após ano, corretamente atualizados, conforme a figura 2.5.

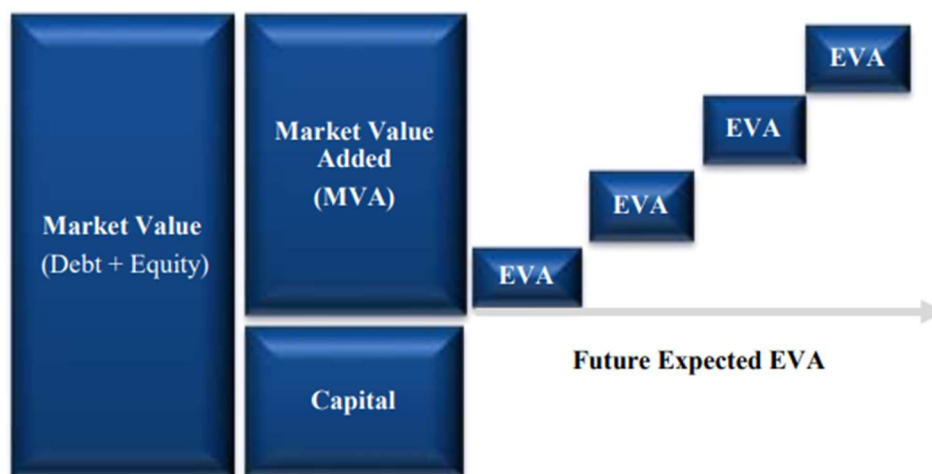


Figura 2.5 Esquema do MVA.

Fonte Adaptado de www.sternstewart.com.

O MVA representa a expectativa do mercado em relação à situação da empresa. Caracteriza-se como sendo uma métrica cumulativa de *performance* empresarial, porque considera a avaliação que o mercado faz, a dado momento, do valor atual da atividade passada e das expectativas quanto ao futuro e definitiva porque é a diferença entre o capital investido e o valor a receber no caso de venda das ações no mercado (Stewart, 1991).

Segundo Ehrbar (1999) o MVA é a medida determinante de criação de riqueza, superando todas as outras métricas, pois representa a diferença entre a entrada e a saída de caixa, ou seja, entre aquilo que os investidores aplicam na empresa como capital e o que poderiam receber vendendo pelo preço de mercado corrente.

Uyemura, Kantor e Justin (1996 citado por Martins, 2010)⁴ reconhece que o MVA é geralmente considerado como a melhor medida de criação de valor para os acionistas. Porém a dificuldade em avaliar as unidades de negócio a preços de mercado, a volatilidade sistemática do mercado para o preço das ações e o facto de a maioria das empresas não ser cotada em bolsa, dificulta, na maioria dos casos, a utilização do mesmo como indicador de desempenho.

⁴ Uyemura, D., Kantor, C., & Pettit, J. (1996). EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(2), 94-113.

2.7.2.1. Cálculo do MVA

De acordo com Ferreira (2002) o MVA indica o total da riqueza que foi criada ou destruída em relação aos acionistas durante um determinado período.

A fórmula para o cálculo do MVA é a seguinte:

$$\text{MVA} = \text{valor de mercado} - \text{capital investido} \quad (2.5)$$

Onde, valor do mercado pode definir-se como o número de ações vezes o preço das ações e o capital investido, será o valor contabilístico dos capitais próprios e do endividamento.

Caso a empresa não seja cotada, em bolsa, o MVA seria calculado através do somatório dos EVA atualizados, podendo também, ser expresso pela seguinte fórmula:

$$\text{MVA} = \text{valor atual dos EVA's futuros} \quad (2.6)$$

2.7.2.2. Vantagens e Desvantagens do MVA

Uma das vantagens do MVA, é que possibilita compreender se a empresa numa perspectiva de longo prazo possui uma posição favorável ou desfavorável no mercado, é uma medida que pode ser utilizada para comparar diretamente o desempenho entre empresas de sectores de atividades e de países diferentes (Ehrbar, 1999).

O mesmo autor, refere ainda que o MVA fornece informação quanto ao valor criado que se irá materializar no futuro, preocupa-se com a criação de valor para o acionista e é um indicador que pode ser aplicado a qualquer tipo de empresa.

Em contrapartida, o MVA mostra algumas limitações mais evidentes que dificultam a utilização do mesmo. Apesar da utilidade do MVA para verificação da criação de valor, o mesmo não tem muita utilidade para a tomada de decisão no dia-a-dia. Para Ehrbar (1999) existem três razões principais que limitam a aplicabilidade do MVA no dia-a-dia:

- Devido às oscilações nos mercados que através das suas ações poderão influenciar o valor da empresa a curto prazo;
- Ao facto do MVA só poder ser calculado em empresas que tiverem ações negociadas em bolsa, e assim, um valor de mercado associado;
- O MVA só poderá ser calculado de forma consolidada, isto é, não é possível calcular o MVA para uma só divisão ou unidade de negócio.

Outra desvantagem é a possível rejeição do seu resultado do MVA, como por exemplo, quando se torna evidente desde o momento em que é possível verificar empresas com prejuízo e MVA positivo. O mesmo verifica-se porque o MVA não é um indicador de criação de valor, mas sim um indicador de eficiência da gestão de valor (Alcântara,1997).

Por fim, uma das principais limitações apresentada pelo MVA é a dificuldade na compreensão e uso deste conceito, pelo qual atualmente não consta ser claro e definitivo pois a empresa pode estar a destruir valor num determinado período mesmo o MVA sendo positivo (Scheel,1997).

2.7.2.3. Estudos realizados do MVA

Laksana e Mayasari (2020) estudaram o “Impacto do MVA para o valor do acionista: Evidencias sobre empresas da Indonésia”. O objetivo do estudo foi obter evidências empíricas, se o EVA afeta o valor do acionista pelo método de MVA. Para a pesquisa foram utilizadas empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de 2013 a 2017. As conclusões do estudo foram que existem evidências que sustentam o efeito positivo do EVA sobre o valor dos acionistas ou, por outras palavras, quanto maior for o EVA, maior é o valor para os acionistas. Quanto maior for o valor da empresa, maior será o valor do acionista e o efeito negativo da alavancagem sobre o valor dos acionistas, é medido através do método de MVA.

No estudo de Pinto e Santos (2011) em Portugal, onde analisaram e verificaram a correlação entre o EVA e MVA no grupo empresarial Mota-Engil SGPS, SA, que tem uma presença significativa em múltiplos setores de atividade. O objetivo do respetivo estudo, era confirmar se de facto se verifica a existência de uma correlação positiva com significância estatística entre o EVA e o MVA entre 2005 e 2009. Como conclusão, da análise realizada, confirmou-se a associação entre estes dois indicadores, existindo uma relação estatisticamente significativa entre o EVA e o MVA, no período estudado.

Nakhaei (2016) desenvolveu o artigo “MVA e os critérios contabilísticos tradicionais: Qual é a melhor medida para prever o retorno das ações em empresas da Malásia”. O artigo teve como objetivo proporcionar evidências empíricas sobre o conteúdo de informações relativas e incrementais do MVA e das medidas tradicionais de desempenho, ou seja, o lucro líquido (NI), o lucro operacional líquido após impostos (NOPAT) e o lucro por ação (EPS). A amostra envolveu 395 empresas não financeiras cotadas no principal mercado de Bursa, Malásia e o horizonte temporal foi compreendido entre 2002

a 2011. Através do estudo, os resultados indicaram que as medidas contabilísticas (NI, NOPAT e EPS) têm maior conteúdo de informação relativa com o retorno das ações em comparação com o MVA. Assim, os resultados não suportaram a hipótese de que o MVA é superior às medidas contabilísticas tradicionais na associação com o retorno das ações. Porém, o autor refere que o MVA é uma medida útil para descrever a rentabilidade das ações das empresas não financeiras e assim sendo, as empresas da Malásia podem utilizar o MVA com as medidas tradicionais (NI, NOPAT e EPS) na avaliação do desempenho das empresas.

Stewart (1991) realizou o primeiro estudo empírico sobre a ligação entre o EVA e o MVA. De um universo das 1000 maiores empresas do *ranking* de 1989 da *Business Week*, o autor utilizou um conjunto de 613 empresas nos Estados Unidos da América, entre 1984 a 1988. O objetivo do estudo consistiu na correlação entre o EVA e o MVA. O autor verificou a existência de uma forte relação entre a média dos valores padronizados do EVA e o MVA. Por fim, também verificou que esta relação é menos evidente para os grupos de empresas com EVA negativos.

Sichigea e Vasilescu (2015) desenvolveram um estudo sobre o “EVA e MVA – Indicadores modernos de avaliação do valor da empresa”, onde o principal objetivo é analisar as correlações entre o EVA e o MVA, as suas implicações na avaliação das empresas e o que permite aos gestores fazer a escolha correta e posteriormente, ter a melhor decisão relativamente às medidas de desempenho. Para a análise do estudo, consideram uma empresa da Bolsa de Valores de Bucareste (BVB), entre 2013 e 2014. Os autores concluem, que o EVA e o MVA estão correlacionados e a melhor forma de maximizar o MVA, é maximizar o EVA. Mas ambos afirmam que o EVA abrange um conjunto amplo de decisões, incluindo planeamento estratégico e alocação de capital e que do ponto de vista de um investidor, o MVA é a melhor medida externa do desempenho de uma empresa.

Os autores afirmam que a utilização do EVA e do MVA acaba por oferecer muitas vantagens práticas para as empresas, porque motivam os gestores a tomar medidas para a criação de valor para os acionistas, a adotar as melhores decisões de investimento e a identificar oportunidades de desenvolvimento. No entanto, o EVA não deve ser considerado como a resposta a todos os desafios relacionados com a criação de valor. Mas, em correlação com o MVA, o EVA oferece um objetivo para as decisões internas e

externas e um instrumento importante para avaliar o valor da empresa e a riqueza dos acionistas.

2.7.3. Relação entre o EVA e o MVA

Depois de apresentados os aspectos mais relevantes do EVA e o MVA, o MVA surge como forma de corrigir as insuficiências do EVA. A maior diferença entre os dois indicadores, é que o EVA baseia-se nas demonstrações financeiras, pois indica o desempenho passado da empresa, ao passo que o MVA reflete a visão do mercado de capitais, englobando a expectativa de resultados futuros da empresa (Santos & Watanabe, 2005).

Na verdade, por ter uma visão de futuro, o MVA está relacionado diretamente com os EVA's futuros esperados pelos investidores e não com os EVA's passados.

Stewart (1991) argumenta que o EVA é o instrumento de aproximação final ao MVA. Um estudo realizado pelo mesmo autor, usando uma amostra de mais de 600 empresas norte-americanas para o período de 1987-1988, o autor afirmou que a capacidade de alteração do EVA para explicar a alteração no MVA é bastante elevada.

No caso de Stern *et al.* (2001) defendem que existe uma ligação significativa entre o crescimento do EVA e o crescimento do MVA. Já Ferreira (2002) argumenta que o EVA associado ao MVA pode ser utilizado como instrumento de aproximação ao valor de uma empresa.

Também é possível encontrar uma relação negativa entre ambos, por exemplo, uma empresa que apresenta EVA negativo, mas o MVA positivo. Para Cerqueira, Soares e David (2009) tendo hoje uma *performance* negativa em termos de EVA, uma empresa pode demonstrar MVA positivo se a expectativa dos investidores for de um desempenho positivo do EVA no futuro. Logo, quando a expectativa de melhorias no EVA ganham relevância, é possível que uma empresa possa apresentar MVA positivo mesmo que a sua *performance* atual em termos de EVA seja negativa.

2.7.4. CVA (*Cash Value Added*)

O conceito CVA foi uma medida introduzida pela BCG (*Boston Consulting Group*) como alternativa ao modelo EVA e para superar os problemas do EVA, como métrica de criação de valor.

A grande inovação do CVA, em comparação ao EVA, foi considerar os ativos pelo seu valor bruto e não pelo valor líquido contabilístico. Assim, o CVA tende a evitar os enviesamentos provocados pelos novos investimentos, na metodologia do EVA (Carvalho, 2013).

Como referido anteriormente, estes enviesamentos eram causados pelos novos investimentos realizados todos os anos, uma vez que o EVA ao calcular o custo do capital com base nos ativos líquidos, faz com que o efeito das amortizações e das depreciações, por si só, induza a aumentos do rácio (Ferreira, 2002).

Young e O'Byrne (2003) argumentam que pelo modelo CVA, o NOPAT não inclui os gastos com as depreciações ou com as amortizações. Além de que, o capital investido é mostrado em termos brutos e não em termos líquidos. Ou seja, por outras palavras, o capital investido é “aumentado” pelo volume da conta “depreciação acumulada”.

Ottosson e Weissenrieder (1996) apontam que o CVA fornece à administração um *feedback* relevante sobre o resultado financeiro das decisões de investimento passadas, ajudando-os a prevenir de decisões de investimento incertas no futuro e a distinguir os investimentos verdadeiramente rentáveis.

O CVA pretende incluir apenas rubricas de *cash*, no seu cálculo. Nesta medida, parte do EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortization*) e efetua-se um ajustamento, com o objetivo de retirar as designadas “*non cash charges*”, nomeadamente a variação do fundo de maneio necessário e, dessa forma, alcançar o OCF (*Operating Cash Flow Demand*). O conceito de OCF é importante para o cálculo do CVA, pois evidencia o *cash flow* mínimo que os investidores exigem para remunerarem conveniente o seu investimento (Caldeira, 2005).

Na opinião de Luís (2012) o CVA aparece como uma métrica eficaz para avaliar se o *cash flow* criado está abaixo ou acima do *cash flow* mínimo exigido pelos investidores. Diferente de outros indicadores, no CVA o custo de oportunidade do capital corresponde ao valor absoluto, numa lógica de *cash* e não a uma percentagem, como se verifica noutras métricas.

2.7.4.1. Cálculo do CVA

Na prática, o CVA é equivalente ao Resultado Operacional após impostos ajustados dos denominados “*non cash charges*” (NOPAT), ao qual se adicionam as amortizações contabilísticas, e se deduzem as amortizações económicas e o custo de capital investido.

A equação terá a seguinte apresentação:

$$\text{CVA} = \text{NOPAT} + \text{Am} - \text{AE} - \text{CI} \times \text{WACC}, (2.7)$$

Em que:

NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes*

Am – Amortizações contabilísticas

AE- Amortizações económicas

CI – Capital Investido

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

2.7.4.2. Vantagens e Desvantagens do CVA

A introdução do modelo CVA contribuiu para corrigir os enviesamentos presentes no modelo EVA, de modo a ultrapassar a sua distorção do efeito das depreciações, que provocavam aumentos do valor do EVA, induzindo em erro a criação de valor por esse modelo.

De acordo com a BCG, esta métrica demonstra ser uma melhoria em comparação ao EVA, pelo facto do CVA se basear em *cash flows* e não no lucro (Martin & Petty, 2000).

A métrica CVA possui em comparação com o EVA, a vantagem de que o seu resultado não é influenciado pela política da empresa relativamente às amortizações e depreciações, e as provisões e imparidades que são considerados custos aceites fiscalmente, mas que não representam saídas monetárias (Young & O’Byrne, 2001).

Carvalho (2013) afirma que o CVA para determinar o custo do capital usa o método CAPM, para fazer uma aproximação credível na medida em que utiliza uma base de dados histórica da empresa, simplificando a determinação do custo do capital em empresas não cotadas. O método CVA concilia simultaneamente, a parte económica com a parte

financeira da empresa, sendo que o EVA leva em consideração apenas a parte económica da empresa (Fernandes, 2002).

Embora sem fundamento científico, o CVA é o que apresenta melhores níveis de correlação com as cotações e com a rentabilidade das ações no mercado de capitais (Neves, 2011).

Carvalho (2013) considera como desvantagem, o facto do CVA não considerar as depreciações no cálculo do lucro.

O CVA elimina os acréscimos contabilísticos. Apesar da eliminação dos acréscimos resulte um número mais próximo dos fluxos correntes de caixa, os acréscimos são considerados um problema porque resultam do facto de poder também eliminar do lucro, informações que os mercados de capitais julguem ser úteis para a previsão dos lucros e fluxos de caixa (Young & O’Byrne, 2003).

Para Fernández (2001) considera que o método CVA tem pouca relação com a criação de valor para os acionistas, uma vez que a sua utilidade se encontra na avaliação de empresas.

De acordo com Ferreira (2002) considera que tanto o EVA como CVA apresentam como limitação, o facto de ignorarem os *cash flows* produzidos pelo negócio, apesar de considerarem que são indicadores com vantagem sobre os tradicionais.

2.7.4.3. Estudos realizados do CVA

Os autores Monte, Fernandes e Lopes (2018) fizeram um estudo sobre “Aplicação do Método *Cash Value Added* (CVA) na Avaliação de PME Comerciais – Estudo de caso”, onde pretendiam descrever o método de avaliação, o CVA com o propósito de indicar se o mesmo era adequado para encontrar o valor intrínseco de uma empresa e fazer a aplicação prática num estudo de caso. O estudo foi aplicado a uma empresa não financeira e não cotada, localizada na região do Norte de Portugal. Com os resultados do estudo, indicam que o método CVA valoriza as empresas que apresentam maior taxa de crescimento, maior rentabilidade das vendas e custo médio do capital mais elevado, uma vez que assume uma taxa de remuneração das amortizações económicas, em vez das contabilísticas.

Um estudo sobre “*Economic Value Added vs Cash Value Added*” realizado por Urbańczyk, Mioduchowska-Jaroszewicz e Szczęsna-Urbaniak (2005) na Polónia, tem

como objetivo apresentar algumas aplicações das duas medidas utilizadas na gestão do valor da empresa na avaliação da situação financeira dos produtores de fertilizantes na Polónia, entre 1997 e 2022.

Concluíram com o estudo que a aplicação tanto do EVA como do CVA nas empresas polacas da indústria de fertilizantes foi possível, no entanto, era necessário simplificar determinadas questões relacionadas com a metodologia e alguns problemas com o cálculo dos custos de capital. E por fim, concluíram que o EVA e o CVA nas empresas de investigação indicam a falta de gestão, insolvência e destruição de valor eficazes no período de cinco anos. No entanto, ambas as medidas são utilizadas alternativamente para produzir respostas claras.

Carvalho (2013) realizou um estudo empírico em Portugal sobre a “Criação de Valor – O *Cash Value Added* como métrica de avaliação da *performance* empresarial”. A investigação inicialmente começou com uma amostra de 7 empresas cotadas na bolsa de Lisboa (que foi designado como estudo 1) mas com o intuito de desenvolver as respetivas conclusões, foram adicionadas mais 11 empresas cotadas em bolsa, perfazendo um total de 18 empresas (que foi designado como estudo 2). O principal objetivo do estudo era verificar, se o CVA é a métrica de valor que melhor traduz a criação de valor para o acionista. O período estudado do respetivo estudo foi entre 2009 a 2012.

Os resultados obtidos através do estudo 1, permitiram comprovar que o CVA apresentou sempre valores inferiores ao EVA e que neste estudo o CVA mostrou ser mais eficiente do que o EVA, devido ao CVA reduzir os enviesamentos presente no EVA e pelo estudo 2, essa situação não pôde ser confirmada.

Fernandes (2002) desenvolveu um trabalho sobre a avaliação de pequenas e médias empresas não cotadas em bolsa pelo método CVA aplicada a um conjunto de empresas do setor do azeite e não cotadas em bolsa. O autor concluiu que o método CVA não se limita apenas à avaliação de empresas, mas que também pode ser considerada uma medida de criação de valor para os acionistas.

Bukvic (2016), no seu artigo “Gestão Baseada no Valor com alguns exemplos práticos nas indústrias eslovenas”, dentro da estrutura GBV destaca especialmente o EVA e o CVA. No estudo, dois indicadores foram aplicados em algumas empresas de diversos setores para o período de 2010 a 2014. O autor argumenta que é oportuno calcular os dois

indicadores, pois o primeiro centra-se mais no desempenho passado e o segundo centra-se fortemente no futuro, sendo que existe uma forte correlação entre os dois indicadores. Por fim, o autor sustenta que ambos os indicadores têm um impacto significativo tanto na gestão de recursos como na seleção da estratégia de maneira a permitir maximizar o valor através dos recursos investidos.

Nascimento (2019), realizou um estudo sobre “Métricas de Criação de Valor: *Economic Value Added* (EVA), *Cash Value Added* (CVA) e *Market Value Added* (MVA)” onde procurou verificar a existência de um comportamento idêntico entre as métricas EVA, CVA e MVA entre 2013 e 2017. A autora concluiu que em relação à criação de valor, as métricas não seguem o mesmo comportamento e que a nível da capacidade de criação de valor, constatou que durante o período analisado, a empresa não conseguiu gerar uma rentabilidade superior à remuneração desejada pelos investidores.

III. Estudo Empírico

Este capítulo apresenta o estudo empírico, onde inicialmente será efetuado o enquadramento do setor vitivinícola em Portugal e no Mundo, e também a apresentação da empresa escolhida para o respetivo estudo. Posteriormente, será apresentada a metodologia utilizada na investigação.

Também serão apresentados a análise dos dados recolhidos e dos cálculos efetuados através das fórmulas citadas no capítulo anterior, no período entre 2016 a 2020, com o intuito de estudar a criação de valor. Seguidamente, serão apresentados os modelos utilizados na análise dos dados, assim como os resultados alcançados relativos às proposições em estudo e as principais conclusões.

3.1. Setor Vitivinícola

A produção de vinho tem desempenhado um papel significativo em quase todas as civilizações desde os tempos antigos. Rico em simbolismo, profundamente enraizado na religião e no misticismo, o vinho surge desde os primórdios, tornando-se uma fonte de lendas e inspiração de mitos (Instituto do Vinho e da Vinha (IVV), 2018).

O setor vitivinícola em Portugal representa uma parte importante da economia e cultura do país. Portugal é conhecido por produzir vinhos de referência e de elevada qualidade, muitos dos quais provenientes de castas nacionais. Em função do clima e diversidade dos solos, produz vinhos com características distintas e com características de cada região, de Norte a Sul. Portugal destaca-se entre as nações com um dos mais elevados níveis de produção de vinho em todo o mundo.

O setor vitivinícola também representa um papel importante na parte do turismo em Portugal, devido à atração da cultura do vinho, do enoturismo e das experiências gastronómicas, que leva ao aumento de visitantes de todo o mundo.

Segundo o IVV (2018), Portugal possui 14 regiões vitivinícolas: Minho, Trás-os-Montes, Douro, Beira Atlântico, Terras do Dão, Terras de Cister, Lisboa, Tejo, Península de Setúbal, Alentejo, Algarve, Madeira e Açores, por onde tem repartidas 31 DOP (Denominação de Origem Protegida) e 14 IGP (Indicação Geográfica Protegida).

As regiões definidas em Portugal representam a quarta maior área de vinha da Europa com 194 mil hectares (ha) (Organização Internacional da Vinha e do Vinho (OIV), 2022). Nessas regiões, são cultivados cerca de 345 tipos de castas, todas registadas pelo IVV. E de acordo com o IVV, são 151 castas brancas e 194 castas tintas e rosadas.

Conforme o Gráfico 3.1 apresenta a produção de vinho em volume das catorze regiões vitivinícolas em Portugal, em 2021.

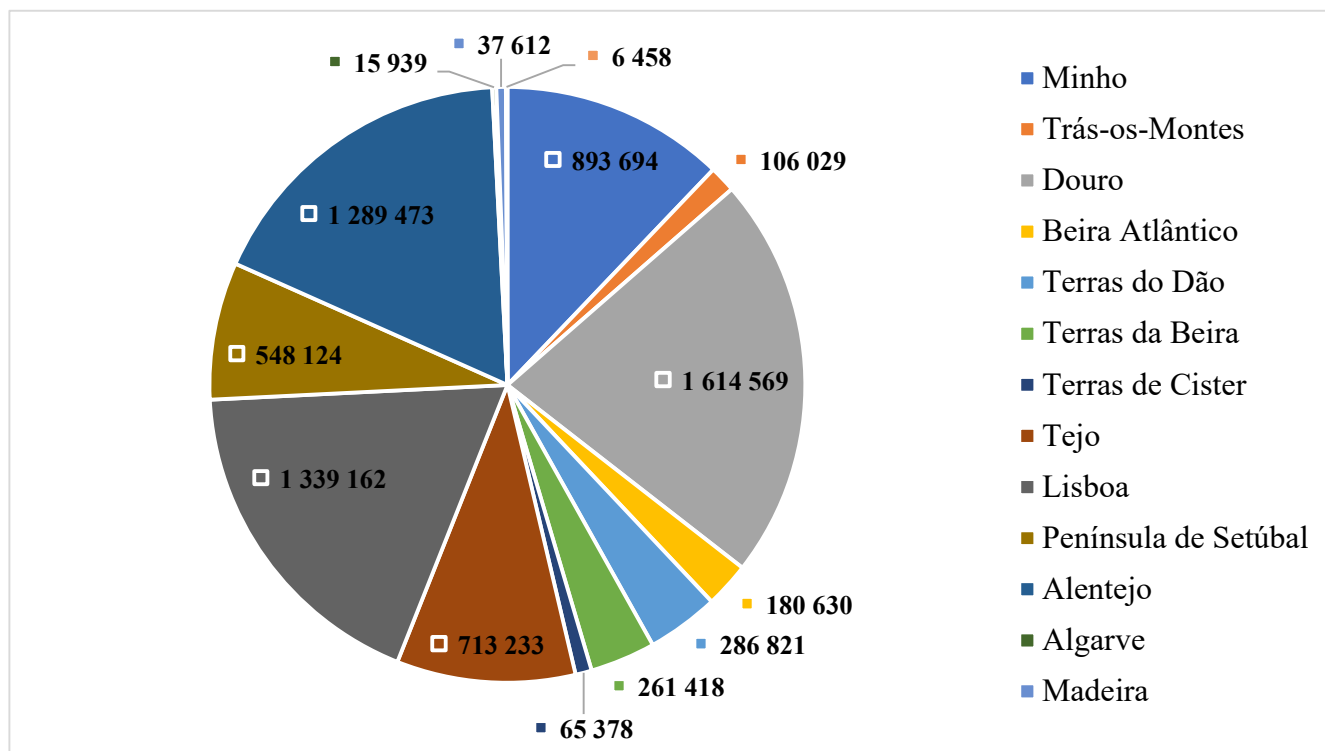


Gráfico 3.1 Produção de Vinho por região vitivinícola em Volume (hl) em Portugal em 2021

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados fornecidos pelo IVV

Foi declarado em 2022, segundo a Organização Internacional da Vinha e do Vinho (OIV), que o nível de produção de vinho de Portugal em 2021 foi o mais elevado.

De acordo, com os dados da OIV referente a 2021, a produção de vinho no mundo fixou-se em 260 milhões de hectolitros (mhl). Portugal atingiu os 7,3 milhões de hectolitros e ocupou a 10ª posição mundial (5ª a nível Europeu) na produção de vinho, conforme o Gráfico 3.2.

Entre os maiores países produtores a nível mundial, destacam-se: Itália (50,2 mhl), França (37,7 mhl) e Espanha (35,3 mhl), que juntos correspondem a 47% da produção mundial.

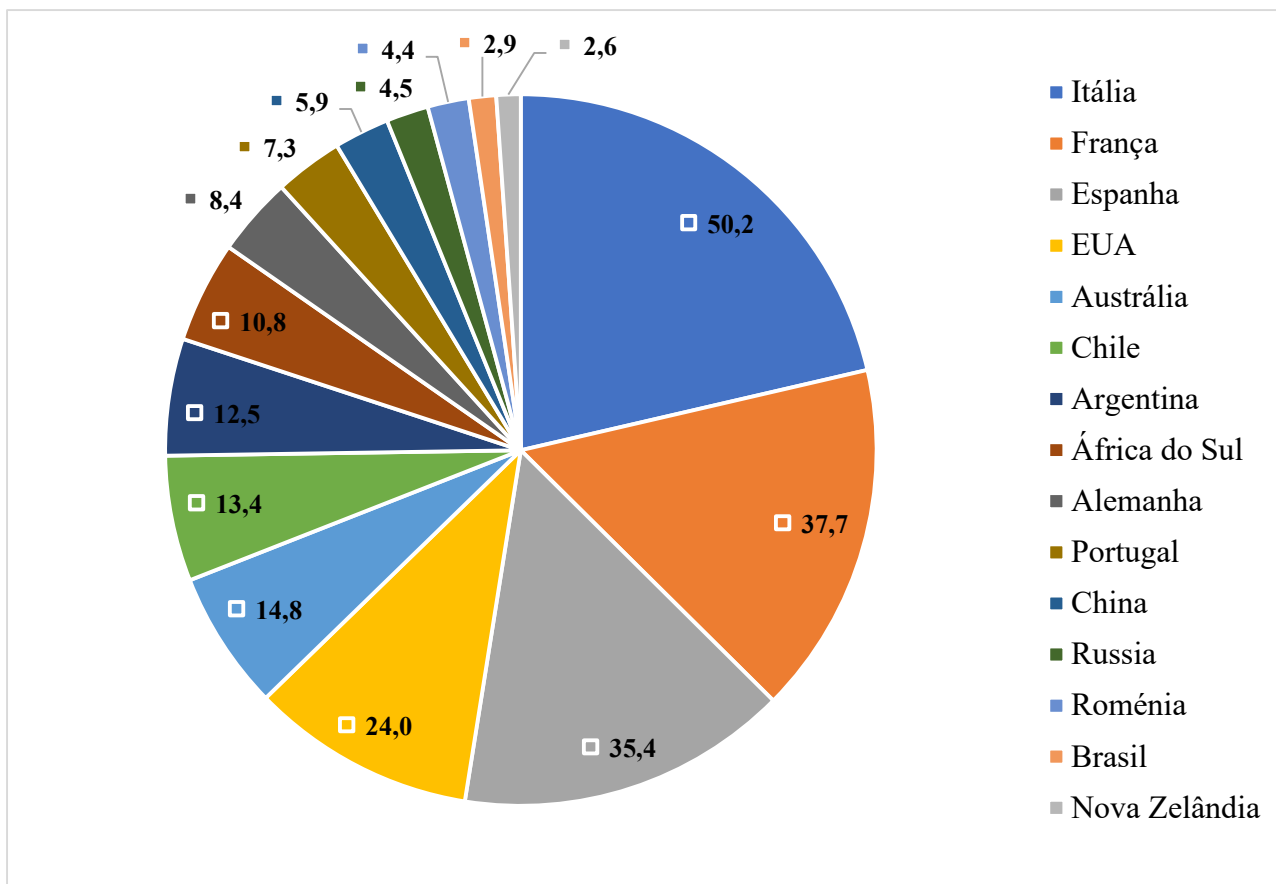


Gráfico 3.2 Os 15 países maiores produtores de vinho (mhl) em 2021

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados fornecidos pelo OIV

O consumo mundial de vinho é destacado pelo Gráfico 3.3, permite-nos observar que os Estados Unidos da América, Itália, França e Alemanha são os principais países que mais consomem vinho, representando 42,8% do consumo mundial, num consumo total de 234 milhões de hl. Portugal, de acordo com os dados do OIV, posicionou-se na 11ª posição com de 5.3 milhões de hl consumidos em 2021.

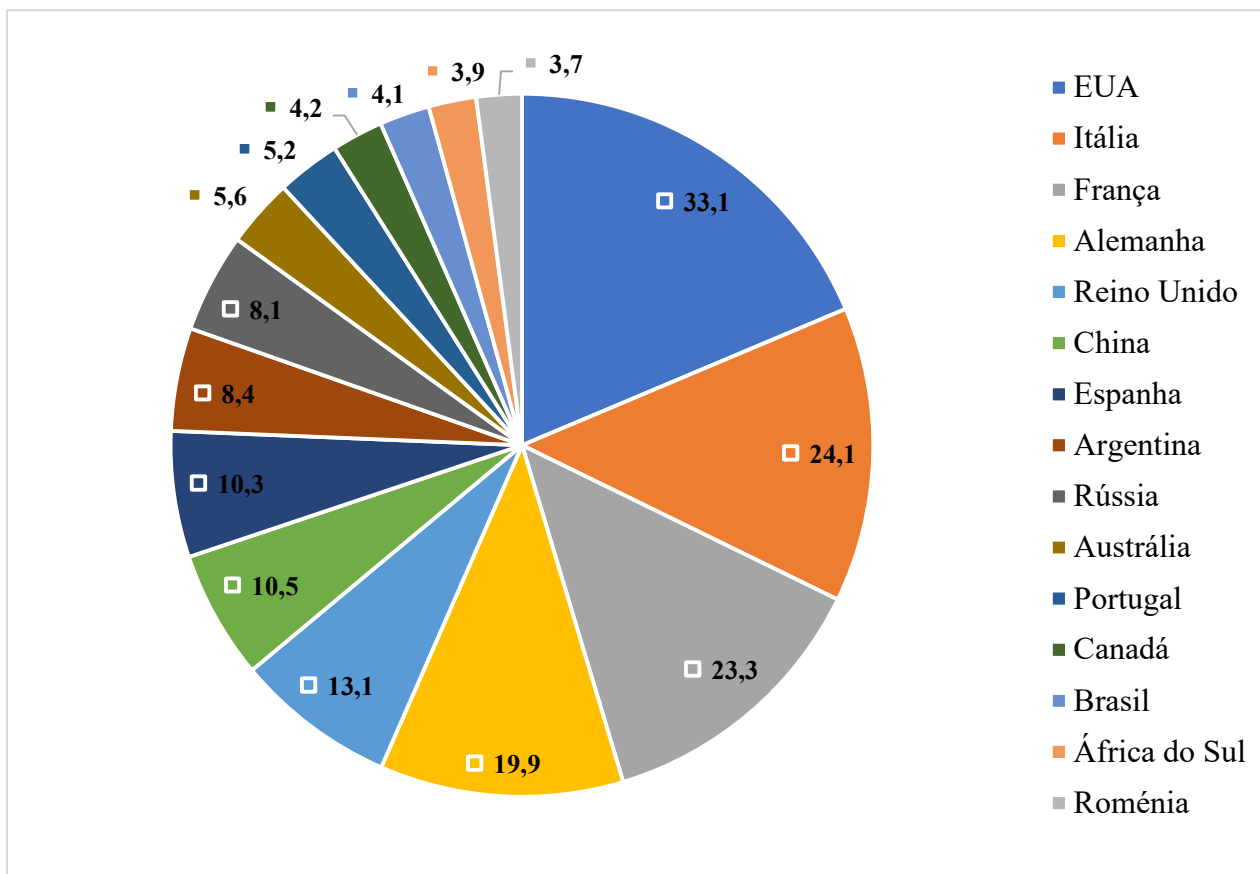


Gráfico 3.3 Os países maiores consumidores de vinho (mhl) em 2021

Fonte Elaboração Própria com base nos dados fornecidos pelo OIV

Segundo a OIV, em 2021 as exportações mundiais de vinho registaram um total de 111.6 mhl, o maior volume exportado registado na história. Através do Gráfico 3.4 observamos os 12 países maiores exportadores do vinho, sendo que o comércio internacional de vinho é liderado pelos três países da UE – Espanha, Itália e França que juntos exportaram 60 mhl, representando 53,7% das exportações mundiais de vinho.

Portugal foi o nono maior exportador mundial de vinho, detendo 2,9% das exportações mundiais de vinho.

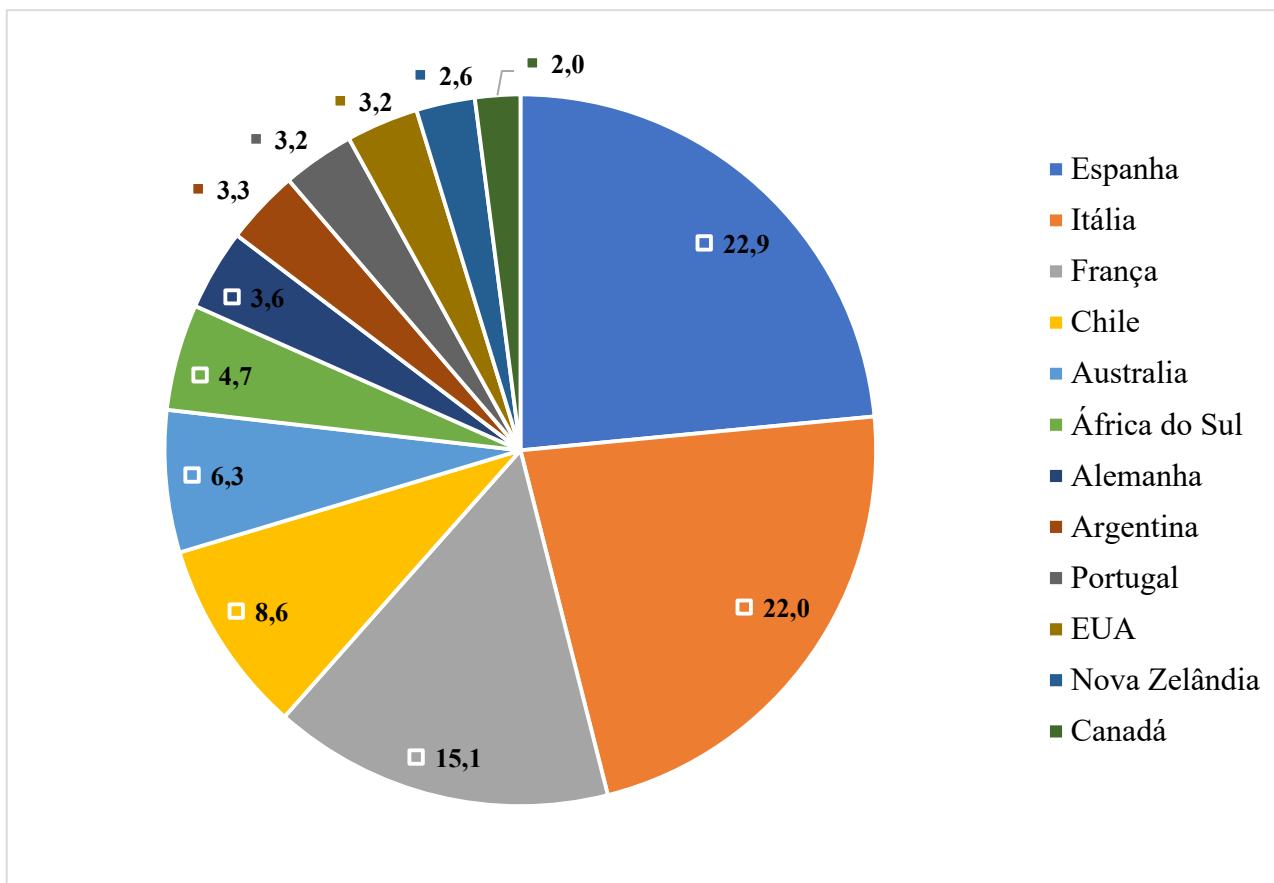


Gráfico 3.4 Os 12 países maiores exportadores de vinho (mhl) em 2021

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados fornecidos pelo OIV

Apesar de exportar e produzir muito vinho, Portugal também é um país fundamental no que diz respeito a importações, tanto da União Europeia como a nível mundial. No gráfico 3.5 estão reunidos os 13 países maiores importadores de Vinho.

Em 2021, Portugal regista-se em 11º dos maiores importadores do mundo, com 2.9 mhl representando 2,7% do total das importações. Considerando que a Alemanha, os Estados Unidos da América e o Reino Unido ocuparam as três primeiras posições em termos de volumes de vinho importados, com 41.8 mhl correspondem a 38,5% do total das importações mundiais, segundo a OIV.

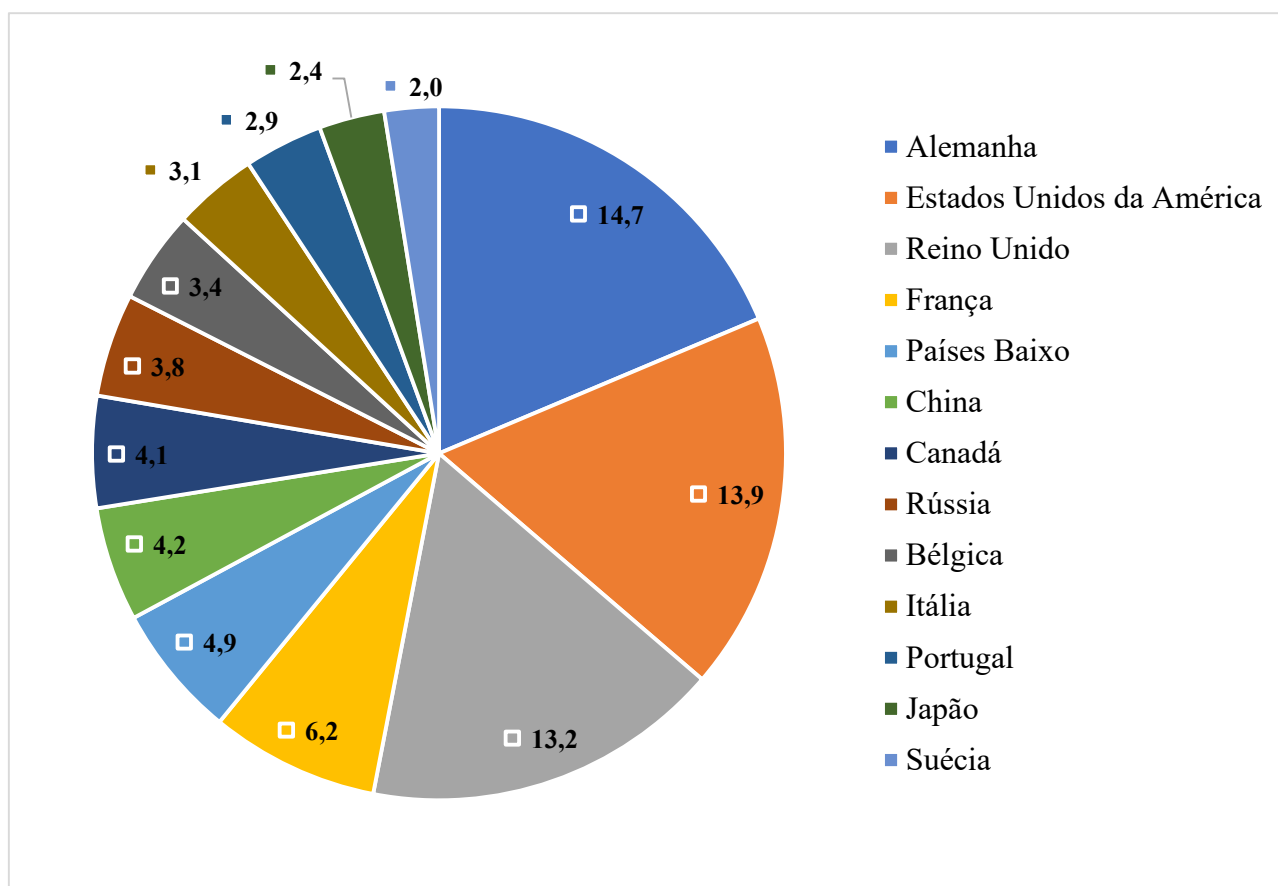


Gráfico 3.5 Os 13 países maiores importadores de vinho (mhl) em 2021

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados fornecidos pelo OIV

A importância deste setor a nível nacional, evidencia-se através da imagem que projeta do país, no emprego produzido na agricultura e também pelo impacto demonstrado nas exportações nacionais, tornando-se assim um dos setores com um excedente comercial mais elevado.

3.2. Caracterização da Sogrape Vinhos S.A.

As origens do Grupo Sogrape remontam ao ano de 1942, quando Fernando van Zeller Guedes fundou a Sogrape - Sociedade dos Grandes Vinhos de Mesa de Portugal, Lda., com a ajuda de amigos em Vila Nova de Gaia.

De uma modesta adega na região do Douro, focada na produção de Mateus Rosé, cresceu e hoje a Sogrape Vinhos S.A. é uma empresa de vinhos de origem familiar, com uma clara presença internacional, em mais de 120 mercados.

Na atualidade, de acordo com as informações disponíveis no seu *website*, a Sogrape conta com 1.600 hectares (ha) de vinha espalhados pelo mundo, em Portugal (980), na Espanha (154), na Argentina (336) no Chile (163) e na Nova Zelândia (15). Para além disso, estão ainda presentes em 12 regiões vitivinícolas, 19 adegas, 25 quintas, 1.100 colaboradores e produzem mais de 30 marcas de vinhos, (Sogrape Vinhos S.A., 2023).

A Sogrape Vinhos S.A. afirma que o seu “*purpose*”, é «trazer Amizade e Felicidade a todos aqueles com quem nos relacionamos através dos nossos grandes vinhos». Através da Figura 3.1, pode-se observar os princípios estratégicos.

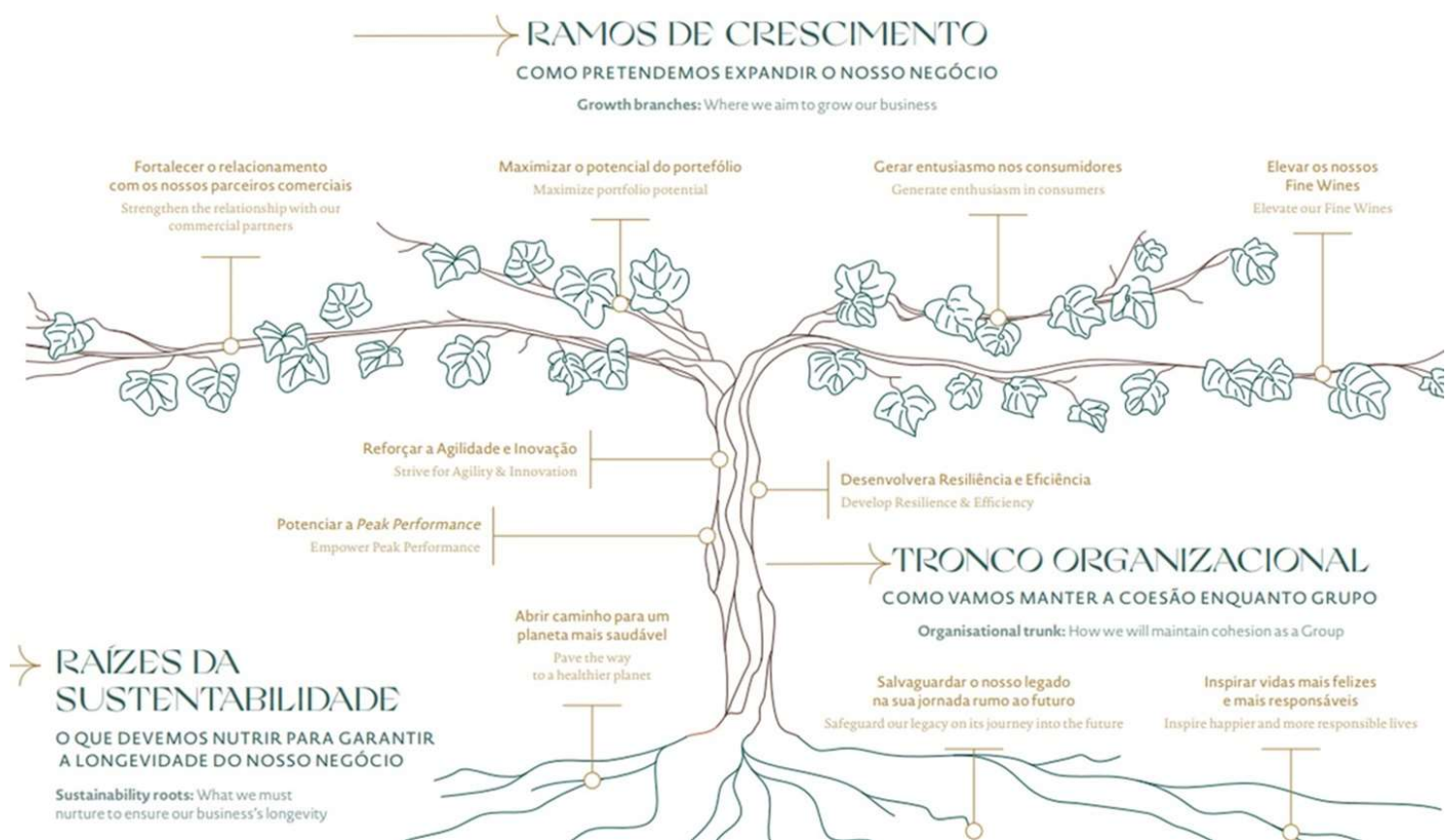


Figura 3.1 Os princípios estratégicos da Sogrape Vinhos S.A..

Fonte Sogrape Vinhos - *Yearbook* de 2022.

O espírito familiar e a cultura da equipa de alto desempenho que se vive dentro da Sogrape são chave no trajeto de sucesso de uma empresa que se atreve a inovar num setor tradicional e que há 80 anos têm vindo a construir (Sogrape Vinhos S.A., 2023).

Sob a liderança de Fernando da Cunha Guedes, atual Presidente e representante da 3ª geração da família fundadora, pretendem espalhar “*Sograpiness*” pelo mundo e «afirmarem-se como catalisadores de uma mudança social positiva, respeitando os limites do planeta na construção de um futuro mais sustentável e inclusivo.» (Sogrape Vinhos S.A., 2022).

A Sogrape é a principal empresa de vinhos de Portugal, destacando-se pela sua presença notável, marcas de referência e vinhas excepcionais nas mais importantes regiões vitivinícolas do país. Para além do cultivo próprio, a empresa também compra uvas de inúmeros viticultores, num trabalho conjunto que cuida e leva ao mundo a excelência dos vinhos portugueses.

Em Portugal com 980 ha de vinha, em 18 propriedades em 6 regiões vitivinícolas: Alentejo, Beira Atlântico (Bairrada), Lisboa (Bucelas), Terras do Dão (Dão), Douro e Minho (Vinhos Verdes). E com um total de 61 castas plantadas (Sogrape Vinhos S.A., 2022).

A verdadeira dimensão da Sogrape dos dias de hoje exprime-se com o peso do seu vasto portefólio de marcas, incluindo algumas das mais reconhecidas e premiadas do país, como o Mateus Rosé, a Barca Velha (que pertence à Casa Ferreirinha), Sandeman, Gazela e muitas outras.

A Sogrape Vinhos S.A. é conhecida não apenas pela excelência dos seus vinhos, mas também pelo compromisso com a sustentabilidade e responsabilidade social, onde implementou práticas sustentáveis e através da sustentabilidade, a Sogrape Vinhos S.A. pretende:

- Abrir caminho para um Planeta mais saudável;
- Salvar o nosso legado na sua jornada rumo ao futuro;
- Inspirar vidas mais felizes e mais responsáveis.

3.3. Metodologia da investigação

Nesta dissertação de mestrado é utilizada a metodologia de investigação de estudo de caso qualitativo, aplicado a uma empresa no setor vitivinícola, a Sogrape Vinhos S.A..

Segundo Yin (2001), a metodologia do estudo de caso é extremamente relevante, uma vez que, através do acesso a informações privilegiadas da unidade de análise, pela

utilização de diferentes fontes de dados, pode evidenciar possíveis respostas às questões que se pretendem comprovar empiricamente.

Para a realização do estudo de caso, como fonte de recolha de informação será necessário consultar os relatórios e contas referentes ao período estudado, cujo horizonte temporal está compreendido entre 2016 e 2020.

3.4. Questões e proposições de estudo

De forma a alcançar o objetivo pretendido, importa obter respostas em relação às seguintes questões:

- Existe ou não criação de valor na empresa estudada e no período considerado usando os indicadores baseados no valor: EVA, MVA e CVA?
- Se o EVA está relacionado com o MVA?
- Serão os indicadores baseados no valor (EVA, MVA e CVA) mais ou menos eficientes, do que os indicadores tradicionais (Resultado Líquido), para explicar a criação de valor?

Para dar resposta às questões levantadas, formularam-se as seguintes proposições:

P1: Existe criação de valor na empresa estudada em cada um dos períodos considerados, sendo evidenciado pelo indicador EVA;

P2: Existe criação de valor na empresa estudada em cada um dos períodos considerados, sendo evidenciado pelo indicador MVA;

P3: Existe criação de valor na empresa estudada em cada um dos períodos considerados, sendo evidenciado pelo indicador CVA;

P4: O EVA está relacionado com o MVA;

P5: O indicador EVA é mais eficiente do que os indicadores tradicionais como o Resultado Líquido (RL), na explicação da criação de valor;

P6: O indicador MVA é mais eficiente do que os indicadores tradicionais como o Resultado Líquido (RL), na explicação da criação de valor;

P7: O indicador CVA é mais eficiente do que os indicadores tradicionais como o Resultado Líquido (RL), na explicação da criação de valor;

3.5. Demonstração dos cálculos dos indicadores escolhidos

3.5.1. EVA

O presente indicador foi calculado consoante a fórmula já antes apresentada e que agora recordamos:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CI}), (3.1)$$

O NOPAT equivale ao resultado operacional obtido das demonstrações financeiras das empresas, deduzido do imposto sobre o rendimento. O valor foi retirado nas demonstrações dos resultados consolidados e tem como rubrica “resultado líquido consolidado do exercício”, conforme a Tabela 3.1.

Tabela 3.1 Cálculo do NOPAT

	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT	21.565.739 €	16.227.647 €	17.509.647 €	17.005.299 €	19.924.559 €

(valores em Euros)

Fonte Elaboração própria

O capital investido foi recolhido através dos dados fornecidos pela empresa em cada período em análise:

Tabela 3.2 Valores do Capital Investido

	2016	2017	2018	2019	2020
Capital Investido	13.000.000 €	18.500.000 €	16.100.000 €	40.000.000 €	14.000.000 €

(valores em Euros)

Fonte Elaboração própria

Em seguida, para determinar o WACC é necessário calcular o custo de capital próprio e o custo de capital alheio. Para o custo do capital próprio, foi adotada a metodologia do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

De modo a determinar o custo de capital próprio utiliza-se a seguinte fórmula:

$$Re = Rf + \beta (Rm - Rf), (3.2)$$

Em que:

Re – Custo de capital próprio

Rf – Taxa de juro sem risco

β – Coeficiente beta

Rm – Valor esperado da rendibilidade do mercado

$(Rm - Rf)$ – Prémio de risco de mercado

Para o valor da taxa de juro sem risco, foram utilizadas as taxas de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos, obtidas através do *site* pordata.pt. De acordo com Young e O'Byrne (2003) ambos referem que o prémio de risco de mercado seja consideravelmente maior do que zero, embora rejeitem prémios de risco de 7% e 8% usados por determinados especialistas de finanças.

O valor do prémio de risco do mercado utilizado foi de 5%, valor defendido e considerado aceitável por Young e O'Byrne (2003).

A Sogrape Vinhos, S.A. não é uma empresa cotada na Bolsa de Lisboa, ou seja, para calcular o valor do beta procurou-se uma empresa do mesmo ramo de negócio, que pertence ao índice de mercado de ações.

A empresa Brown-Forman Corporation pertence ao índice de mercado de ações da NYSE (*New York Stock Exchange*) e para determinar o valor do beta foi necessário obter o valor da cotação para todos os meses de 2016 a 2020, para a Brown-Forman Corporation e para a NYSE, sendo que esses dados foram adquiridos através do Google Finanças. Posteriormente, calculou-se a variação da seguinte forma:

$$\text{Variação de Janeiro} = \frac{\text{Cotação de Fevereiro}}{\text{Cotação de Janeiro}} - 1, (3.3)$$

Depois de calcular todas respetivas variações da Brown-Forman Corporation e NYSE, procedeu-se ao somatório das mesmas, usando a fórmula VAR.P do excel, resultando na variação em cada ano. De seguida, calculou-se a covariância para cada ano, usando a

fórmula COVARIÂNCIA.P do excel. O coeficiente beta resulta da divisão entre a covariância e respetiva variação.

Através da tabela 3.3, podemos observar o cálculo do custo do capital próprio apresentado através da fórmula (3.2).

Tabela 3.3 Cálculo do Custo do Capital Próprio (CAPM)

	2016	2017	2018	2019	2020
Taxa de Juro sem risco (Rf)	3,20%	3,10%	1,80%	0,80%	0,40%
Coeficiente beta (β)	0,1324	0,2511	0,1257	0,2417	0,4297
Valor esperado da rendibilidade do mercado (Rm)	8,20%	8,10%	6,80%	5,80%	5,40%
Prémio de risco de mercado (Rm - Rf)	5%	5%	5%	5%	5%
Custo do Capital Próprio (Re)	3,86%	4,36%	2,43%	2,01%	2,55%

Fonte Elaboração própria

O valor do capital alheio e do capital próprio foram recolhidos das Demonstrações da Posição Financeira Consolidada da empresa que faz parte da amostra. No que respeita, ao custo do capital alheio foi determinado através do quociente entre os juros suportados (rubrica que se encontra nas Demonstrações dos Resultados Consolidados) e o total do capital alheio.

A seguir, retirou-se do “Anexo às Demonstrações Financeiras Consolidadas” a taxa efetiva de imposto sobre o rendimento para cada ano, como se pode observar pela Tabela 3.4.

Tabela 3.4 Taxa efetiva de imposto

	2016	2017	2018	2019	2020
Taxa efetiva de imposto	29,56%	31,52%	32,80%	27,57%	33,83%

Fonte Elaboração Própria

O próximo passo é efetuar o cálculo do WACC, como se pode observar pela Tabela 3.5.

Tabela 3.5 Cálculo do WACC

	2016	2017	2018	2019	2020
Total do Capital Próprio	256.139.312 €	259.222.074 €	258 423 415 €	269 865 795 €	269 243 904 €
Total do Capital Alheio	135.661.743 €	141.532.513 €	146.444.510 €	200.872.912 €	201.758.083 €
Total do Capital Próprio e Capital Alheio	391.801.055 €	400.754.587 €	404.867.925 €	470.738.707 €	471.001.987 €
Taxa de Custo do Capital Alheio (Rd)	1,45%	2,21%	1,61%	1,01%	0,76%
Taxa Efetiva de Imposto	29,56%	31,52%	32,80%	27,57%	33,83%
Taxa de Custo do Capital Próprio (Re)	3,86%	4,36%	2,43%	2,01%	2,55%
WACC	2,88%	3,35%	1,94%	1,46%	1,67%

Fonte Elaboração Própria

Por último, depois de recolher todos os dados, torna-se possível efetuar o cálculo do EVA conforme a Tabela 3.6, com base na fórmula (3.1) previamente referida.

Tabela 3.6 Cálculo do EVA

	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT	21.565.739 €	16.227.647 €	17.509.647 €	17.005.299 €	19.924.559 €
CI	13.000.000 €	18.500.000 €	16.100.000 €	40.000.000 €	14.000.000 €
WACC	2,88%	3,35%	1,94%	1,46%	1,67%
EVA	21.191.392,26 €	15.607.766,76 €	17.197.126,39 €	16.419.671,47 €	19.690.391,30 €

(valores em Euros)

Fonte Elaboração Própria

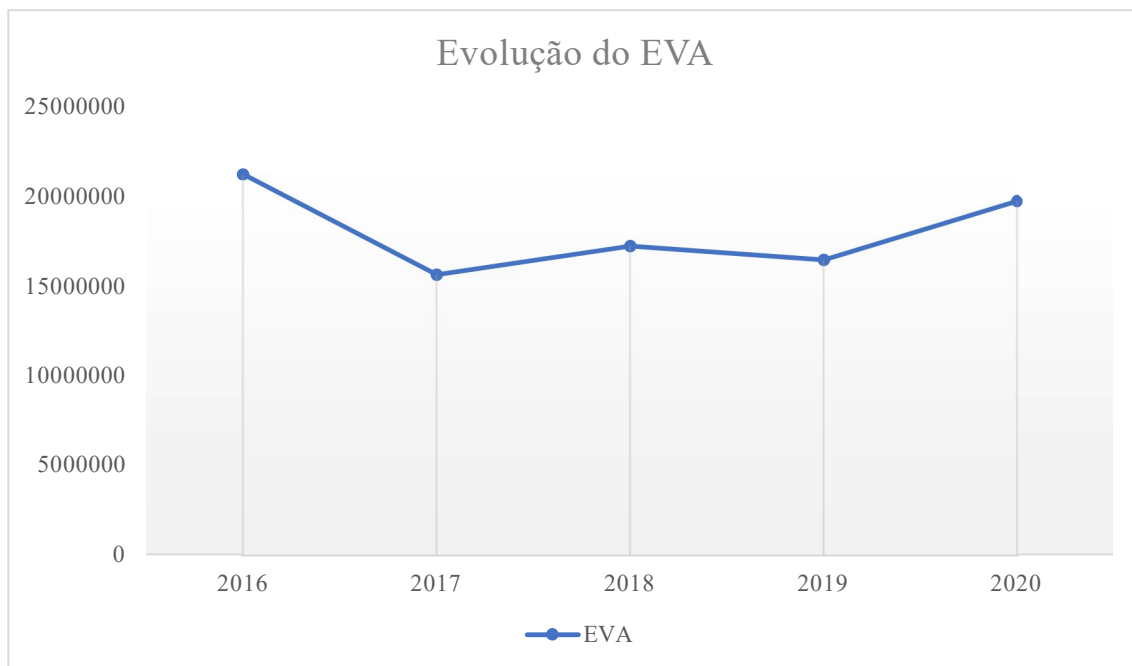


Gráfico 3.6 Evolução do EVA de 2016 a 2020

Fonte Elaboração Própria

Através do Gráfico 3.6, podemos observar a evolução do EVA entre 2016 e 2020.

3.5.2. MVA

No caso da Sogrape Vinhos S.A., sendo uma empresa não cotada em bolsa, não há um mercado organizado, o que significa que a falta de cotação pública é uma regra e não uma exceção.

Assim o MVA será calculado através do somatório dos EVA's de vários anos, atualizados ao WACC. Fernandes (2002), apresenta-nos a seguinte fórmula para o cálculo do MVA:

$$MVA = \sum \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}, \quad (3.4)$$

Para o MVA optou-se por usar o somatório dos EVA's atualizados de quatro anos, de maneira a ter dados para poder comparar, ou seja, para o resultado do MVA de 2016, calculou-se o EVA atualizado de 2016 a 2019 e fez-se o somatório desses mesmos resultados. Mas para tal, foi necessário calcular o EVA referente ao ano 2021 e 2022.

E assim, conseguiu-se calcular o MVA de 2016 a 2019 como se pode observar, através da Tabela 3.7.

Tabela 3.7 Cálculo do MVA

	2016	2017	2018	2019
EVA 2016	20.598.247,12 €			
EVA 2017	14.612.142,12 €	15.101.751,75 €		
EVA 2018	16.233.331,53 €	16.548.440,26 €	16.869.665,64 €	
EVA 2019	15.492.281,06 €	15.719.098,71 €	15.949.237,14 €	16.182.744,95 €
EVA 2020		18.426.301,66 €	18.734.504,85 €	19.047.863,13 €
EVA 2021			22.577.644,57 €	22.758.879,74 €
EVA 2022				20.151.165,25 €
MVA	66.936.001,83 €	65.795.592,39 €	74.131.052,20 €	78.140.653,07 €

(valores em Euros)

Fonte Elaboração Própria

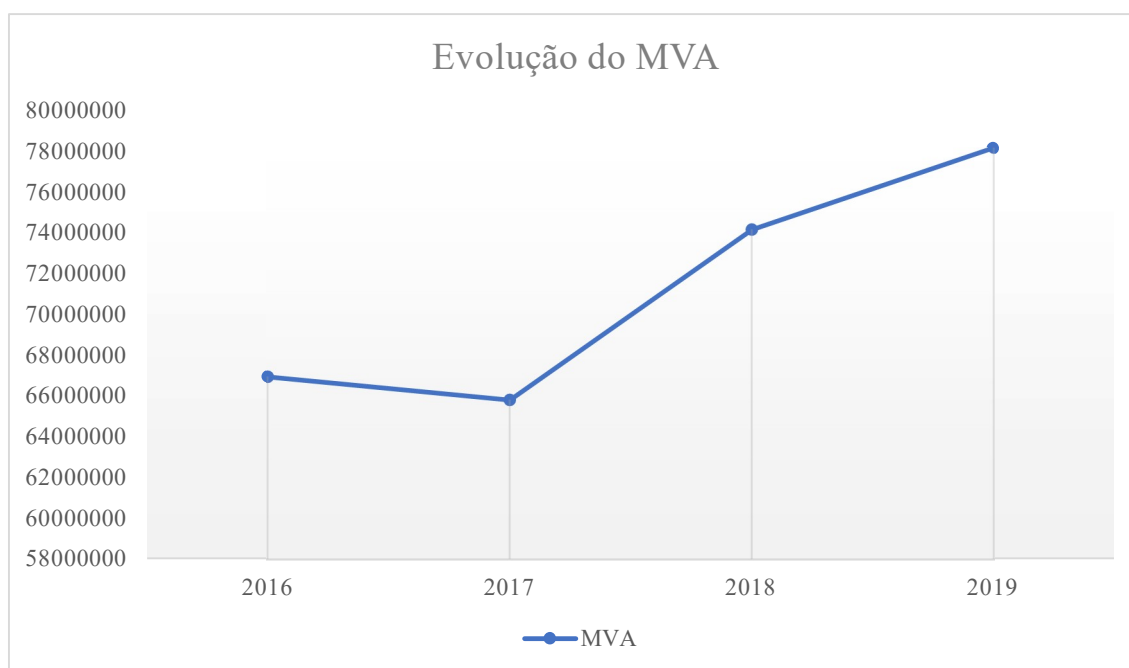


Gráfico 3.7 Evolução do MVA de 2016 a 2019

Fonte Elaboração Própria

E através do Gráfico 3.7, podemos observar a evolução do MVA entre 2016 e 2019.

3.5.3. CVA

A fórmula do CVA é constituída pelo NOPAT ao qual são adicionadas as amortizações contabilísticas e são deduzidos as amortizações económicas e o custo do capital como podemos ver na fórmula seguinte.

Este indicador é determinado utilizando a seguinte forma, a qual agora relembramos:

$$CVA = NOPAT + Am - AE - CI \times WACC, (3.5)$$

Para o cálculo da amortização contabilística foi considerada a rubrica das “Amortizações/depreciações” das Demonstrações dos resultados consolidados, conforme a Tabela 3.8.

Tabela 3.8 Amortização Contabilística

	2016	2017	2018	2019	2020
Amortização Contabilística	8.637.374,00 €	8.539.681,00 €	9.252.129,00 €	11.427.347,00 €	12.698.627,00 €

(valores em euros)

Fonte Elaboração Própria

A amortização económica, por outro lado, é calculada da seguinte forma:

$$\text{Amortização Económica} = \frac{Wacc \times \text{Capital Investido}}{(1 + Wacc)^n - 1}, (3.6)$$

Para se definir o número de anos de vida útil (n), dado que as taxas de depreciação utilizadas correspondem a períodos de vida útil estimada, ou seja, a vida útil não tem o número de anos específico, utilizou-se o seguinte método, conforme a Tabela 3.9.

Tabela 3.9 Períodos de vida útil estimada para cada grupo de ativos

Vida útil estimada	
Edifícios e outras construções	10 - 50 anos
Infraestrutura de vinhas	7 - 40 anos
Plantas (videiras)	20 anos
Maquinaria e equipamento	3 - 20 anos
Equipamento transporte	4 - 13 anos
Equipamento administrativo	3 - 13 anos
Ferramentas e utensílios	4 - 14 anos
Vasilhame	1 - 25 anos
Cascaria	1 - 15 anos
Outros ativos tangíveis	8 - 14 anos

Fonte Elaboração Própria

Portanto, neste caso fez-se uma média de anos entre o valor mínimo e o valor máximo em que, como podemos confirmar pela Tabela 3.10, o número de anos (n) é de 14 anos.

Tabela 3.10 Cálculo do número de anos de vida útil (n)

	Média
Edifícios e outras construções	30
Infraestrutura de vinhas	23,5
Plantas (videiras)	20
Maquinaria e equipamento	11,5
Equipamento transporte	8,5
Equipamento administrativo	8
Ferramentas e utensílios	9
Vasilhame	13
Cascaria	8
Outros ativos tangíveis	11
Média	14

Fonte Elaboração Própria

Tabela 3.11 Cálculo de amortização económica

	2016	2017	2018	2019	2020
Amortização Económica N=14	767.070,40 €	1.057.256,23 €	1.011.866,59 €	2.595.117,32 €	895.783,84 €

(valores em euros)

Fonte Elaboração Própria

Após o cálculo da amortização económica, conforme indicado na Tabela 3.11, podemos determinar o CVA com base na formula 3.2 anteriormente apresentada, como se pode verificar na Tabela 3.12.

Tabela 3.12 Cálculo do CVA

	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT	21.565.739 €	16.227.647 €	17.509.647 €	17.005.299 €	19.924.559 €
Am	8.637.374,00 €	8.539.681,00 €	9.252.129,00 €	11.427.347,00 €	12.698.627,00 €
AE N=14	767.070,40 €	1.057.256,23 €	1.011.866,59 €	2.595.117,32 €	895.783,84 €
CI	13.000.000 €	18.500.000 €	16.100.000 €	40.000.000 €	14.000.000 €
WACC	2,88%	3,35%	1,94%	1,46%	1,67%
CVA	29.061.695,86 €	23.090.191,53 €	25.437.338,80 €	25.251.901,15 €	31.493.234,46 €

(valores em euros)

Fonte Elaboração Própria

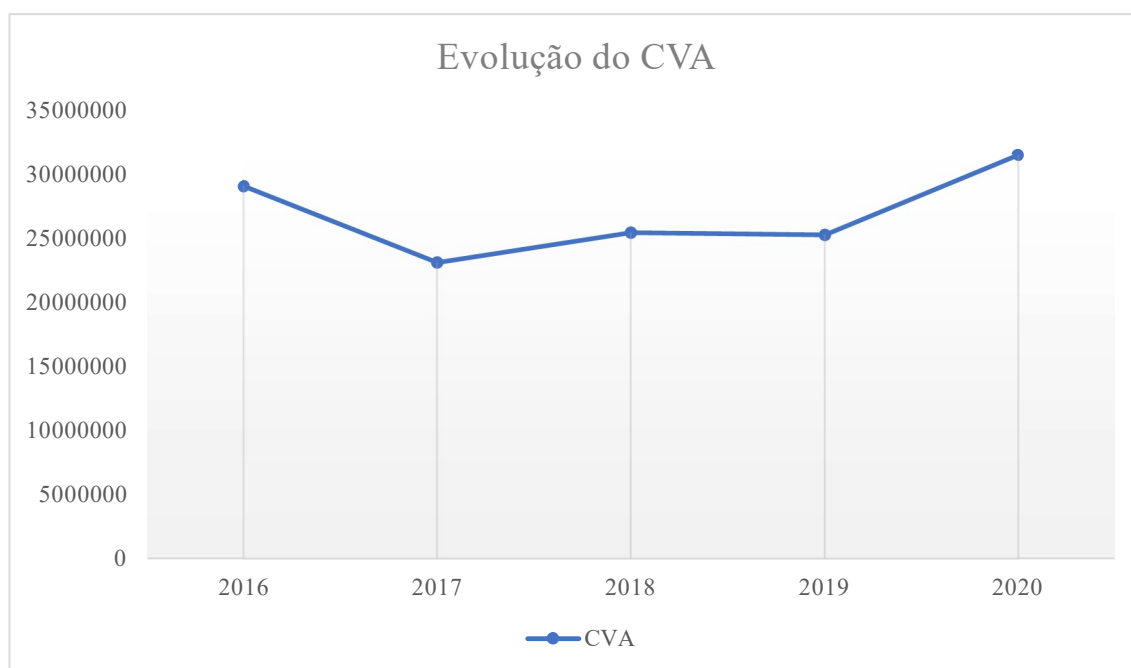


Gráfico 3.8 Evolução do CVA de 2016 a 2020

Fonte Elaboração Própria

Após o cálculo do CVA, podemos observar a evolução do CVA através do Gráfico 3.8.

3.6. Análise e interpretação dos resultados

Em conformidade com os valores obtidos na Tabela 3.6, verifica-se a eficácia relativamente à capacidade da atividade da Sogrape Vinhos S.A. em gerar valor económico para a empresa ao longo dos anos analisados.

O valor máximo do EVA registado foi em 2020, num total de 21.191.392,26€ e o seu valor mínimo registado é de 15.607.766,76€ em 2017. Como podemos observar no Gráfico 3.6, entre 2016 a 2020, o resultado do EVA apresenta oscilações, sendo que, de 2016 para 2017 é uma oscilação mais acentuada.

Em 2017, as rubricas como os “Custos com pessoal” e “Custos Financeiros” sofreram um aumento, o que acabou por influenciar no valor do NOPAT. Dentro da rubrica “Custos com pessoal”, o número médio de colaboradores em 2017 foi de 987, sendo que em 2016 foi de 959, sendo que levou a um aumento das remunerações e também no aumento dos encargos de remunerações.

Em relação à rubrica “Custos Financeiros”, houve um aumento de juros suportados, de serviços bancários e impostos de selos (operações bancárias), devido à subida de empréstimos bancários, o que por si só conduziu também ao aumento da rubrica “Passivo de Financiamento Corrente”. Mas dentro da rubrica “Passivo de Financiamento Corrente”, para além do aumento de empréstimos bancários, também houve um aumento de Papel Comercial⁵.

No cálculo do WACC durante o período analisado, podemos observar que os valores oscilaram moderadamente e em 2017 apresentou o valor mais elevado, de 3,35%. E em 2019, evidencia o valor mais baixo, de 1,46%.

Assim, perante os resultados do EVA, podemos confirmar a proposição 1, pois verificou-se a existência de criação de valor de 2016 a 2020 pelo indicador EVA.

Conforme a tabela 3.7, podemos observar os resultados do MVA de 2016 a 2019, sendo que para 2020 não foi possível, devido à informação para o cálculo do EVA de 2023 não estar disponível. Os resultados foram obtidos através da soma de EVA's atualizados e o MVA apresenta valores positivos em todos os anos calculados, sendo que o MVA de

⁵ Papel Comercial é um instrumento financeiro de curto prazo, em que as empresas utilizam para obter fundos junto de investidores ou instituições financeiras, constituindo assim, uma alternativa ao financiamento bancário.

2019 demonstra o valor mais elevado de 78 milhões de Euros e o MVA de 2017 apresentou o valor mais baixo em 65 milhões de Euros.

O MVA tem a capacidade de analisar o futuro da empresa e segundo os dados recolhidos, demonstram que a empresa não está apenas a criar valor no presente momento, mas sim, a fazê-lo de forma consistente e contínua ao longo dos vários anos. Assim, podemos confirmar a proposição 2, uma vez que se constatou a criação de valor pelo indicador MVA com o decorrer dos anos.

A introdução da métrica CVA serve para se evitarem os enviesamentos encontrados no EVA, ou seja, possibilita ultrapassar a distorção do efeito das depreciações, que causam aumentos na maturidade dos projetos, induzindo em erro a criação de valor por essa métrica.

Conforme o período analisado, os resultados alcançados pelo CVA estão em conformidade com os resultados alcançados pelo EVA, isto é, indicam que a estratégia de investimento tem criado valor para a empresa. Durante o período de cinco anos em análise, verificam-se sempre valores positivos, mas com ligeiras oscilações.

Sendo que no período de 2017 apresenta o valor mais baixo de 23.090.191,53€ por consequência do NOPAT ser mais baixo, mas também pelo WACC ser o mais elevado em relação aos outros anos. E no período de 2020 apresenta o valor mais elevado de 31.493.234,46€, através do aumento do NOPAT, da redução do capital investido e também da diminuição do WACC relativamente a anos anteriores.

Desta forma, com base nos resultados do CVA podemos validar a proposição 3, uma vez que se observou a criação de valor de 2016 a 2020.

De maneira a analisar a proposição 4, foi elaborada uma tabela de modo a fazer-se uma comparação na relação entre o EVA e o MVA, usando os valores absolutos e a variação percentual de cada métrica durante o período estudado, conforme podemos observar pela Tabela 3.13. De referir de que não foi possível comparar com o ano 2020, porque não foi possível calcular o MVA de 2020.

Tabela 3.13 Variação Percentual do EVA e do MVA

	2016	%2017/2016	2017	%2018/2017	2018	%2019/2018	2019
EVA	21.191.392,26 €	-26%	15.607.766,76 €	10%	17.197.126,39 €	-5%	16.419.671,47 €
MVA	66.936.001,83 €	-2%	65.795.592,39 €	13%	74.131.052,20 €	5%	78.140.653,07 €

(valores em euros)

Fonte: Elaboração Própria

Através da Tabela 3.13, observamos que em valores absolutos tanto no EVA como no MVA existem oscilações durante o período estudado. O EVA apresenta o seu valor mais alto em 2016 com 21.191.392,26€, tendo um decréscimo de 26% para 2017 e o MVA diminuiu 2%, de 2016 para 2017.

O EVA e o MVA aumentaram em 2018, tendo representado um crescimento de 10% e 13% respetivamente, em relação a 2017. E por fim, o EVA decresce novamente em 2019, evidenciando uma diminuição de 5% em comparação com 2018 e o MVA apresenta o seu valor mais alto em 2019 com 78.140.653,07€ e em comparação com o ano de 2018, houve um aumento, o que originou a um crescimento de 5%.

Perante a proposição 4, através dos valores absolutos e da variação percentual os resultados indicam que as métricas não demonstram uma relação linear de evolução, indicando uma discrepância entre os anos 2018 e 2019. Sabemos que o período de análise é insuficiente para analisar a relação entre as duas métricas, mas perante os respetivos resultados não é possível confirmar esta proposição.

Para avançar para as seguintes proposições, coloca-se a questão se serão os indicadores baseados no valor mais eficientes do que o Resultado Líquido, para explicar a criação de valor? O Resultado Líquido é uma rubrica da Demonstração de Resultados que por si só não explica a criação de valor, sendo que o Resultado Líquido corresponde ao lucro contabilístico da empresa.

Como podemos observar pela Tabela 3.14, assim como no EVA e no Resultado Líquido podemos verificar oscilações durante o período estudado.

Tabela 3.14 Variação Percentual do EVA e do Resultado Líquido

	2016	%2017/2016	2017	%2018/2017	
EVA	21.191.392,26 €	-26%	15.607.766,76 €	10%	
RL	21.565.739,00 €	-25%	16.227.647,00 €	8%	

	2018	%2019/2018	2019	%2020/2019	2020
EVA	17.197.126,39 €	-5%	16.419.671,47 €	20%	19.690.391,30 €
RL	17.509.647,00 €	-3%	17.005.299,00 €	17%	19.924.559,00 €

(valores em euros)

Fonte Elaboração Própria

O EVA e o Resultado Líquido apresentam os seus valores mais elevados em 2016, com 21.191.392,26€ e 21.565.739€ respetivamente, e em 2017 demonstram os seus valores mais baixos, o EVA registou um valor de 15.607.766,76€ e o Resultado Líquido registou um valor de 16.277.647€.

De 2016 para 2017, o EVA e o Resultado Líquido apresentaram uma variação percentual negativa de 26% e 25% respetivamente. Em 2018, ambos os indicadores aumentaram os seus montantes, registando assim, um aumento de 10% para o EVA e de 8% para o Resultado Líquido em relação a 2017. No ano 2019, houve novamente uma diminuição nos dois indicadores, o EVA demonstrou um decréscimo de 5% e o Resultado Líquido um decréscimo de 3%. Por fim, em 2020 tanto o EVA como o Resultado Líquido tiveram um aumento de, respetivamente 20% e 17%, finalizando 2020 com os respetivos valores de 19.690.391,30€ e 19.924.559€.

De acordo com a proposição 5, entre 2016 a 2020 podemos confirmar que tanto o EVA e o Resultado Líquido apresentaram sempre valores positivos e também apresentam sempre a mesma relação de crescimento, mas de facto o EVA é o melhor indicador que retrata a criação de valor.

Através da Variação Percentual do MVA e do Resultado Líquido, conforme evidenciado na Tabela 3.15, verificaram-se oscilações ao longo do período analisado tanto no MVA como no Resultado Líquido.

Tabela 3.15 Variação Percentual do MVA e do Resultado Líquido

	2016	%2017/2016	2017	%2018/2017
MVA	66.936.001,83 €	-2%	65.795.592,39 €	13%
RL	21.565.739,00 €	-25%	16.227.647,00 €	8%
	2018	%2019/2018	2019	
MVA	74.131.052,20 €	5%	78.140.653,07 €	
RL	17.509.647,00 €	-3%	17.005.299,00 €	

(valores em euros)

Fonte Elaboração Própria

O MVA obteve um decréscimo de 2%, sendo que o Resultado Líquido apresentou uma diminuição de 25%, de 2016 para 2017. Entre 2018 e 2017, é possível verificar que houve um aumento em ambos os indicadores, uma vez que, o MVA cresceu 13% e o Resultado Líquido 8%. De 2016 para 2018, ambos os indicadores acompanharam a mesma relação de crescimento.

Por fim, em 2019 o MVA registou o valor mais elevado, com 78.140.653,07€ tendo representado um aumento de 5% em relação a 2018. E o Resultado Líquido diminuiu o seu valor relativamente a 2018, tendo apresentado uma descida de 3%. Não é possível fazer comparações com o ano 2020, pois o MVA apenas foi calculado até 2019.

Perante a proposição 6, podemos verificar que o MVA e o Resultado Líquido revelaram também valores positivos e que em termos de relação de crescimento não é consistente, porque no ano 2019 embora o MVA tenha aumentado, o Resultado Líquido acabou por diminuir. Assim, podemos confirmar que independentemente do Resultado Líquido, o MVA traduz-se numa melhor eficiência no que toca à criação de valor.

Por fim, para responder à proposição 7 podemos observar a Tabela 3.16, o CVA e o Resultado Líquido também demonstram o mesmo padrão de variação durante o período estudado.

Tabela 3.16 Variação Percentual do CVA e do Resultado Líquido

	2016	%2017/2016	2017	%2018/2017	
CVA	29.061.695,86 €	-21%	23.090.191,53 €	10%	
RL	21.565.739,00 €	-25%	16.227.647,00 €	8%	
	2018	%2019/2018	2019	%2020/2019	2020
CVA	25.437.388,80 €	-1%	25.251.901,15 €	25%	31.493.234,46 €
RL	17.509.647,00 €	-3%	17.005.299,00 €	17%	19.924.559,00 €

(valores em euros)

Fonte Elaboração Própria

Entre 2016 e 2017, podemos verificar uma variação percentual negativa no CVA de 21% e no Resultado Líquido de 25%. Em 2018, tanto o CVA quanto o Resultado Líquido viram os seus valores crescerem, apresentando assim um aumento de 10% para o CVA e de 8% para o Resultado Líquido em comparação com 2017.

No ano seguinte, observou-se novamente uma redução nos dois indicadores, o CVA mostrou uma redução de 1% e o Resultado Líquido uma redução de 3%. Para concluir, em 2020 tanto o CVA como o Resultado Líquido registaram um crescimento de 25% e 17% respetivamente, sendo que o CVA apresentou em 2020 o valor mais elevado de 31.493.234,46€.

Com base na proposição 7, durante o período de 2016 a 2020, é evidente que tanto o CVA como o Resultado Líquido mantiveram consistentemente valores positivos e exibiram também a mesma relação de crescimento. Posto isto, sendo o CVA um indicador de criação de valor, é o indicador mais eficiente na explicação para a criação de valor.

IV. Conclusão

Neste capítulo são expostas as principais conclusões do presente estudo, nomeadamente a análise e interpretação do estudo, identificando igualmente as limitações do estudo bem como sugestões para investigações futuras.

4.1. Principais conclusões da investigação

Este trabalho teve como objetivo analisar empiricamente a criação de valor, através de um estudo de caso na empresa Sogrape Vinhos S.A, utilizando indicadores de *performance* empresarial como o EVA, o MVA e o CVA, no período de 2016 a 2020.

Nas últimas décadas, atendendo às constantes alterações e exigências por parte do ambiente empresarial, verifica-se um aumento dos esforços das empresas para garantir a sua sobrevivência e continuidade. Diante deste desafio, as empresas devem equipar-se com ferramentas de gestão fidedignas, que possibilitem obter vantagens competitivas e torná-las proativas face à concorrência. Cada vez mais, os líderes empresariais reconhecem a necessidade de realizar uma avaliação da *performance* da empresa que lhes possibilite perceber se está a criar ou a destruir valor.

Ou seja, se a empresa cria valor, significa que está a contribuir para melhorar a sua *performance*, demonstrando eficácia nas suas estratégias de negócios e na capacidade de manter a sua posição competitiva no mercado.

Inicialmente, esta avaliação de *performance* era realizada através de indicadores tradicionais, mas de forma a lidar com as limitações destes indicadores, as empresas adotaram os sistemas de GBV, possibilitando assim, o desenvolvimento de novos indicadores de avaliação da *performance* empresarial baseadas no valor. Assim, estes indicadores possibilitaram às empresas uma melhor perceção dos problemas e identificar os aspetos a melhorar com o objetivo de criar valor.

O indicador do EVA foi desenvolvido como um instrumento para as empresas, como um recurso de informação sobre a criação de valor para os acionistas, permitindo assim, a compreensão e análise da *performance* empresarial.

O EVA é um indicador que foi criado para as empresas, como fonte de informação sobre a criação de valor para os acionistas, possibilitando o conhecimento e a avaliação da

performance empresarial. Durante o período estudado, o EVA demonstrou sempre consistentemente resultados positivos, mas com oscilações durante os anos.

Segundo Ferreira (2002) o MVA indica o total da riqueza que foi criada ou destruída em relação aos acionistas durante um determinado período. E também o MVA veio preencher as lacunas do EVA em relação às perspectivas futuras da evolução da empresa. Perante os resultados obtidos através do MVA, esta métrica apresenta sempre valores positivos, sendo que em 2019 apresenta o valor mais elevado.

O CVA ao calcular a amortização económica e considerando os ativos pelo seu valor bruto ultrapassa os enviesamentos presentes no modelo EVA. Os resultados obtidos através do CVA, não foram diferentes das outras métricas. Em todos os anos, o CVA foi sempre positivo e indicou a criação de valor entre 2016 e 2020.

De modo geral, ao analisar as métricas em estudo durante o período analisado na Sogrape Vinhos S.A., os resultados mostraram consistentemente resultados positivos, indicando uma constante capacidade de criar valor.

Ao contrário do estudo elaborado por Nascimento (2019) em que não verificou o mesmo comportamento no que se refere à criação de valor das mesmas métricas, este estudo contrariamente, verificou que as métricas do EVA, do MVA e do CVA demonstraram ter o mesmo comportamento em relação à criação de valor.

No que diz respeito à forte relação entre o EVA e o MVA, há diversos estudos que não suportam esta relação e também existem outros estudos que verificam a relação entre o EVA e o MVA, como o caso de Stewart (1991) e Stern *et. al.* (2001). Assim, tanto o EVA como o MVA apresentaram valores positivos, ambos com oscilações durante o período estudado, mas os resultados indicam que as métricas não demonstraram uma relação linear de evolução, devido à discordância entre 2018 e 2019. Deste modo, ao comparar o EVA com o MVA, não se verifica uma relação linear de evolução entre ambos.

Assim sendo as conclusões obtidas acabaram por não ser suportadas pelos outros estudos realizados, nomeadamente por Stewart (1991) e Stern *et. al.* (2001), que verificaram uma relação entre o EVA e o MVA, mas em contrapartida, as conclusões obtidas vão no mesmo sentido da autora Pereira (2014), onde também não conseguiu comprovar a existência de uma relação linear entre o EVA e o MVA.

Em relação, aos indicadores baseados no valor (EVA, MVA e CVA) serem mais eficientes, do que os indicadores tracionais como o Resultado Líquido, para explicar a criação de valor, o Resultado Líquido é uma rubrica dentro dos relatórios financeiros da empresa que por si só não explica a criação de valor. Para responder às proposições, foi feita uma análise de relação de crescimento.

Assim, o EVA e o Resultado Líquido apresentaram valores positivos e também revelaram a mesma relação de crescimento. O MVA e o Resultado Líquido apresentam também valores positivos, contudo no que diz respeito à relação de crescimento não é consistente, uma vez que em 2019, o MVA aumentou e o Resultado Líquido diminuiu. Em relação ao CVA e o Resultado Líquido, ao longo do período de 2016 a 2020, é notável que tanto o CVA e o Resultado Líquido mantiveram continuamente valores positivos e seguiram a mesma tendência de crescimento. Posto isto, sendo o EVA, o MVA e o CVA indicadores de criação de valor, revelam-se os mais eficientes na explicação para a criação de valor.

Cada indicador possui finalidades e vantagens específicas que, se aplicadas de maneira correta, podem ser vantajosas e permitir uma avaliação mais eficiente da *performance*, tornando o processo de avaliação mais fácil e eficaz.

4.2. Limitações da investigação

É importante salientar que o presente trabalho apresenta como uma das limitações, o cálculo do custo de capital próprio do modelo CAPM devido à dificuldade em obter o valor do beta.

Para calcular o valor do beta procurou-se uma empresa do mesmo ramo de negócio, que pertence ao índice de mercado de ações, isto porque a Sogrape Vinhos S.A. não é cotada na Bolsa de Lisboa. Então, recorreu-se à empresa Brown-Forman Corporation que pertence ao índice de mercado de ações da NYSE, e para determinar o valor do beta foi necessário obter o valor da cotação para todos os meses de 2016 a 2022, para a Brown-Forman Corporation e para a NYSE.

O facto da Sogrape não estar cotada em bolsa, conduziu a que o cálculo do MVA fosse calculado através do somatório dos EVA's atualizados de quatro anos. E como estamos a considerar o mesmo número de anos, não conseguimos calcular para o MVA para 2020 em virtude de 2023 ainda não termos a informação disponível.

4.3. Sugestões para investigações futuras

No que se refere a investigações futuras, sugere-se aumentar os períodos de análise e também acrescentar mais indicadores de GBV para permitir verificar a criação de valor e também verificar o comportamento destes com os indicadores tradicionais.

Igualmente seria interessante fazer uma comparação destes indicadores escolhidos em mais do que uma empresa do mesmo setor, de forma a verificar a criação de valor dentro do mesmo setor.

Por outro lado, também poderá ser feito um estudo entre duas empresas, uma cotada em bolsa e uma empresa não cotada em bolsa, de maneira a perceber possíveis diferenças.

Referências Bibliográficas

- Alcântara, J. C. G. (1997). *A Experiência de Empresas Brasileiras com a Implantação do Sistema de Shareholder Value Based Management - Um Estudo Clínico* (Tese de doutoramento, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, Brasil). Disponível em <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/bitstream/handle/10438/10490/1199802002.pdf?sequence=1>
- Arnold, G. & Davies, M. (2000). *Value-based Management: Context and Application* (1ª ed). New York:John Wiley & Sons.
- Berzakova, V., Bartosova, V., & Kicova, E. (2015). Modification of EVA in Value Based Management. *Procedia Economics and Finance*, 26, 317–324. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S221256711500859X?via%3Dihub>
- Black, A., Wright P., & Davies, J. (2001). *In search of shareholder value: Managing the drivers of performance* (2ª ed.). Pearson Education
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. (3ª ed.). MacGraw-Hill.
- Bukvic, V. (2016). Value based management with some practical examples in slovenian industries. *Advances in Business-Related Scientific Research Journal*, 7(2), 1-41. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/335919468_Value_Based_Management_With_Some_Practical_Examples_In_Slovenian_Industries
- Caldeira, A. C. (2005). *Criação de valor e indicadores de Performance: Um estudo comparativo* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa).&
- Carvalho, I. R. d. (2008). *Gestão Baseada no Valor*. Revista TOC, 95, 50-59. Disponível em http://www.occ.pt/downloads/files/1202986089_50a59_gestao.pdf.
- Carvalho, B. (2013). *Criação de Valor – O Cash Value Added como métrica de Avaliação da Performance Empresarial*. (Dissertação de Mestrado, ISCAL, Lisboa, Portugal). Disponível em

https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/4182/1/TESE%20CVA_30.12.2013_vfinal.pdf

Cerqueira, J. E. A., Soares, T. M., & David, M. (2009). Novas evidências sobre a relação entre a geração de valor ao acionista e o valor de mercado das ações: uma análise em painel comparando o EVA® e o MVA® no mercado brasileiro. *Pesquisa Operacional Para O Desenvolvimento*, 1(2), 178-196. Disponível em <https://www.podesenvolvimento.org.br/podesenvolvimento/article/view/12/25>

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (3ª ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice* (2ª ed.). New York: John Wiley & Sons.

Duarte, S. C. J. d. S. (2011). *Avaliação da Performance Empresarial: O Economic Value Added (EVA®) e a sua relação com o valor da empresa*. (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/3501/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o_Susana%20Duarte_vf.pdf

Drucker, P. F. (1995) The Information Executives Truly Need. *Harvard Business Review*, 73(1), 54-62.

Drucker, P. F. (2008). *Management* (Revision Edition). New York: HarperCollins.

Eccles, R. G (1991). The performance measurement manifesto. *Harvard Business Review*, 69(1), 131-137.

Ehrbar, A. (1999). *EVA Valor Económico Agregado: A Verdadeira Chave para a Criação de Riqueza*. (1º ed.). Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.

Elgharbawy, A., & Abdel-Kader, M. (2013). Enterprise governance and value-based management: a theoretical contingency framework. *Journal of Management and Governance*, 17, 99–129. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-012-9220-y>.

Fernandes, A. B. (2002). *Sobre a avaliação de Empresas não cotadas na bolsa pelo método CVA – Aplicação às PME's do sector do azeite em Trás-os-Montes* (Dissertação

de Mestrado, Universidade do Minho - Escola de Economia e Gestão, Braga, Portugal). Disponível em <https://bibliotecadigital.ipb.pt/handle/10198/3242>.

Fernández, P. (2001). *EVA and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation*. Madrid: IESE Business School.

Ferreira, D. (2002). *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas - vol. I*. (1.ª ed.). Lisboa: Edições Sílabo.

Ferreira, D. (2002). *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas - vol. II*. (1.ª ed.). Lisboa: Edições Sílabo.

Galvão, R. M. M., Teixeira, A. B. d. S. D. & Nunes, S. C. D. (2018). Criação de valor: value drivers do EVA®: estudo com empresas cotadas na Euronext Lisbon. *IPS - ESCE – DCF - Comunicações em congressos*, 1-18. Disponível em https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/21907/1/Cria%c3%a7%c3%a3o%20valor_FINAL_com%20autores.pdf

Gounder, C. G., & Venkateshwarlu, M. (2017). Shareholder Value Creation: An Empirical Analysis of Indian Banking Sector. *Accounting and Finance Research*, 6 (1), 148-157. Disponível em <https://ideas.repec.org/a/jfr/afr111/v6y2017i1p148.html>.

Holler, A. (2009). *New Metrics for Value-Based Management: Enhancement of Performance Measurement and Empirical Evidence on Value-Relevance* (1ª ed.). Wiesbaden: Gabler.

Instituto do Vinho e da Vinha (2018). A Vinha e o Vinho em Portugal. Disponível em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/47/>. Consultado a 08 de junho de 2023.

Instituto do Vinho e da Vinha (2018). Dados estatísticos do sector vitivinícola. Disponível em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/estatistica/>. Consultado a 17 de junho de 2023.

Instituto do Vinho e da Vinha (2018). Regiões. Disponível em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/regioes/>. Consultado a 08 de junho de 2023.

International Organisation of Vine and Wine (s.d). *OIV Statistics Database*. Disponível em <https://www.oiv.int/what-we-do/statistics>. Consultado a 10 de setembro de 2023.

Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1997). *A Estratégia em ação: Balanced Scorecard* (21ª ed.). Rio de Janeiro: Editora Campus.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5ª ed.). New Jersey: McKinsey & Company.

Laksana, R. D., & Mayasari, V. (2020). The Impact of Market Value Added to Shareholder Value: Evidence from Indonesia Firms. *SHS Web Conf*, 86, 1-8. Disponível em

https://www.researchgate.net/publication/347076461_The_Impact_of_Market_Value_Added_to_Shareholder_Value_Evidence_from_Indonesia_Firms.

Luís, A. C. L. (2012). *Avaliação da Performance Empresarial, as métricas tradicionais versus as métricas baseadas no valor* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/2608/1/DISSERTACAO%20CARLOS%20LUIS%202010328.pdf>.

Martin, J. D. & Petty, J. W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution* (1ª ed.) Boston: Harvard Business School Press.

Martins, A. I. (2010). Método alternativo para a estimação do custo do capital próprio – aplicação prática aos indicadores de criação de valor. *Revista da ESGHT/UAlg*, 19, 18-36. Disponível em <https://www.dosalgarves.com/revistas/N19/2rev19.pdf>.

Martins, V. M. C., & Teixeira, A. B. d. S. D. (2015). A Criação de Valor e o Economic Value Added: Um estudo de Caso. *Área Científica: Finanças*, 1-18. Disponível em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/7940/1/A%20CRIACAO%20DE%20VALOR%20E%20O%20EVA%20com%20autores.pdf>.

Meneses, A. F. d., Cunha, L. T. d., Luca, M. M. M. d., & Holanda, A. P. (2012). Criação ou destruição de valor na perspectiva do EVA® no ranking das maiores empresas da Revista Exame. *Revista e Ciências da Administração*, 14(34), 103–117. Disponível em <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2012v14n34p103>.

Menger, C. (2007). The Theory of Value. In Dingwall, J., & Hoselitz, B. (Eds.). *Principles of Economics* (pp. 114-174). Alabama, EUA: Ludwig von Mises Institute.

Metano, T., Yamamoto, E. (2007). Why intellectual assets management is crucial. *Managing, Intellectual Property*, 172, 99-100.

Monte., A. P., Fernandes. A., & Lopes, V. R. D. (2018). Aplicação do Método Cash Value Added (CVA) na avaliação de PME Comerciais – Estudo de caso. In *XVIII Encontro Internacional AECA*, 35-54. Disponível em <https://gestin.ipcb.pt/wp-content/uploads/2022/02/2017Gestin14-15art14.pdf>.

Mota, A., Nunes, J., & Ferreira, M. (2004). *Finanças Empresariais – Teoria e Prática*. Lisboa: Publisher Team.

Nascimento, S. d. G. L. (2019). *Métricas de Criação de Valor: Economic Value Added (EVA), Cash Value Added (CVA) e Market Value Added (MVA)* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/12764/1/Dissertaa%CC%81%E2%88%86o%20de%20Mestrado.pdf>

Nakhaei., H. (2016). Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies. *Iranian Journal of Management Studies (IJMS)*, 9 (2), 433-455. Disponível em https://journals.ut.ac.ir/article_56413_96e201d8f2b7e40c4beb4645eb8bc224.pdf

Neely, A. (1998). *Measuring Business Performance – Why, What and How?* London: Economist Books.

Neto, A. A. (2014). *Finanças corporativas e valor* (7ª Edição). São Paulo: Editora Atlas.

Neves, J. C. d. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2ª Edição). Lisboa: Texto Editores.

Ottosson, E., & Weissenrieder, F. (1996). *Cash value added - a new method for measuring financial performance*. Gothenburg Studies in Financial, 1–10. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/335170069_CVA_Cash_Value_Added_-_a_new_method_for_measuring_financial_performance.

Pereira, I. M. R. A. (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, Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão, Porto, Portugal).

Disponível em https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/4333/1/DM_IsaurindaPereira_2014.pdf.

Pinto, T. d. C., & Santos, M. C. (2011). Análise e aferição da correlação entre Valor Económico Acrescentado e o Valor de Mercado Adicionado num grupo empresarial cotado na NYSE Euronext. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(31), 441-454. Disponível em <https://www.redalyc.org/pdf/3836/383668924002.pdf>.

Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* (2ª ed.) New York: Free Press.

Rodrigues, E. A. T. (2016). *A criação de valor através do Economic Value Added num período de crise financeira: um estudo de caso* (Dissertação de Mestrado, Escola Superior de Ciências Empresariais, Setúbal, Portugal). Disponível em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/17353/1/Disserta%c3%a7%c3%a3o%20FINAL.pdf>

Russo, A. M. M. (2014). *A Criação de Valor: Estudo do Caso MARFILPE*. (Dissertação de Mestrado, Escola Superior de Ciências Empresariais, Setúbal, Portugal). Disponível em https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/8197/1/DISSERTA%c3%87%c3%83O%2024%2002%202015%20entregue%20reformulada_verificada%2025%2002%202015%20FINAL.pdf.

Santos, A. J. R. (2008). *Gestão Estratégica - Conceitos, modelos e instrumentos* (1ª Ed.). Lisboa: Escolar Editora.

Santos, J. O. d., & Watanabe, R. (2005). Uma análise da correlação entre o EVA® e o MVA® no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Gestão*, 12(1), 19-32. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/36407685_Uma_Analise_da_Correlacao_entr_e_o_EVA_e_o_MVA_no_Contexto_das_Empresas_Brasileiras_de_Capital_Aberto.

Saurin, V., Mussi, C. & Cordioli, L., (2000). Estudo comparativo do desempenho económico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA. *Revista de Gestão*, 11(1): 18-26. Disponível em https://abepro.org.br/biblioteca/enegep1999_a0203.pdf.

Scheel, M. (1997). *Medidas de desempenho tradicionais e EVA. Uma descrição da evolução das principais medidas de desempenho tradicionais até o surgimento do EVA, suas implicações práticas e limitações* (Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, Brasil). Disponível em <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5768/1199800114.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

Scherer, F. (1990). *Industrial market structure and economics performance* (3ª ed.). Boston: Houghton Mifflin Company.

Sharma, A. K. & Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 200-220. Disponível em https://pdfs.semanticscholar.org/0295/77e846a6366986a3d9f779a7f3d3e6943bd4.pdf?gl=1*1692pnk*_ga*ODA0ODY0NDQyLjE2ODk2MDE3MDA.*_ga_H7P4ZT52H5*MTY4OTYwMTY5OS4xLjAuMTY4OTYwMTcwMC41OS4wLjA.

Sichigea, N. & Vasilescu, L. (2015). Economic Value Added and Market Value Added – Modern Indicators for Assessment the Firm’s Value. *Annals - Economy Series*, vol. Special, 488-493.

Smith, A. (1956). *Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. New York: Collier & Son Corporation.

Sogrape Vinhos S.A. (2017). Relatório Anual de 2016.

Sogrape Vinhos S.A. (2018). Relatório Anual de 2017.

Sogrape Vinhos S.A. (2019). Relatório Anual de 2018.

Sogrape Vinhos S.A. (2020). Relatório Anual de 2019.

Sogrape Vinhos S.A. (2021). Relatório Anual de 2020.

Sogrape Vinhos S.A. (2022). Yearbook de 2021.

Sogrape Vinhos S.A. (2023). Yearbook de 2022.

Stern, J. M., Shiely, J. S. & Ross, I. (2001) *The EVA challenge: implementing value added change in an organization*. Nova Iorque: John Wiley & Sons. Disponível em <https://books.mec.biz/tmp/books/ORBGSC4H3GLOK4IHHISQ.pdf>.

Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: A guide for senior Managers* (2^a ed.). New York: Harper Business.

Teixeira, N., Amaro, A. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - um estudo de caso. *Revista Universo Contábil*, 9(4), 157-178.

Urbanczyk, E., Jaroszewicz, E. M., & Urbaniak, A. D. (2005). Economic Value Added Versus Cash Value Added: The Case Of Companies In Transitional Economy, Poland. *International Journal of Banking and Finance*, 3(1), 107-117. Disponível em <https://e-journal.uum.edu.my/index.php/ijbf/article/view/8355/1322https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/368436>.

Yin, R. K. (2001). *Applications of Case Study Research* (2^a ed.). Sage Publications, Inc.

Young, S., & O'Byrne, S. (2003). *EVA e Gestão Baseada em Valor: guia prático para implementação*. Porto Alegre: Bookman.

APÊNDICES

APÊNDICE I – Cálculo do Beta

Bolsa NYSE	2016		2017		2018		2019	
	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %
Janeiro	9910,05	-0,018	11520,75	-0,009	13465,68	-0,061	12625,14	-0,011
Fevereiro	9730,02	0,032	11417,21	0,008	12640,09	-0,011	12479,96	0,009
Março	10040,25	0,030	11509,82	-0,004	12505,03	-0,002	12588,97	0,029
Abril	10339,55	-0,001	11460,72	0,010	12478,14	0,010	12952,79	-0,022
Maiο	10333,26	0,008	11570,13	0,043	12605,39	0,007	12665,86	0,019
Junho	10412,91	0,026	12063,05	-0,007	12697,49	0,002	12912,51	0,022
Julho	10685,20	0,010	11973,22	-0,011	12727,4	0,027	13198,22	-0,040
Agosto	10789,11	-0,009	11846,65	0,017	13076,69	-0,066	12664,43	0,029
Setembro	10694,40	-0,011	12053,21	0,024	12208,19	0,071	13030,88	0,007
Outubro	10575,98	0,007	12346,31	0,003	13076,69	-0,041	13123,25	0,024
Novembro	10653,35	0,041	12379,57	0,026	12543,77	-0,049	13444,07	0,025
Dezembro	11085,65		12706,33		11923,17		13779,76	
Var		0,03%		0,03%		0,16%		0,05%

Bolsa NYSE	2020		2021		2022	
	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %
Janeiro	13930,16	-0,024	14829,35	0,034	16795,14	-0,015
Fevereiro	13596,51	-0,218	15335,33	0,017	16546,71	-0,014
Março	10631,10	0,017	15589,54	0,032	16322,20	0,001
Abril	10810,86	0,045	16095,38	0,022	16332,27	-0,053
Maiο	11299,11	0,064	16445,27	0,004	15461,88	-0,033
Junho	12023,29	0,021	16507,83	0,000	14950,62	-0,012
Julho	12279,33	0,052	16511,59	0,014	14769,45	0,047
Agosto	12912,09	-0,008	16744,41	-0,008	15461,04	-0,072
Setembro	12805,61	0,014	16618,18	0,009	14344,67	-0,035
Outubro	12980,5	0,072	16770,27	0,016	13836,31	0,102
Novembro	13918,4	0,037	17034,71	-0,014	15242,73	0,003
Dezembro	14429,55		16800,14		15289,80	
Var		0,58%		0,02%		0,21%

Brown-Forman	2016		2017		2018		2019	
	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %
Janeiro	51,49	-0,184	36,51	-0,018	55,11	0,010	46,33	0,044
Fevereiro	42,00	-0,069	35,86	-0,018	55,64	-0,010	48,36	0,054
Março	39,09	-0,019	35,23	0,049	55,06	0,007	50,99	0,044
Abril	38,33	0,013	36,97	0,035	55,43	0,016	53,23	-0,026
Maiο	38,83	0,006	38,25	0,038	56,33	-0,116	51,82	0,077
Junho	39,07	0,004	39,71	-0,021	49,81	0,024	55,82	0,004
Julho	39,22	0,002	38,89	0,005	51,02	0,045	56,03	0,015
Agosto	39,30	-0,067	39,10	0,065	53,34	-0,052	56,84	0,112
Setembro	36,68	-0,021	41,64	0,026	50,55	-0,029	63,2	0,004
Outubro	35,90	-0,003	42,72	0,034	49,09	-0,024	63,45	0,040
Novembro	35,79	-0,023	44,18	0,104	47,92	-0,047	65,99	-0,008
Dezembro	34,97		48,79		45,68		65,46	
Var		0,30%		0,14%		0,22%		0,15%
Cov		0,04%		0,03%		0,03%		0,04%
beta		0,1324		0,2511		0,1257		0,2417

Brown-Forman	2020		2021		2022	
	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %	Cotação	Variação %
Janeiro	68,96	-0,015	74,21	0,005	67,27	-0,007
Fevereiro	67,94	-0,196	74,61	-0,058	66,83	-0,016
Março	54,65	0,114	70,29	0,048	65,76	0,031
Abril	60,86	0,065	73,65	0,069	67,82	-0,038
Maiο	64,80	-0,001	78,77	-0,034	65,22	0,045
Junho	64,75	0,032	76,10	-0,045	68,18	0,051
Julho	66,80	0,069	72,69	-0,040	71,68	0,063
Agosto	71,38	-0,158	69,82	0,005	76,17	-0,079
Setembro	60,08	0,012	70,16	-0,026	70,16	-0,073
Outubro	60,82	0,298	68,36	0,076	65,02	0,074
Novembro	78,93	-0,004	73,55	-0,021	69,83	-0,025
Dezembro	78,61		72,03		68,06	
Var		1,55%		0,20%		0,26%
Cov		0,67%		0,03%		0,17%
beta		0,4297		0,1369		0,6592