



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

Impacto da localização geográfica na *performance* das empresas: aplicação do método *Economic Value Added* (EVA)

Maria de Fátima Brito Fernandes

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança
Para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Finanças

Orientação:

Prof. Doutor António Borges Fernandes

Prof.^a Doutora Ana Paula Monte

Bragança, janeiro, 2022



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)
INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

Dissertação de mestrado

**Impacto da localização geográfica na *performance* das empresas:
aplicação do método Economic Value Added (EVA)**

Maria de Fátima Brito Fernandes

Orientação:

Prof. Doutor António Borges Fernandes

Prof.^a Doutora Ana Paula Monte

Bragança, janeiro, 2022

Resumo

O objetivo deste trabalho é verificar se a localização geográfica das empresas afeta o seu valor e, conseqüentemente, a sua *performance* económico-financeira. Para determinar a criação de valor e *performance* das empresas foi utilizado o indicador *Economic Value Added* (EVA).

O EVA é um indicador de criação de valor e de *performance* financeira das empresas em consonância com a nova teoria financeira, onde tenta encontrar o verdadeiro resultado económico gerado por uma empresa, o qual se encontra diretamente relacionado com a criação de valor para o acionista. Assim, considera-se que uma empresa acrescenta valor económico-financeiro quando consegue gerar um resultado superior ao custo de capital investido.

A amostra em estudo é constituída por empresas portuguesas da divisão do CAE 55 - alojamento, cujos dados financeiros e não financeiros foram obtidos a partir da base de dados de SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos). Foram analisados os períodos históricos de 2011 a 2020. O tratamento dos dados recolhidos será realizado com recurso ao EXCEL® e ao *software* de análise estatística SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*).

Os resultados do estudo revelam que, quer a localização, quer a dimensão das empresas influenciam o EVA. De salientar que esta medida de desempenho financeiro, permite diferenciar as empresas que criam ou destroem valor, permitindo aos gestores a tomada de decisões corretas que permita aumentar os valores para os seus acionistas.

Palavras-Chave: *Economic Value Added* (EVA), Criação de valor, Localização, *Performance* financeira, dimensão.

Abstract

The objective of this paper is to verify whether the geographical location of companies affects their value and consequently their financial *performance*. The Economic Value Added (EVA) indicator is used to determine the *performance* of companies.

EVA is an indicator of value creation and financial *performance* of companies in line with the new financial theory, where it tries to find the true economic result generated by a company, and which is directly related to the creation of shareholder value. Thus, a company is said to add economic value when it manages to generate a result greater than its cost of capital.

The sample under study is the Portuguese companies in the CAE 55 - accommodation division, whose financial and non-financial data were obtained from the SABI (Iberian Balance Sheet Analysis System) database. The historical periods from 2011 to 2020 were analyzed. The collected data will be processed using EXCEL® and SPSS (Statistical package for social sciences) statistical analysis software.

The results of the study reveal that both the location and the size of companies influence the EVA. It should be noted that this measure of financial performance makes it possible to differentiate companies that create or destroy value, allowing managers to make the right decisions that will allow them to increase value for their shareholders.

Keywords: *Performance* Evaluation, EVA, Value Creation, Location influence on financial *performance*.

Resumen

El objetivo de este trabajo es comprobar si la localización geográfica de las empresas afecta a su valor y, por consiguiente, a sus resultados financieros. El indicador de valor económico añadido (EVA) se utiliza para determinar el rendimiento de las empresas.

El EVA es un indicador de la creación de valor y de los resultados financieros de las empresas en línea con la nueva teoría financiera, donde se trata de encontrar el verdadero resultado económico generado por una empresa, y que está directamente relacionado con la creación de valor para el accionista. Así, se dice que una empresa añade valor económico cuando consigue generar un resultado superior a su coste de capital.

La muestra estudiada son las empresas portuguesas de la división CAE 55 - alojamiento, cuyos datos financieros y no financieros se obtuvieron de la base de datos SABI (Sistema Ibérico de Análisis de Balances). Se analizaron los períodos históricos de 2011 a 2020. Los datos recogidos se procesarán con los programas de análisis estadístico EXCEL® y SPSS (Statistical package for social sciences).

Los resultados del estudio revelan que tanto la ubicación como el tamaño de las empresas influyen en la EVA. Cabe destacar que esta medida de desempeño financiero permite diferenciar empresas que crean o destruyen valor, permitiendo a los gerentes tomar las decisiones acertadas que les permitirán incrementar el valor para sus accionistas.

Palabras clave: Evaluación de resultados, EVA, Creación de valor, Influencia de la ubicación en los resultados financieros

Agradecimentos

Após concluir esta etapa, é importante agradecer a todos aqueles que colaboraram de forma direta e indiretamente que nunca me deixaram desistir perante as dificuldades encontradas durante todo o percurso.

Em primeiro lugar quero agradecer a Deus pela vida e saúde, à minha família pelo carinho e paciência demonstrado ao longo da realização deste trabalho.

Quero também agradecer os meus orientadores o Prof. Doutor António Borges e a Prof.^a Doutora Ana Paula Monte, pela orientação e incentivo ao longo da realização deste trabalho.

Ao meu filho, apesar de ser uma criança, compreendem que não posso estar presente no seu dia a dia.

A todo o meu sincero agradecimento.

Abreviaturas e Acrónimos

CAE	- <i>Classificação Portuguesa das Atividades Económicas</i>
CFROI	- <i>Cash Flow Return on Investment</i>
CI	- <i>Capital Investido</i>
CVA	- <i>Cash Value Added</i>
EPS	- <i>Earnings Per Share</i>
EBIT	- <i>Resultado Antes de Juro e Imposto</i>
EVA	- <i>Economic Value Added</i>
MVA	- <i>Market Value Added</i>
NOPAT	- <i>Net Operating Profit After Taxes</i>
NUT II	- <i>Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins estatísticos</i>
PCGA	- <i>Princípios Contabilístico Geralmente Aceites</i>
REVA	- <i>Refined Economic Value Added</i>
ROA	- <i>Return on Assets</i>
ROE	- <i>Return on Equity</i>
ROI	- <i>Return on Investment</i>
ROLI	- <i>Resultado Operacional Líquido de Imposto</i>
SABI	- <i>Sistema de Análise de Balanços Ibéricos</i>
SPSS	- <i>Statistical Package for Social Sciences</i>
SVA	- <i>Shareholder Value Added</i>
t	- <i>Taxa de Imposto sobre Rendimento</i>
TIR	- <i>Taxa Interna de Rentabilidade</i>
WACC	- <i>Weighted Average Cost of Capital</i>
VBM	- <i>Value Based Management</i>

Índice

Lista de Figuras	viii
Lista de Tabelas	ix
Introdução.....	1
1. Enquadramento Teórico.....	3
1.1. Avaliação de <i>Performance</i> Empresarial.....	3
1.1.1. Conceito de <i>Performance</i>	3
1.1.2. Sistemas de avaliação da <i>performance</i>	4
1.2. Métodos de avaliação de <i>performance</i> empresarial	6
1.2.1. Métodos de avaliação de <i>performance</i> tradicionais	6
1.2.1.1. Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE) ou Return on Equity	7
1.2.1.2. Rendibilidade do Ativo (ROA) ou Return on assets	8
1.2.1.3. Lucro por Ação (EPS) ou Earnings per Share	9
1.2.1.4. Inadequabilidade dos Métodos Tradicionais.....	10
1.2.2. Métodos de avaliação de <i>performance</i> com base na criação de Valor	11
1.2.2.1. Economic Value Added (EVA)	12
1.2.2.2. Refined Economic Value Added (REVA)	21
1.2.2.3. Cash Value Added (CVA).....	22
1.2.2.4. Market Value Added (MVA).....	24
1.2.2.5. Cash Flow Return on Investment (CFROI)	25
1.2.2.6. Shareholder Value Added (SVA)	26
1.3. Influência da localização geográfica na <i>performance</i> financeira das empresas	26
2. Desenho do Estudo Empírico.....	32
2.1. Objetivo do Estudo e Hipóteses de Investigação.....	32
2.2. População <i>versus</i> Amostra	33
2.3. Descrição do Método e Definições das Variáveis.....	33
2.3.1. Método <i>Economic Value Added</i> (EVA)	33
2.3.2. Descrição de Variáveis.....	34

2.3.2.1. Custo Médio Ponderado de Capital – WACC	34
2.3.2.2. Capital Investido	36
2.3.2.3. Dimensão da empresa	36
2.4. Tratamento e Análise dos Dados	36
3. Apresentação e Análise dos Resultados	37
3.1. Caracterização da Amostra	37
3.2. Estatística Descritivas das Variáveis	39
3.3. Validação Hipóteses de Estudo	41
Conclusões, Limitações e Linhas de Investigação Futuras	50
Referências Bibliográficas	52

Lista de Figuras

Figura 1. Relação Causa-Efeito dos Indicadores da <i>Performance</i>	5
Figura 2. Indicadores Económico-Financeiros.....	7
Figura 3. Cálculo do <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	15
Figura 4. Estrutura do Balanço para Implementar o EVA.....	19

Lista de Tabelas

Tabela 1: Ajustamentos Contabilísticos no Cálculo do EVA.....	17
Tabela 2: Cálculo do <i>Cash Value Added (CVA)</i>	23
Tabela 3: Síntese de trabalhos anteriores realizados sobre a avaliação da <i>performance</i> das empresas.....	29
Tabela 4: Localização das empresas por distrito.....	37
Tabela 5: Dimensão das empresas da amostra	38
Tabela 6: Comparação da amostra com a população.	38
Tabela 7: Estatística descritiva da amostra	39
Tabela 8: Estatística descritiva das variáveis, sem <i>outliers</i>	40
Tabela 9: EVA por região e dimensão da empresa	41
Tabela 10: Estatística descritiva do EVA, por região (NUT II)	42
Tabela 11: Testes de efeitos entre sujeitos	43
Tabela 12: Estimativa dos parâmetros do modelo.....	43
Tabela 13: Estatística descritiva do EVA, por distritos	44
Tabela 14: Testes de efeitos entre sujeitos	45
Tabela 15: Estimativas dos parâmetros do modelo, por distritos	46
Tabela 16: Estatística descritiva do EVA, por dimensão	47
Tabela 17: Testes de efeitos entre sujeitos	47
Tabela 18: Estimativa dos parâmetros do modelo, por dimensão.....	48
Tabela 19: Estatísticas de grupo.....	49
Tabela 20: Teste de amostras independentes.....	49

Introdução

Neste momento, o ambiente de negócio é confrontado com inúmeros desafios que podem ter um grande impacto na *performance* das empresas. Assim, o aumento da competição nos mercados, provocado pela globalização, a implementação de novas tecnologias e as exigências dos consumidores, geraram perturbações dentro das empresas e levaram os gestores a concentrarem-se mais na criação de valor como um dos objetivos principais das organizações, sendo fundamental para garantir a sua continuidade.

Na avaliação de *performance* são usados indicadores financeiros tradicionais, geralmente conhecidos como medidas de *performance* financeira com base na contabilidade. Essas medidas refletem a competitividade de uma empresa, as quais devem ser cuidadosamente identificados no processo de avaliação (Yalcin, Bayrakdaroglu, & Kahraman, 2012). As medidas financeiras são um dos principais aspetos do desempenho de uma organização tornando-as numa área de interesse para os gestores e investidores. Sendo o lucro um dos principais objetivos de muitas empresas, o desempenho financeiro, associado a uma avaliação adequada, são muito importantes (Ghadikolaei, Esbouei, & Antuchevičienė, 2014).

Na literatura existem várias medidas de desempenho financeiro tradicionais, essas medidas são reunidas num grupo porque fornecem informações semelhantes (Yalcin et al., 2012). Em outras palavras, as medidas de desempenho financeiro com base na contabilidade podem ser classificadas por indicadores de liquidez, indicadores de rentabilidade, indicadores de atividade e entres outros indicadores. No entanto, essas medidas não são suficientes na avaliação de desempenho, e são criticadas por duas razões, não inclui os custos de capital da empresa e são baseadas em dados contabilísticos, os quais podem ser distorcidos através dos princípios contabilísticos geralmente aceites (PCGA) (Yalcin et al. 2012; Nakhaei, 2016).

No entanto, começaram a aparecer novos métodos de avaliação de *performance* empresarial baseados na criação de valor, na medida em que os indicadores tradicionais de desempenho não expressam a real criação de valor de uma empresa, ou seja, não evidenciam se as empresas estão a criar ou destruir valor para os seus acionistas (Müller & Teló, 2003).

Surge assim a avaliação de *performance* das empresas sendo baseada na análise que mede o valor da empresa. Nesse sentido, como medida financeira, o Valor Económico Agregado ou *Economic Value Added* (EVA) desempenha um papel vital em permitir ajustes nos dados contabilísticos para refletir a verdadeira situação económico-financeira da empresa. Além disso, o EVA tornou-se uma ferramenta popular pela qual a empresa pode maximizar o valor para os seus acionistas (Alsoboa, 2017).

Existem várias empresas de consultoria que estão a promover as suas próprias medidas, medidas baseadas no valor, como Valor Económico Agregado (EVA) e Valor de Mercado Agregado ou *Market Value Added* (MVA) da Stern Stewart, Retorno de Fluxo de Caixa sobre o investimento ou

Cash-flow Return on Investment (CFROI) da Holt Value Associates, Valor Agregado em Dinheiro ou *Cash Value Added (CVA)*, da Boston Consulting Group e Valor Agregado para os Acionistas ou *Shareholder Value Added (SVA)* por Alfred Rappaport e Grupo LEK /Alcar Consulting (Yalcin et al., 2012).

Neste sentido a questão que se pretende dar resposta, ao longo do estudo, sendo a pergunta de partida: Será que a localização das empresas afeta o seu desempenho (*performance*) económico-financeira? Deste modo o presente estudo tem como objetivo principal verificar se a localização geográfica das empresas afeta o seu valor e conseqüentemente a sua *performance* económico-financeira. Para determinar a *performance* das empresas utilizou-se o indicador EVA. A amostra é constituída por empresas ativas em Portugal, com a Classificação Portuguesa das Atividades Económicas Revisão 3 (CAE-ver.3), secção I- Alojamento, restauração e similares, divisão 55 - Alojamento. Os dados financeiros e não financeiros das empresas da amostra são obtidos da base dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) para o período de 2011 a 2020.

Para além desta introdução, este trabalho está dividido em três capítulos. Assim, no primeiro capítulo, procede-se a uma breve síntese sobre a avaliação de *performance* empresarial, o conceito de *performance*, sistema de avaliação de *performance*, bem como os métodos de avaliação de *performance* económico-financeira (tradicionais e baseados na criação de valor). Aborda-se ainda a influência da localização geográfica na *performance* económico-financeira das empresarial. No segundo capítulo apresenta-se a metodologia, começando pela identificação de pergunta de investigação, os objetivos de estudo, definição das hipóteses de investigação, seguindo com a amostra e os métodos para o tratamento e análise de dados. No terceiro capítulo apresenta-se e analisa-se os resultados obtidos, iniciando-se com a caracterização da amostra com recurso à análise descritiva da *performance* económico-financeira das empresas, seguindo-se a análise inferencial para a validação das hipóteses de investigação. Por fim, apresenta-se as principais conclusões, as limitações do estudo e as sugestões para investigação futura.

1. Enquadramento Teórico

Este capítulo apresenta a revisão da literatura, procurando estudar os conceitos relacionados à avaliação de *performance* ou desempenho das empresas. Esse capítulo é subdividido em avaliação de *performance* empresarial, os métodos de avaliação de desempenho empresarial e Influência da localização geográfica na *performance* financeira das empresas.

1.1. Avaliação de *Performance* Empresarial

De acordo com Gama (2012) a avaliação da *performance*, também referido como avaliação de desempenho, constitui um tema muito falado, nos tempos que correm, sendo objeto de preocupação mais acentuada, sobretudo, desde os anos 1980. No início da década do novo milênio, a falência de muitas empresas de tecnologia, o colapso das organizações gigantescas, as erosões de confiança nas práticas contabilísticas, entre outros acontecimentos, têm contribuído para colocar o tema da avaliação da *performance* das empresas em discussão.

Segundo Ghalayini e Noble (1996) a avaliação de desempenho pode ser dividida em duas fases. A primeira fase começou no final da década de 1980 e durou até a década de 1990. Nessa fase, a ênfase eram as medidas de desempenho financeiro, como lucro, retorno sobre investimento e produtividade. Estas são apelidadas de medidas tradicionais. A segunda fase começou no início dos anos 1990, com o resultado da competição do mercado mundial, as exigências do consumidor, mas também a implementação de novas tecnologias e filosofias de gestão e produção.

As medidas de avaliação tradicionais foram muito criticadas a partir de meados de 1980, pelo facto de essas medidas apenas se basearem nos resultados financeiros e na contabilidade de gestão e por não considerarem indicadores não financeiros (Ghalayini & Noble, 1996; Neely, 1999). Sendo assim, a avaliação de desempenho foi evoluindo nas suas metodologias e nos seus objetivos, sendo hoje considerada uma das principais componentes da gestão dos recursos, contando-se com vários métodos concebidos e desenvolvidos (Gama, 2012). Logo, a avaliação de desempenho das empresas está centrada, principalmente, na capacidade da mesma em criar valor para os seus acionistas, ou seja, a criação de valor para os seus proprietários tornou-se o objetivo final da empresa (Salaga, Bartosova, & Kicova, 2015).

1.1.1. Conceito de *Performance*

O termo *performance* está diretamente relacionado com o conceito de desempenho. Trata-se de um conceito muito discutido na literatura, mas raramente definido. No que diz respeito ao conceito de *performance*, Neely, Gregory e Platts (1995) definem a avaliação de desempenho como o

processo de quantificar a eficiência e eficácia da ação, sendo a medida de desempenho a métrica utilizada para quantificar a eficiência e/ou eficácia de uma ação. Segundo estes autores o sistema de avaliação de desempenho é o conjunto de medidas utilizadas para quantificar a eficiência e a eficácia das ações tomadas. Deste modo, o conceito de *performance* ou desempenho está intimamente associado aos conceitos de eficiência e eficácia. De acordo com Neely, Gregory e Platts (1995), o termo eficiência é uma estimativa económica dos resultados que advêm da utilização dos recursos, enquanto a eficácia refere-se ao resultado de um processo perante as expectativas do cliente.

Para Zeitun e Tian (2014) o conceito de *performance* é uma questão controversa nas finanças, em grande parte devido ao seu significado multidimensional. A investigação sobre a *performance* da empresa surge da teoria da organização e da gestão estratégica. Venanzi (2010) considera que as organizações devem proceder à avaliação periódica do seu desempenho por diversas razões, nomeadamente:

- auxiliar os investidores a formularem as suas expectativas em relação ao potencial de rentabilidade futura das organizações;
- fornecer um *feedback* sobre o cumprimento dos seus objetivos;
- fornecer a base de um plano de prémios adequados em consequência do cumprimento dos objetivos previamente estabelecidos.

Sempre que falamos de avaliação da *performance* de uma organização, torna-se necessário falar também da sua *performance* económico-financeira, pois é a partir deste conceito que temos a noção sobre a entrada e saída de fluxos financeiros. Deste modo, o desempenho financeiro é uma ferramenta importante, uma vez que permite evidenciar os resultados das tomadas de decisões realizadas nos diversos níveis hierárquicos, assim como nas diversas áreas de trabalho, bem como nos fatores geradores de valor. Sendo assim, o desempenho financeiro sintetiza a capacidade de criação de valor das organizações. Segundo Teixeira e Amaro (2013) a avaliação do desempenho financeiro está relacionada com a informação contabilística proveniente das demonstrações financeiras, como é o caso do balanço, demonstração de resultados e demonstração de fluxos de caixa. É através da análise destas demonstrações financeiras que se obtém informações sobre o desempenho das organizações. Dada a relevância do desempenho financeiro torna-se fundamental analisar as ferramentas existentes que permitem a sua avaliação.

1.1.2. Sistemas de avaliação da *performance*

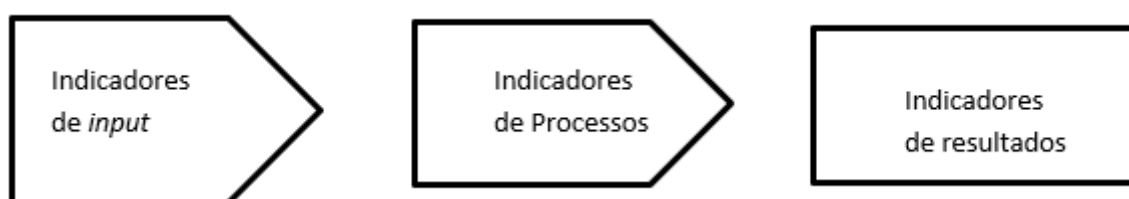
Os sistemas de avaliação de *performance* (SAP) são conjuntos de métricas que apresentam diferentes características, tais como: financeiras e/ou não-financeiras, longas e/ou a curto prazo, internas e/ou externas. Estes sistemas suportam os processos de tomada de decisão, numa organização, através da recolha, processamento e análise de informação quantificada, com vista a analisar a *performance* (Carvalho, 2008). Uma avaliação de *performance* eficiente e bem

conduzida, garante que os gestores tenham toda a informação relevante que ajuda numa boa tomada de decisão. Para além disso, que possuam os incentivos apropriados para utilizar essa informação de acordo com os interesses da empresa e de todos os utilizadores (Duarte, 2011).

Para Neves (2011), uma empresa que pretenda utilizar uma gestão baseada no valor não deve considerar apenas a utilização de indicadores financeiros. Na descentralização das suas atividades e dos seus objetivos, a gestão da *performance* exige a utilização de outros indicadores não financeiros tais como: satisfação de clientes, qualidade dos produtos/serviços, satisfação dos funcionários, e entre outros.

Os indicadores financeiros são indicadores que medem o *output* final dos esforços financeiros realizados pela organização, estando associado na maioria dos casos a objetivos. Contudo, esses indicadores acabam por não serem suficientes para acompanharem a evolução da *performance* das organizações. Neste sentido, os sistemas de avaliação de desempenho têm evoluído para a utilização de indicadores de *input* e de processo de origem diversa (financeiros e não financeiros). Nesta perspetiva, os indicadores financeiros e não financeiros estabelecem entre si relações de causa-efeito, como se podem verificar pela análise da Figura 1.

Figura 1. Relação Causa-Efeito dos Indicadores da *Performance*



Fonte: Adaptado de Neves (2011, p. 149)

Para uma melhor compreensão da figura 1 apresentamos alguns exemplos:

Indicadores de *input* – nível de qualificação de mão-de-obra, nível de formação dos quadros ligados à criação de produtos. Indicadores de Processo – Produtividade da mão-de-obra, tempo de entrega ou número de novos produtos. Indicadores de resultados – o objetivo da empresa é a criação de valor para os seus acionistas, logo o indicador de *performance* face ao objetivo pode ser o EVA.

Segundo Carvalho (2008) existem diversos instrumentos de avaliação de desempenho que estão orientados para a criação de valor. De entre esses instrumentos, destacam-se:

- Gestão baseada em *tableaux de bord* (TB) ou;
- Gestão baseada em *balanced scorecard* (BSC), sendo o sistema mais conhecido;
- Prisma de desempenho (*performance Prism*).

A gestão feita com base no TB e/ou no BSC considera que os indicadores financeiros, por mais sofisticados que sejam, não conseguem avaliar a complexidade estratégica da empresa. Podendo

mesmo induzir miopias de gestão, ou seja, excesso de preocupação com o curto prazo (mostram os resultados das tomadas de decisão, mas não permitem evidência sobre as origens da criação de valor), sendo por isso necessário associar outros tipos de indicadores não financeiros para obter uma perspectiva mais integrada da avaliação da *performance* estratégica (Neves, 2011).

As empresas usam os sistemas de avaliação de *performance* para garantir se estão a alcançar a melhoria contínua nas suas operações, a fim de sustentar uma vantagem competitiva, aumento da participação de mercado e dos lucros (Ghalayini & Noble, 1996). Neely, Mills, Platts, e Richards (2000) apontaram que os sistemas de medição de desempenho devem incluir medidas de desempenho que são derivadas da estratégia da empresa. O propósito de cada uma das medidas de desempenho deve ser evidente para que todos nas organizações possam saber o propósito de sua aplicação. A coleta de dados e o cálculo dos indicadores devem ser processos claros. As medidas devem levar em consideração todas as partes da organização (Neely, Mills, Platts, & Richards, 2000).

A implementação de um sistema de desempenho nas empresas pode levar a uma série de dificuldades, entre as quais: quando os gerentes precisam de ensinamento sobre o sistema a ser implementado; também surgem dificuldades quando os sistemas a serem implementados são muito complexos, criando dificuldades na sua interpretação aos gestores; a falta de recursos também podem ser um dos motivos que não permite o desenvolvimento de um sistema de medição de desempenho; os gerentes são responsáveis pelo funcionamento adequado do sistema de forma eficiente e contínuo (Madrigal, Fernandes, & Monte, 2012).

1.2. Métodos de avaliação de *performance* empresarial

Várias ferramentas de avaliação são usadas para entender o desempenho das empresas. Os analistas das empresas, bem como os seus investidores, utilizam ferramentas financeiras associadas a métricas específicas para compreender o passado e prever o desempenho financeiro futuro das empresas. Nakhaei, Hamid, Anuar e Nakhaei (2012) afirmaram que até agora, não foi identificado nenhum indicador que capture o desempenho financeiro histórico e também que explica o desempenho futuro de uma empresa.

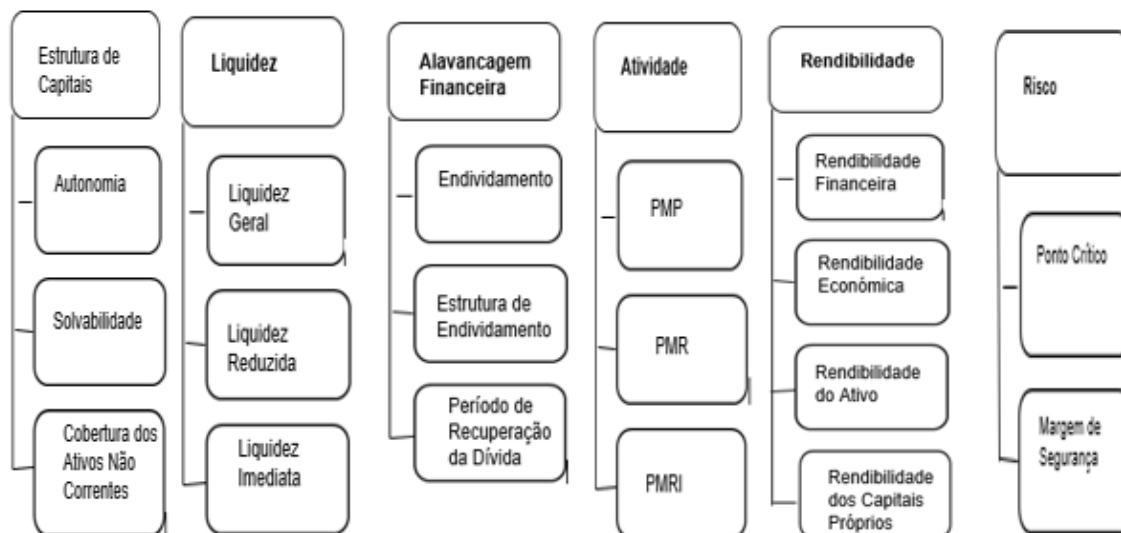
Os critérios de avaliação do desempenho dividem-se em dois grupos; (I) Métodos de desempenho tradicional e (II) Métodos de desempenho com base na criação de valor.

1.2.1. Métodos de avaliação de *performance* tradicionais

A avaliação de desempenho, pelo método tradicional, é feita através de um conjunto de documentos contabilísticos proveniente das demonstrações financeiras, como é o caso de balanço, demonstração de resultado e demonstração de fluxo de caixa (Teixeira & Amaro, 2013). Para os autores este conjunto de demonstrações financeiras é uma fonte privilegiada de informação

permitindo, inclusivamente, o cálculo de diversos indicadores que tornam possível a obtenção de uma imagem mais precisa sobre o desempenho financeiro das organizações. A avaliação de desempenho financeiro continua a ser abordada, pela maioria das empresas, com base nos indicadores económicos e financeiros calculados através das demonstrações financeiras de acordo com a Figura 2 representada abaixo.

Figura 2. Indicadores Económico-Financeiros



Fonte: Adaptada de David (2017, p.25)

Uma das formas mais adequadas para medir a performance das empresas utilizando as demonstrações financeiras (o Balanço e a Demonstração de Resultados) é recorrendo os indicadores económico-financeiros. Esses indicadores são reunidos num grupo porque fornecem informações semelhantes (Yalcin et al., 2012). Basicamente os indicadores liquidez, atividade alavancagem financeira, risco mede o risco e os indicadores de rendibilidade mede o retorno.

Os indicadores tradicionais de avaliação da *performance*, mais abordados na literatura, segundo Scheel (1997), Neves (2011), Yalcin et al. (2012) e Teixeira e Amaro (2013) são os seguintes: rendibilidade de capital próprio (ROE), rendibilidade do investimento (ROI), rendibilidade dos ativos (ROA) e o lucro por ação (EPS). De seguida faz-se a descrição dos referidos indicadores.

1.2.1.1. Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE) ou *Return on Equity*

A rendibilidade dos capitais próprios, também denominado de ROE, é um indicador usado para medir o sucesso de uma empresa na geração de lucros para os seus acionistas. Como se verifica pela equação (1) esta traduz o nível de resultados líquidos gerados pela entidade em função do montante investido pelos acionistas (Panigrahi, 2017). A ROE é um indicador considerado útil para comparar a lucratividade de uma empresa com a outras empresas do mesmo setor.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Património Líquido}} \quad (1)$$

Segundo Amat (2002), este indicador pode ser comparado com o custo de oportunidade dos acionistas. Ou seja, para que se crie valor num determinado período, é necessário que a rentabilidade, para os acionistas, seja superior à rentabilidade exigida das ações comportando-se estas acima das suas expectativas.

De Wet e Du Toit (2007) argumentam que o ROE é uma medida de desempenho a curto prazo, sendo que o seu foco pode levar uma empresa a ignorar oportunidades de crescimento a longo prazo, as quais poderiam aumentar o valor para os seus acionistas. Fernandez (2005) constatou que o ROE, calculado pela divisão do lucro do ano pelo valor contabilístico das ações, não é considerado como rentabilidade para o acionista, considerando que nenhuma medida baseada em dados contabilísticos (onde se inclui o ROE) possa indicar a rentabilidade para o acionista. O autor considera que a rentabilidade para os acionistas é o aumento do valor para os acionistas, dividido pelo seu capital investido.

1.2.1.2. Rentabilidade do Ativo (ROA) ou *Return on assets*

Segundo Ichsani e Suhardi (2015) o retorno do ativo (ROA), muitas vezes denominado de retorno sobre o investimento (ROI), mede a eficácia geral da gestão na geração lucros com seus ativos disponíveis. A ROI é um indicador considerado mais adequado para avaliar o desempenho económico de uma empresa, dado que não é influenciado pela sua estrutura de financiamento (Neves, 2002). Este indicador é calculado pela divisão entre o resultado líquido e valor contabilístico dos ativos, de acordo com a equação (2):

$$\text{ROI} = \text{ROA} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Valor Contabilístico dos Ativos}} \quad (2)$$

Este indicador é de extrema relevância para analisar a viabilidade das empresas. Neves (2000) afirmou ainda que, alegadamente, as vantagens de avaliação do desempenho baseado neste indicador são o facto de ser um indicador simples que sintetiza tudo o que pode afetar o desempenho de uma divisão ou de uma empresa, poder medir a eficiência do gestor divisional ou do gestor da empresa na utilização dos capitais da empresa para gerar lucros e ser usada como medida de comparação entre divisões da empresa e como forma de *benchmarking* da empresa com a concorrência. No entanto, apesar destas alegadas vantagens, Neves (2000) afirma que os métodos de apuramento dos resultados e contabilização de algumas rubricas do balanço distorcem a imagem da realidade da empresa. Para minimizar esta limitação o autor considera que os valores correspondentes ao balanço devem ser corrigidos através da informação extra contabilística como por exemplo fidelidade dos clientes, sector de atividade, se é uma empresa mono-produto ou multiproduto, qualidade dos produtos.

Por intermédio do ROI, os gestores podem determinar a estratégia a seguir, identificado os investimentos que se encontram acima ou abaixo do custo do capital. Fernandes (2002) refere que a consultora *Boston Consulting Group* (1996) considera o ROI um bom indicador de crescimento, podendo ser comparado com a taxa interna de rentabilidade (TIR), mas apresenta uma grande limitação pelo facto de não ter em conta os “*Free Cash Flows*”. Este facto, pode fazer com que o gestor apenas se preocupe com a rentabilidade da empresa, e não incorpore o seu nível de risco (Fernandes, 2002).

Este indicador apresenta outras limitações, segundo Amat (2002), que podem incentivar o gestor a práticas que prejudiquem a empresa, com vista a alcançarem bons resultados, tais como: recusar fazer investimentos que tenham um rendimento inferior ao ROI, mas superior ao custo do capital, evitando desta forma uma descida do atual ROI; Os indicadores de rentabilidade (ROE, ROA) baseia-se nos documentos contabilísticos, os quais nem sempre refletem a verdadeira situação da empresa, uma vez que estão registados a preços históricos.

1.2.1.3. Lucro por Ação (EPS) ou *Earnings per Share*

O lucro por ação, em inglês “*earnings per share*” (EPS) é um importante indicador, muito utilizado por investidores atuais e potenciais, para avaliar a rentabilidade da empresa. Tem como objetivo avaliar a eficiência da empresa, em explorar o capital investido pelos acionistas, assim como avaliar o sucesso em maximizar a riqueza dos investidores. Este indicador também pode ser usado para avaliar os preços das ações ordinárias, assim como avaliar a capacidade da empresa para cobrir e pagar dividendos (Al-Awawdeh & Al-Sakini, 2018). O EPS representa o resultado de uma organização num determinado período de tempo, dividido pelo número de ações em circulação, que permite evidenciar o retorno por cada título que os proprietários possuem, de acordo com a equação (3) (Machado, 2020).

$$\text{EPS} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{N}^{\circ} \text{ de Ações}} \quad (3)$$

Uma boa maneira de determinar se uma empresa está a crescer é observar o seu lucro por ação em comparação com os anos anteriores. Esta é uma das ferramentas para medir a lucratividade da empresa que é distribuída pelos acionistas. Mas, na prática, nem o lucro (resultado líquido positivo) pode ser compartilhado, parte destes devem ser mantidos como lucros retidos. Os EPS são frequentemente utilizados pelos investidores ou potenciais investidores em ações para analisar a capacidade de obter lucro pelas ações detidas (Atidhira & Yustina, 2017).

Segundo Neves (2000, p.242) “este indicador é por vezes preferido em relação à rentabilidade sobre investimento porque é mais direto na valorização dos títulos e o dominador não está sujeito a critérios contabilísticos de avaliação”. O autor, afirma ainda que os analistas financeiros utilizam

bastante este indicador para avaliar o desempenho económico da gestão e estimar o seu potencial de crescimento.

1.2.1.4. Inadequabilidade dos Métodos Tradicionais

O desempenho financeiro das empresas, avaliado através de métodos baseados na contabilidade, têm sido consideradas como inadequadas, uma vez que as empresas começaram a concentrar-se no valor do acionista, como principal objetivo de longo prazo da empresa e estas não têm em conta os fatores que impulsionam o valor para os acionistas (Venanzi, 2010). De salientar ainda que, estes indicadores permitem avaliar o que aconteceu no passado e não o que poderia ter acontecido no futuro. Além disso os indicadores tradicionais são ainda criticados por não incorporarem, no seu cálculo, o custo de oportunidade.

As medidas de avaliação, com base na contabilidade, têm sido o principal suporte para a medição do desempenho empresarial. Vieito e Maquieira (2010) afirmam que estas medidas têm a vantagem de ser mais facilmente calculadas que a generalidade dos restantes métodos de avaliação. No entanto, estes indicadores são feitos com base nas informações obtidos das demonstrações financeiras, e assim estão sujeitas a regras contabilísticas que provocam distorções ou manipulação contabilístico (Bognárová, 2017). Para além disso, as regras contabilísticas variam de empresa para empresa, pelo que se torna mais complicada a comparação de resultados entre empresas concorrentes. Por exemplo, existem vários métodos para contabilizar as depreciações e amortizações e também vários critérios de valorizar as existências, o que provoca diferentes níveis de desempenho.

Rappaport (1998) refere que a questão a abordar é perceber se o lucro contabilístico como medida de avaliação de desempenho é consistente com o objetivo da criação de valor para o acionista. O autor aponta três motivos pelos quais o lucro falha na avaliação do valor económico da empresa:

- Diferentes métodos contabilísticos podem ser empregues;
- As necessidades de investimento são excluídas;
- Ignora o valor do dinheiro no tempo.

Para Ehrbar (1998) as medidas tradicionais de análise de desempenho utilizadas, tais como resultado por ação, resultado do líquido e retorno sobre Investimento, não são medidas suficientemente claras e consistentes. Para Guenther (2016) embora os indicadores tradicionais como lucro por ação e retorno sobre o investimento continuem a desfrutar de ótima popularidade para avaliar o desempenho das empresas, tais medidas ficam apenas em formas básicas.

Ali, Al-Sulaihi e Al-Gahtani (2013) efetuaram um estudo onde analisaram 47 potenciais indicadores que determinam o sucesso de uma empresa, através de questionários. O resultado calculado através dos indicadores ROE, EVA e *Cash-flow* mostrou que as medidas financeiras tradicionais não podem ser o único determinante para considerar uma empresa de sucesso, mas sim a satisfação do cliente, a segurança, a eficiência dos negócios, a qualidade do serviço, o crescimento,

a estabilidade financeira, os fluxos de caixa e a eficácia no planeamento são estes os indicadores cada vez mais importantes para uma empresa ser considerada de sucesso.

Em resposta às críticas mencionadas, surgiram novos métodos de avaliação de *performance* empresarial voltados para a criação de valor.

1.2.2. Métodos de avaliação de *performance* com base na criação de Valor

As preocupações com a criação de valor não são recentes, fatores como globalização, a desregulamentação dos mercados de capitais, a inovação tecnológica e o aumento da competitividade dos mercados, provocaram alterações profundas na gestão das empresas (Carvalho, 2008). Neste contexto surge o conceito criação de valor para acionista como variável crítica de sucesso empresarial, objetivo principal da organização.

Segundo Teixeira, Mata, Pardal e Teixeira (2012) o conceito de criação de valor está associado à capacidade dos excedentes criados pelo negócio serem capazes não só de cobrir os custos decorrente da atividade, mas também de obterem uma rentabilidade superior à remuneração exigida pelos proprietários e pelas instituições financeiras. Neves (2002) refere que a palavra valor é usada em diversas aceções e apresenta como principais definições de valor: valor de mercado; valor intrínseco ou de rendimento; valor fundamental; valor para o investidor; valor residual; justo valor; valor contabilístico; valor substancial e *goodwill*.

Para Rappaport (1998) a principal função da gestão é o foco na criação de valor para o acionista. De acordo com o mesmo autor, no início dos anos oitenta do século XX, poucas empresas tinham um compromisso com a criação de valor para o acionista. Nesta fase, este tipo de avaliação era efetuado através de outras metodologias, tais como o *Discounted Cash Flow* (DCF), a fim de sustentar decisões de orçamento de capital e fusões e aquisições, sendo o pensamento dos gestores orientado por uma gestão do lucro no curto prazo. De referir ainda que, para Copeland, Koller, e Murrin (2000) o foco na criação de valor para o acionista beneficia não só os acionistas, mas também a economia e outras partes interessadas na empresa denominados de *stakeholders*.

As medidas de desempenho, baseadas no valor, são medidas financeiras cujo objetivo é auxiliar os gestores e investidores mostrando se a empresa está apontando na direção da criação ou destruição de valor (Corrêa, Neto, & Lima, 2013). Para Carvalho (2008) o objetivo principal da gestão baseada no valor (*Value Based Management* - VBM) é alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas, de forma a levar os gestores a não tomarem decisões no seu exclusivo interesse, mas sim no interesse da empresa e dos acionistas. Como referido anteriormente e de acordo com Fernández (2001), uma empresa só cria valor, para os seus acionistas, quando o retorno dos acionistas excede o custo do capital próprio ou o custo do património líquido. Caso contrário verifica-se que a empresa está a destruir valor para os seus acionistas.

Na década de 1980 surgiu, de acordo com Neves (2011), uma corrente que leva a que a gestão se preocupe com a criação de valor para os acionistas. Esta corrente teve como líder Alfred Rappaport, com a publicação de um artigo na *Harvard Business Review*, em 1981, e com o livro *Creating Shareholder Value: A New Standard for Business Performance*, em 1986, muito contribuiu para o seu desenvolvimento. Ainda no seguimento de Neves (2011), as críticas efetuadas por Rappaport aos métodos convencionais de análise do desempenho, através de rácios financeiros, levaram gestores e analistas a adotar métricas que melhor captassem a noção de valor económico criado. Neves (2011 p.135) conclui que, “a criação de valor é fundamental em todas as empresas a nível mundial”.

De referir ainda que “uma gestão baseada no valor preocupa-se com os fluxos de caixa de médio e longo prazo e não apenas com os lucros mensais. O gestor deve procurar oportunidades de investimento com rentabilidade superior aos custos de oportunidade do capital e implementar em toda a organização este tipo de filosofia de gestão” (Neves, 2011, p.136). Na mesma linha de pensamento Carvalho (2008, p.4) mencionou que “as decisões de gestão que criam valor para a empresa subdividem-se em três tipos de decisões:

- As decisões operacionais, relacionadas com a gestão corrente;
- As decisões de investimento, que correspondem à aquisição e alienação de Ativos fixos;
- As decisões de financiamento, que dizem respeito às operações de capital (aumentos de capital ou financiamento de médio e longo prazo) e ao financiamento de curto prazo.”

Para Carvalho (2008) a principal função dos indicadores de avaliação de desempenho é ajudar a gestão na identificação de sucessos e fracassos, permitindo assim o desenvolvimento de ações corretivas de forma a fortalecer o sucesso da empresa. Atualmente, existe um conjunto diversificado de perspectivas para a avaliação de desempenho financeiro não havendo, contudo, unanimidade quanto aos indicadores a utilizar. Assim, alguns autores (v.g. Neves, 2011; Teixeira, 2016) consideram que os diferentes indicadores da avaliação do desempenho financeiro, na ótica da criação de valor, podem ser os seguintes:

- *Economic Value Added (EVA)*;
- *Refined Value Added (REVA)*;
- *Cash Value Added (CVA)*;
- *Market Value Added (MVA)*;
- *Cash Flow Return on Investment (CFROI)*;
- *Sshareholder Value Added (SVA)*.

1.2.2.1. Economic Value Added (EVA)

O EVA, é um conceito que tem vindo a ganhar crescente importância para os gestores das empresas, por quantificar a criação de valor pela empresa, no entanto, ele já existe na literatura há muitos anos com a denominação de resultado residual. Segundo Neves (2011) alguns autores

diferenciam o EVA do valor residual pelos ajustamentos aos dados contabilísticos. No entanto, o mesmo autor discorda dessa diferença argumentando que já Salomon (1965) e Anthony et al. (1965) defendiam que o capital investido, utilizado no cálculo de valor residual, podem ser obtidos de diversas formas: dados contabilísticos históricos, contabilísticos ajustados, a custo de reposição e a preços de mercado.

Sharma e Kumar (2010) e Reddy, Rajesh, e Reddy (2011) referem que a denominação do EVA surge nos anos 1990, no entanto o seu conceito é um regresso à formulação que Alfred Marshal apresentou no início do século XIX. Este conceito foi durante muitos anos ignorado pelos gestores até que a *Stern Stewart & Co.* retoma a sua utilização como medida de desempenho (Neves, 2000).

O EVA é um indicador de desempenho usado para avaliar a capacidade de uma empresa de criar valor para os seus acionistas (Ganea, 2015). Representa o mais avançado instrumento de avaliação de *performance* empresarial baseado no princípio da gestão do valor. A razão para isso é uma medida relativamente simples em comparação com outros critérios de avaliação e também a possibilidade de aplicação complexa deste indicador no sistema de gestão (Salaga, Bartosova & Kicova, 2015). Segundo Prusty (2013), o EVA ganhou recentemente aceitação internacional como o padrão de governança corporativa e desempenho uma vez que as empresas alteraram o seu foco de gestão de resultados para gestão de valor para os acionistas. De acordo com Shil (2009), o EVA é uma medida de avaliação de *performance* financeira, que tenta encontrar o verdadeiro resultado económico gerado por uma empresa, encontrando-se diretamente relacionado com a criação de valor para o acionista. Assim, diz-se que uma empresa acrescenta valor económico quando consegue gerar um resultado maior do que o seu custo de capital. Amat (2002) considera o EVA a produtividade de todos os fatores utilizados para desenvolver a atividade empresarial.

Uma componente chave do EVA é considerar o custo de capital na estimativa da medição de desempenho. Somente quando uma empresa gera retorno superior ao custo de capital, o valor de uma empresa aumenta. EVA é uma medida de renda residual, que se concentra no conceito de uma empresa dever obter um retorno adequado e ajustado ao risco sobre seu investimento em ativos (Yalcin et al., 2012). O uso de EVA, na avaliação de desempenho, trouxe uma nova abordagem de como a gestão deve pensar, porque os executivos consideram a criação de valor como sua missão. Assim, eles consideram o EVA, não apenas uma ferramenta para medir a criação de valor, mas uma mentalidade, uma atitude e um comportamento (Abdeen & Haight, 2002).

Neto e Martins (2010) afirmam que por ser uma análise mais completa, o EVA tem emergido agressivamente, ao longo das décadas, como a ferramenta mais importante de *performance* para medir a eficácia da gestão financeira e do controle de resultado, bem como tem se destacado como um poderoso instrumento na determinação de orçamentos de capital na análise de investimentos. De acordo com Sharma e Kumar (2010) o EVA é uma estimativa do verdadeiro lucro económico ou o valor pelo qual o lucro excede a taxa mínima de retorno exigida, ou seja, a taxa que os acionistas e credores poderiam obter ao investir em outros títulos de risco comparável.

Issham, Fazilah, Hwa, Kamil e Ayub (2008) descreveram o EVA como uma medida fundamental do fator de produtividade total, sendo baseada em algo que conhecemos há muito tempo, ou seja, o que chamamos de lucro. O EVA é considerado como uma medida única e simples que dá uma real imagem da criação de riqueza dos acionistas, bem como, um indicador confiável do crescimento do valor de uma empresa no futuro. Segundo Vieito e Maquieira (2010), o EVA traduz um modelo de avaliação de desempenho financeiro que permite medir os excedentes gerados por uma empresa, após se ter em conta a remuneração exigida pelos seus investidores.

O EVA é conhecido principalmente como uma medida de desempenho da empresa, mas pode ser usado de outras formas tais como: ferramenta de análise financeira, ferramenta de gestão, incentivos aos funcionários e como ferramenta de avaliação da empresa. Esta métrica quantifica o valor que foi adicionado em resultado da implementação de atividades operacionais durante o período de referência (Berzakova, Bartosova, & Kicova, 2015).

Bhasin e Shaikh (2013), citando Stewart (1994), argumentam que o EVA é uma medida superior em comparação com outras medidas de desempenho em quatro pontos, a saber:

- Está mais próximo do fluxo de caixa real da organização.
- É fácil de calcular e entender.
- tem uma correlação maior com o valor de mercado da empresa.

Pode ser aplicado nos benefícios e recompensas dos funcionários, levando à harmonização da gestão e dos interesses dos acionistas e, assim, reduz a contradição entre eles.

Para Shah, Haldar, e Nageswara (2015) o EVA fornece informações adicionais aos investidores e pode ser adaptado como uma filosofia corporativa. EVA pode ser usado como uma melhor medida de desempenho da empresa para motivar e educar os funcionários para diferenciar atividades de criação de valor daquelas que destroem valor.

Para calcular EVA são necessários os seguintes passos (Berzakova et al., 2015):

- Calcular o resultado operacional líquido de impostos (NOPAT);
- Identificar o valor do capital que representa o financiamento indispensável às operações da empresa, ou seja, todos os ativos necessários para a operação principal;
- Determinar a média ponderada do custo de capital (WACC), obtido através dos capitais próprios e de terceiros.

De forma mais simplificada o EVA é definido como a diferença entre o resultado operacional líquido de imposto (NOPAT- *Net Operating Profit After Taxes*) de uma empresa e o seu custo de capital (Panigrahi, 2017). Pode ser calculado, de acordo com a equação (4):

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{CI} \quad (4)$$

Sendo:

EVA – Valor Económico Criado;

NOPAT – Resultado Operacional Líquido do Imposto;

WACC – Custo médio ponderado do capital;

CI – Custo total investido.

Assim de acordo com a fórmula de cálculo (4), há criação de valor quando o NOPAT for maior que o custo de capital investido. Da mesma maneira, há destruição de valor quando o NOPAT for insuficiente para cobrir o custo de capital requerido pelos investidores e proprietários.

O EVA é uma medida de avaliação da *performance* empresarial económica e financeira, sendo apurado através da diferença de duas grandezas: Resultado Operacional Líquido do Imposto e o Custo dos Capitais Investidos. Estas rúbricas podem ser determinadas conforme a Figura 3, abaixo representado.

Figura 3. Cálculo do *Economic Value Added* (EVA)

Resultado Operacional	+
Imposto sobre Resultado Operacional	-
<hr/>	
Resultado Operacional Líquido do Imposto (ROLI)	=
Imputação de Custo de Capital	-
<hr/>	
<i>Economic Value Added</i> (EVA)	=

Fonte: Adaptado de Neves (2011)

Para Mota, Barroso, Nunes, e Ferreira (2006) pode-se calcular o EVA multiplicando o valor do capital investido pela diferença entre a rentabilidade do capital investido e o custo total desse mesmo capital. A empresa gera valor económico acrescentado, ou seja, tem um EVA positivo, quanto a rentabilidade do capital investido é superior ao seu custo. Conforme se tinha referido anteriormente, a criação de valor depende de decisões que envolvem as três áreas financeiras básicas: o investimento, a operacional e o financiamento. Essas três áreas são avaliadas, concomitantemente, quando se analisa o valor do EVA. Tal relação pode ser mais claramente elucidada pela equação (5):

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{CI} \quad (5)$$

```
graph TD; A["EVA = (ROI - WACC) * CI"] --> B["Operacional"]; A --> C["Financiamento"]; A --> D["Investimento"];
```

Segundo Teixeira e Amaro (2013) o valor do EVA é interpretado de seguinte forma:

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

Dado que o EVA é uma ferramenta que utiliza, para o seu cálculo, elementos das demonstrações financeiras da empresa, que devido a algumas premissas na sua elaboração pode, de alguma forma, distorcer a realidade económica da empresa. Para evitar esta situação, é necessário proceder alguns ajustamentos, quer no resultado operacional, quer aos valores do capital investido, registados segundo os princípios contabilísticos geralmente aceites (PCGA) (Franco et al., 2012). Os ajustamentos visam uma melhor e mais apropriada representação e extensão dos ativos económicos afetos ao resultado operacional. Tendo por referência o cálculo do Resultado Residual, há que notar as seguintes correções (Franco et al., 2012):

- O resultado operacional é considerado depois dos impostos;
- A taxa de retorno pretendido é substituída pelo custo médio ponderado do capital;
- O ativo de exploração é corrigido e deduzido dos passivos correntes.

A consultora *Stern Stewart* recomenda até 160 ajustes que as empresas podem fazer ao seu sistema de contabilidade para reduzir a distorções do PCGA, uma vez que a despesa pode ser um investimento esperado para beneficiar no futuro (Machuga, Pfeiffer, & Verma, 2002). Contudo, Young (1999) afirma que essas retificações, em termos de balanço e demonstração de resultados, não são relevantes uma vez que não afetam o cálculo do EVA. A

Tabela 1 dá uma visão global sobre a comparação entre o princípio contabilístico e os comentários dos proponentes do EVA.

Tabela 1: Ajustamentos Contabilísticos no Cálculo do EVA

Princípio contabilístico	Comentários dos proponentes do EVA
Investigação e desenvolvimento são, em princípios, um custo de exercício.	Deverá ser considerado um investimento.
Os ativos que não produzam rendimento e dos quais não se espere recuperação de algum valor pela aplicação do princípio da prudência devem-se provisionar ou levar a custo extraordinário do exercício	Apesar do insucesso, foi um investimento e, por isso, deve manter-se no balanço. De outro modo vão subestimar-se os investimentos realizados pela empresa.
Provisões do exercício são estimativas de custos futuros em resultado de acontecimentos, circunstâncias ou decisões passadas. Por exemplo, provisões para cobranças duvidosas, provisões para depreciação de existências, etc.	Este procedimento afasta os resultados operacionais da noção de fluxo de caixa. As provisões devem somar-se, líquidas de impostos, aos resultados operacionais. As reduções de provisões devem somar-se. Deste modo as provisões acumuladas são somadas ao capital investido.
As empresas podem optar por diversos critérios de valorimetria para as existências: por exemplo, FIFO, LIFO, custo médio.	A utilização do LIFO distorce o valor em balanço. Deveria estimar-se um valor de reserva no balanço por diferença entre o custo de substituição e o custo ao LIFO. O acréscimo (decrécimo) anual dessa reserva devia ser somada (subtraída) ao resultado operacional.
O tratamento do <i>Goodwill</i> varia de país para país, Em Portugal, de acordo com o DC n.º 1, o <i>Goodwill</i> «deve ser reconhecido e amortizado numa base sistemática, num período que não excede 5 anos, a menos que a vida útil mais extensa possa ser justificada nas demonstrações financeiras, não excedendo, porém, 20 anos».	As amortizações do <i>Goodwill</i> fazem com que o capital investido fique subavaliado. O <i>Goodwill</i> deve ser reconhecido, mas não amortizado. Assim, as amortizações anuais do <i>Goodwill</i> devem ser adicionadas ao resultado operacional e as amortizações acumuladas adicionadas ao capital próprio.

Tabela 1: Ajustamentos Contabilísticos no Cálculo do EVA (continuação)

Princípio contabilístico	Comentários dos proponentes do EVA
Em Portugal, a generalidade das empresas utiliza o critério fiscal das amortizações correntes.	O EVA só será bem calculado se as amortizações forem económicas. Isto é, as amortizações deveriam ser apuradas da mesma forma que são calculados os reembolsos de empréstimo bancários, com serviço de dívida constante, tendo por base a vida económica do bem e o custo de capital da empresa.

Fonte: Adaptado de Neves (2011)

Neves (2000) questiona até que ponto será necessário efetuar as propostas de ajustamentos e coloca uma série de questões: E por que não mais ajustamentos? Por exemplo, porquê ajustar as amortizações do Goodwill e não ajustar as amortizações de outros ativos incorpóreos?

Neste sentido, é necessário ponderar se é importante efetuar ou não um determinado ajustamento. Assim Neves (2011) considera, que os gestores devem questionar:

- Em que medida os ajustamentos propostos produzem resultados significativamente diferentes de valores não ajustados;
- Se os ajustamentos produzem uma outra interpretação sobre a evolução da empresa;
- E se esses ajustamentos implicam diferentes comportamentos dos gestores que em conjunto melhorem a *performance* da empresa.

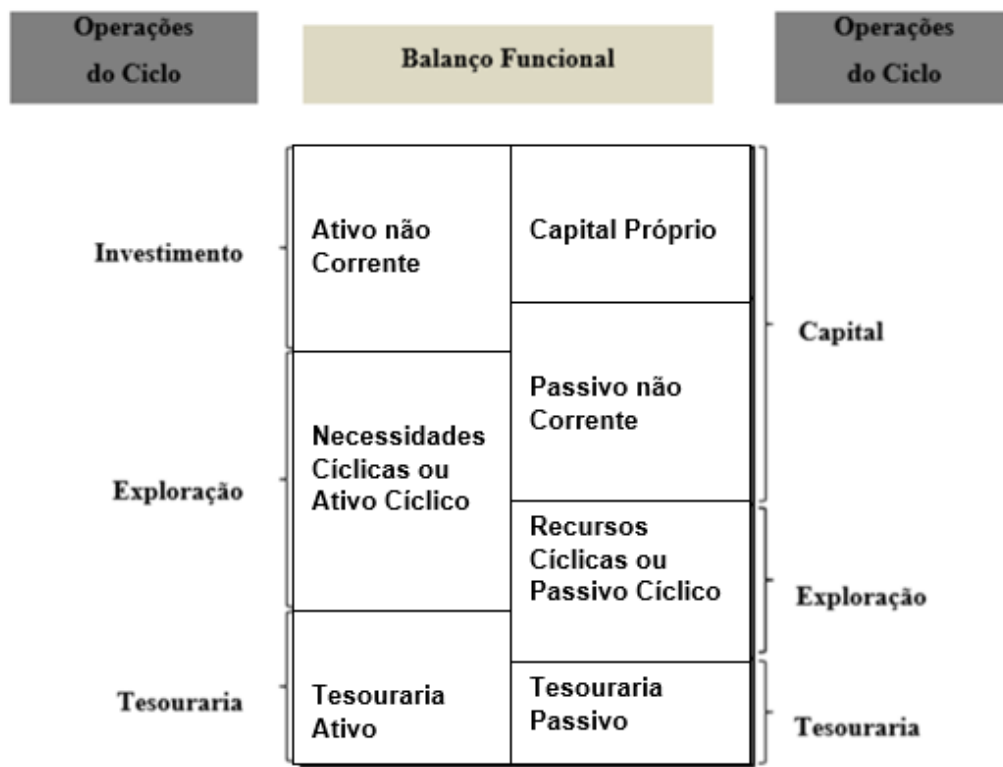
Neves (2011) afirma que certamente para a maioria das empresas o resultado dos ajustamentos não é muito relevante, mas haverá, obviamente, exceções. Conforme refere o autor até o próprio *Stewart* (1994, citado por Neves, 2011) prefere, em algumas circunstâncias, usar o ativo contabilístico e depois fazer uma avaliação relativa à criação de valor. Ou seja, os ajustamentos propostos, por vezes, têm apenas um efeito marginal e considerando a complexidade de alguns desses ajustamentos, pelo que Neves (2011) sugere a utilização de demonstrações financeiras que sigam os princípios contabilísticos geralmente aceites. Assim, se houver ajustamentos a efetuar, estes devem corresponder àquelas situações em que as demonstrações financeiras evidenciam de forma verdadeira e apropriada a situação da empresa. Na realidade, o número adequado de ajustamentos depende da empresa e do setor de atividade em que se insere, havendo empresas para os quais não é necessário proceder a qualquer ajustamento (Young, 1997). Como regra, os ajustamentos só deverão ser efetuados quando:

- Os montantes envolvidos forem significativos;
- A informação necessária esteja prontamente disponível;

- Todos os quadros da empresa, e não apenas os financeiros, conseguem compreendê-los. Esta condição é crucial quando a sua remuneração depende do EVA gerado, pois, quando não devidamente elucidados, poderão pensar que estão a ser manipulados.

O objetivo de fazer ajustamento é converter o resultado contabilístico em resultado económico. Porém, de acordo com Abdeen e Haight (2002) muitos ajustes podem fazer o EVA perder o seu significado e desvirtuar o mesmo. Depois dos ajustamentos sugeridos, Neves (2000) apresenta a estrutura do balanço para implementar o EVA recorrendo as informações das demonstrações financeiras. O capital investido é igual a soma do património líquido que pertence ao investidor, mais os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, pertencente a credores. Assim, o passivo cíclico não deve ser considerado como capital investido por ser um financiamento do ciclo de exploração. Na Figura 4 apresenta-se o seu cálculo.

Figura 4. Estrutura do Balanço para Implementar o EVA



Fonte: Neves (2000)

Normalmente, deduz-se ao ativo e ao passivo, todo o passivo não remunerado, de modo que do lado do financiamento fica apenas o capital próprio e o capital alheio remunerado. No EVA as provisões para riscos e encargos, os proveitos diferidos, os impostos diferidos e os interesses minoritários são considerados equivalentes a capital próprio.

O EVA tem como principal vantagem a facilidade de aplicação dos seus conceitos e de fácil entendimento, o que permite simplificar a comunicação referente à realidade económica da

empresa, permitindo assim que a informação seja compreendida por todos, sendo importante para a mensuração do lucro económico (Oliveira & Barata, 2014). Adotando-se esse modelo, pode-se calcular o lucro utilizando-se o conceito económico, que seria o resultado líquido de todos os fatores (inclusive o custo do capital próprio investido). Outra vantagem apontada, por estes autores, prende-se com a utilização do EVA, os administradores da empresa, ou gestores de projetos de investimento, são forçados a preocupar-se com os custos do capital que está sendo alocado. Eles têm por missão maximizar o valor acrescentado da empresa através da transformação dos produtos e/ou serviços da empresa em produtos/serviços mais valiosos, melhorando os canais de distribuição, reduzindo prazos de entrega, assim como a redução dos ciclos produtivos, entre outras ações efetivas com vista à referida maximização do valor acrescentado.

Porém, o EVA não apresenta apenas vantagens, também têm as suas limitações. Para Oliveira e Barata (2014) as desvantagens encontradas, para aplicação do EVA, estão relacionadas com os ajustes contabilísticos necessários para avaliar corretamente a situação da empresa, assim como a falta de padronização para o seu cálculo. Os autores acrescentam ainda, como limitação, o facto do EVA ser insuficiente para avaliar uma empresa ou um projeto, dado que se trata de um indicador do passado ou, no máximo, do presente. Ao analisar um projeto de investimento de capital, o analista necessita de informações prospetivas sobre o desempenho futuro da empresa. Outra limitação apontada por Oliveira e Barata (2014) é que o EVA é inviável para empresas recém-constituídas, porque essas empresas não apresentam série histórica de resultados. Uma alternativa para resolver esse problema seria a utilização dos dados de uma empresa do mesmo ramo de atividade. Uma outra limitação, deste indicador, prende-se com o facto do EVA ter em linha de conta o custo do capital investido, podendo incentivar os gestores a subcontratarem equipamento, em vez de o comprar, como forma de reduzir o respetivo capital investido e por consequência o seu custo.

Para Kramer e Pushner (1997), Kyriazis e Anastassis (2007) não há evidência estatística que suporte que o EVA é a melhor medida de desempenho empresarial, no que diz respeito à agregação de valor para os investidores. De acordo com estes autores, tanto o EVA como as restantes medidas financeiras tradicionais são medidas baseadas num só período e os investidores trabalham com um horizonte de projeção de vários anos, agregando um nível de complexidade muito grande à análise que não é capturado por este tipo de metodologia. Fernandez (2005) menciona que apesar de vários consultores sugerirem o EVA, para a medição de criação de valor para os acionistas em cada período, esse parâmetro é um erro uma vez que não faz sentido atribuir ao EVA criação de valor, em cada período, mas sim propor metas para os gestores e unidades de negócio alcançarem no futuro.

Shil (2009) também aponta algumas limitações ao método EVA, tais como: é criticado por ser uma medida de desempenho de curto prazo; não se adequar a empresas com investimentos rentáveis apenas no longo prazo; o EVA periódico não consegue estimar o valor acrescentado para os acionistas, devido à inflação e outros fatores; quer o capital investido, como a estrutura de capital, são feitos com base em documentos contabilísticos, enquanto os investidores pretendem que seja

feita com base num retorno baseado no valor de mercado, uma vez que a contabilidade por regra não reflete o valor de mercado dos bens, como referido anteriormente.

Sharma e Kumar (2010) efetuaram uma revisão de literatura sobre o EVA, que abrange 112 artigos. Os autores consideraram que, o EVA é agora reconhecido como uma importante ferramenta de avaliação de desempenho em todo o mundo, especialmente nas economias mais desenvolvidas que a adotam como estratégia corporativa. Ainda assim, existem evidências mistas sobre a sua superioridade em relação às medidas de avaliação de desempenho tradicionais. Nos últimos 10 anos notou-se um aumento considerável no estudo do EVA, no entanto, é ainda necessária mais investigação sobretudo em questões de implementação, papel dos ajustamentos contabilísticos, EVA como estratégia, evidência empírica em países em desenvolvimento e aspetos do EVA na avaliação de desempenho da gestão.

Apesar das vantagens e das limitações deste método, algumas das limitações poderão ser ultrapassadas com o método que se segue. Para ultrapassar a limitação da utilização de documentos contabilísticos Bacidore, Boquist, Milbourn, e Thakor (1997) sugeriam a sua substituição por um critério de medição chamado Valor Económico Agregado Refinado (REVA - *Refined Economic Value Added*).

1.2.2.2. Refined Economic Value Added (REVA)

Bacidore, Boquist, Milbourn, e Thakor (1997) desenvolveram um novo medida de *performance*, o *Refined Economic Value Added* (REVA). A introdução deste método tem por base a ideia de que uma boa medida de avaliação de *performance* deve avaliar o nível de resultado gerados face ao capital investido para os gerar. Os autores consideram que, uma empresa só cria valor quando o resultado operacional líquido de impostos, em determinado período, excede o custo do capital investido no início do período, no qual deve ser baseado no valor do mercado e não em valor contabilístico. Esta é a grande diferença face ao EVA, substituir o capital investido contabilístico pelo valor de mercado do respetivo investimento.

Neves (2011) propõem, para estimar o EVA, que os capitais próprios e os alheios deveriam ser a valores de mercado e não a valores contabilísticos, conforme a equação (6).

$$\text{REVA} = \text{ROLI} - \text{WACC} * \text{MV} \quad (6)$$

Sendo que:

ROLI- Resultado operacional líquido do imposto;

WACC – Custo médio ponderado do capital;

MV é o valor de mercado dos capitais próprios e alheio no início do período.

Bacidore et al., (1997), argumentam que esta medida é a modificação do EVA. Os autores defendem que o REVA é uma medida mais adequado para a gestão de topo, embora o EVA possa ser mais útil enquanto método de avaliação de *performance* a níveis mais baixos da organização, para o efeito, analisaram a correlação entre o EVA e o REVA com a criação de valor para o acionista, concluindo que o REVA tem melhor *performance*, em termos estatísticos que o EVA. Uma das razões prende-se com o facto do valor de mercado do capital investido ser, por norma, superior ao seu valor contabilístico.

1.2.2.3. Cash Value Added (CVA)

O *Cash Value Added* (CVA) é uma métrica utilizada pela *Boston Consulting Group* para proceder à avaliação da *performance* baseando-se nos meios operacionais líquidos de impostos (MOLI), aos quais se imputa o custo do capital investido na empresa. O principal objetivo, deste método, é ultrapassar os problemas do EVA, enquanto medida de criação de valor. A grande inovação do CVA, relativamente ao EVA, foi considerar os ativos pelo seu valor bruto e não pelo valor líquido contabilístico.

Segundo Ottosson e Weissenrieder (1996), o CVA fornece à administração um *feedback* relevante, sobre o resultado financeiro das decisões de investimento passadas, ajudando-os a evitar repetir decisões de investimento precárias no futuro e a identificar os investimentos verdadeiramente rentáveis. Para os autores o cálculo desse modelo é determinado a partir do fluxo de caixa operacional (OCF) correspondente à soma de três rúbricas: lucro operacional antes de depreciações, juros e impostos (EBDIT ajustado por encargo de capital); investimento em *working capital* (fundo de maneo) e investimentos não estratégicos. O OCF é comparado com a procura de fluxo de caixa operacional (OCFD). OCFD representa o fluxo de caixa necessário para atender às necessidades financeiras do investidor em investimentos estratégicos da empresa. O CVA é calculado conforme a equação (7) (Ottosson & Weissenrieder, 1996):

$$\begin{aligned} NPV_{(\text{Investment})} &= \frac{OCF_1 - OCFD_1}{(1+r)} + \dots + \frac{OCF_n - OCFD_n}{(1+r)^n} = \frac{CVA_1}{(1+r)} + \dots + \frac{CVA_n}{(1+r)^n} & (7) \\ &= PV(CVA_{1\dots n}) \end{aligned}$$

Teixeira (2016) considera que a fórmula de cálculo do CVA é idêntica à do EVA, a diferença reside na substituição dos Resultados Operacionais Líquidos de Imposto (ROLI) pelos Meios Operacionais Líquidos de Impostos (MOLI). O ROLI inclui os custos não desembolsáveis, mas que não exigem qualquer saída monetária da empresa, o que significa que são rendimentos que contribuem para a criação de autofinanciamento que devem ser considerados na capacidade de libertação de excedentes do negócio. O CVA pode ainda ser calculado, através de seguinte equação (8) (Neves, 2011):

$$CVA = MOLI - WACC * CI \quad (8)$$

Teixeira e Amaro (2013) referem ainda que, o facto de custo não desembolsáveis se incluírem no cálculo do CVA isso não se condicionam os resultados em função das diferentes políticas contabilísticas adotadas pelas empresas no que respeita as amortizações e depreciações, as imparidades e as provisões do exercício. Assim este indicador pode ser calculado conforme a Tabela 2.

Tabela 2: Cálculo do *Cash Value Added (CVA)*

Resultado operacional	+
Imposto sobre Resultado Operacional	-
Resultado Operacional Líquido do Imposto (ROLI)	=
Amortização do Exercício	+
Provisões do Exercício	+
Meios Libertos Operacional (MOLI)	=
Imputação do custo do capital investido	-
<i>Cash Value Added (CVA)</i>	=

Fonte: Neve (2011)

O método do CVA pode ser calculado através das seguintes equações (9) e (10) (Fernandes, 2002):

$$CVA = ROLI_t + AC_t - AE_t - RU * WACC_t \quad (9)$$

Em que:

ROLI – Resultado Operacional Líquido do Imposto relativo ao ano t

AC – Amortizações Contabilísticas relativas ao ano t;

AE – Amortizações Económicas relativas ao ano t;

RU – Recursos Utilizados (ativo não corrente) no ano base;

t – Ano respetivo

WACC – Weighted Average Costo of Capital ou Custo Médio Ponderado do Capital relativo ao ano t.

$$AE_t = \frac{AF_t * WACC_t}{(1 + WACC_t)^u - 1} \quad (10)$$

Em que:

AF – Ativos Fixos relativo ao ano t;

u – Vida útil dos Ativos Fixos

1.2.2.4. Market Value Added (MVA)

Tanto EVA quanto o *market value added* (MVA- marca registada da *Stern Stewart & Co.*) advêm da gestão baseada em valor. São indicadores de medida de valor que surgiram para atender a uma forte procura por tendências de gestão mais arrojadas no mundo empresarial (Machado, 2020). Essa medida foi introduzida na década de 1980 e, desde então, tem recebido atenção considerável, por parte de empresas e académicos, como uma nova medida da avaliação de uma empresa e como sistema de avaliação de desempenho. MVA é conhecido como a melhor medida externa de desempenho de gestão a longo prazo (Yalcin et al., 2012).

O *Market Value Added* (MVA), é uma medida de *performance* acumulada, ou seja, traduz o valor de mercado atual de toda a atividade passada da empresa, num dado momento. Avalia assim o êxito dos investimentos realizados e as expectativas de crescimento no futuro. Não é mais do que a soma dos EVA esperados, ao longo dos anos, atualizados para o momento zero, conforme a equação (11) (Vieito & Maquieira, 2010).

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i} \quad (11)$$

Em que:

EVA – Valor Económico Criado;

WACC – Custo médio ponderado do capital;

n – Último ano de previsão

Portanto, a mudança no valor económico criado (EVA) ao longo de um determinado período de tempo está altamente correlacionada com a mudança no valor de mercado agregado, o que cria uma relação estreita entre as duas medidas. Alguns acreditam que a medida EVA é uma medida interna de desempenho, enquanto a medida MVA é considerada uma medida externa e abrangente de desempenho (Al-Awawdeh & Al-Sakini, 2018).

Segundo Panigrahi (2017) o MVA é a diferença entre o valor de mercado de uma empresa e o capital contribuído pelos investidores. Assim, este indicador pode ser calculado por meio da seguinte equação (12).

$$MVA = VM - CI \quad (12)$$

Em que:

VM- Valor do mercado das empresas;

CI – Capital investido.

1.2.2.5. Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Neves (2011) afirma que o CFROI surgiu como alternativa ao ROI e foi criado pela CSFB-*Holt Value Associates*. É uma métrica que compara os fluxos de caixa gerados com o valor investido, determinando assim uma taxa máxima de rentabilidade que os investidores poderão usufruir. Porém, é considerado como sendo o indicador mais difícil de operacionalizar tendo por objetivo a determinação de uma taxa interna de rentabilidade (TIR). Esta TIR tem em consideração o valor atual do investimento (ativos não correntes e necessidades de fundo de manuseio existentes, associados aos negócios), a sua vida útil e os meios libertos operacionais líquidos de impostos gerados no ano, sendo estes tidos como referência para os exercícios seguintes. Para além disto, os valores deverão ser calculados a preços correntes, ou seja, têm de considerar o impacto da inflação. Na prática o CFROI é calculado conforme a equação (13):

$$CFROI = AEPC + \frac{MLOLIPC}{1 + TIR} + \dots + \frac{MLOLIPC}{(1 + TIR)^n} + \frac{VR}{(1 + TIR)^n} \quad (13)$$

Sendo que:

AEPC – Ativo económico a preços correntes;

MLOLIPC – Meios libertos operacionais líquidos de impostos a preços correntes;

TIR – Taxa Interna de Rentabilidade;

VR – Valor residual.

Assim, CFROI mede o retorno real monetário sobre o capital investido numa empresa tendo em linha de conta uma TIR que terá de ser determinada. Ao contrário das medidas avaliações tradicionais, como ROA ou ROE, o CFROI é ajustado pelas diferenças contabilísticas e pela inflação. Portanto, muitas vezes apresenta uma imagem mais verdadeira do desempenho financeiro corporativo das empresas, dado que o CFROI incorpora as taxas reais de retorno e também tenta corrigir o efeito de distorção da inflação sobre o ativo (Warr, 2005).

Assim, devido ao modo como é calculado, são apontadas várias críticas a este indicador (Neves, 2011): a forma como a inflação tem impacto em cada tipo de ativo é muito subjetiva, sendo muito difícil operacionalizar o seu efeito para a determinação do valor criado; o facto de se considerarem os meios libertos operacionais líquidos de imposto sempre iguais ao longo dos anos, é uma utopia que não representa a verdadeira capacidade das empresas para criarem excedentes durante o período analisado; o investimento em fundo de maneo não é tido em referência nos anos previsionais, porque parte-se do princípio que também não altera o seu valor face ao montante que apresenta no ano considerado como de investimento, o que também não é correto; assim, está-se a determinar uma TIR sobre resultados potenciais e não sobre fluxos de caixa, o que não vai ao encontro do defendido pela teoria financeira.

Portanto, o CFROI é calculado através de procedimentos similares à avaliação de projetos de investimento, tendo como principal diferença o facto de não trabalhar com fluxos de caixa, mas sim, com meios libertos.

1.2.2.6. Shareholder Value Added (SVA)

O SVA é uma medida desenvolvida por Alfred Rappaport, considerado um dos métodos mais destacados na área de valor para os acionistas. Para Fernandez (2005), o SVA é a diferença entre o património atual dos acionistas, no final de um determinado ano e a riqueza que eles possuíram no ano anterior. Assim, é visto como uma ferramenta a ser considerada na decisão do nível de comunicação empresarial existente entre o acionista e a estratégia de negócio da empresa. Uma das fórmula de calculo do SVA é a seguinte – ver equação (14) (Largani, Kaviani, & Abdollahpour, 2012):

$$SVA = NOPAT - (WACC * CAPITAL) \quad (14)$$

1.3. Influência da localização geográfica na performance financeira das empresas

O papel da geografia para o desenvolvimento económico e o desempenho da empresa tem sido estudado pelo menos desde o final do século XIX. Fixado na economia clássica, Marshall teorizou três fatores que geram eficácia das empresas localizadas na mesma área geográfica: acesso a um conjunto de mão de obra especializada e qualificada, principais fornecedores e transferência de conhecimento (Sonderregger & Täube, 2010).

Para Folta, Cooper e Baik (2006) à medida que uma localização ganha empresas, também ganha infraestruturas úteis. Os seus mercados de trabalho aprofundam-se. Os custos de pesquisa para funcionários qualificados são menores. Não é apenas a concentração de mão de obra qualificada que distingue uma região, mas também a disponibilidade de fornecedores e uma variedade de

instituições regionais - incluindo universidades, distribuidores, consultoria especializada, pesquisa de mercado, serviços de teste, investidores e capitalistas de risco - que fornecem assessoria e serviços técnicos, estratégicos, financeiros e de rede que as empresas da região geralmente não podem pagar individualmente.

Até ao momento, a localização geográfica da empresa apresenta um significativo impacto na sua estrutura financeira. Segundo Carosi (2016) as finanças corporativas tem destacado, cada vez mais, a importância da localização geográfica da empresa, desde a estrutura do conselho, a remuneração e até à liquidez. O autor explica porquê a localização da empresa é importante:

- Os investidores têm uma forte preferência por ações geográficas próximas, o que por sua vez afeta o financiamento corporativa e as políticas de investimento;
- A proximidade facilita a transmissão de informações e sentimentos, que por sua vez, têm impacto significativo nas atividades e resultados económicos;
- A proximidade alivia os problemas da agência com melhor monitoramento e reduz as assimetrias de informações externas o que aumenta o desempenho da empresa.

Zhang (2015) argumentou que a proximidade industrial contribui para o desempenho de pequena empresa dentro da mesma região. No mesmo sentido Folta, Cooper e Baik (2006) afirmaram que existem um reconhecimento crescente de que a localização geográfica afeta o desempenho das empresas. Os autores sustentam que o local em que a empresa reside determina muitos elementos importantes no seu ambiente de negócio. Eles sugerem que as empresas estão motivadas a se localizar próximas umas das outras por causa das economias de aglomeração.

Malmberg, Malmberg, e Lundequist (2000) concluíram que as empresas, situadas em zonas urbanas, que beneficiam da aglomeração de outras empresas, apresentam um ambiente mais favorável, proporcionando vantagens competitivas relativamente às empresas situadas em zonas rurais. Em outras palavras, a presença em uma aglomeração é mantida para melhorar o desempenho de uma empresa reduzindo os seus custos com tangíveis e intangíveis que são compartilhados. Além disso, crê-se que a aglomeração empresarial, nas economias, surge devido à redução de custos ou ao aumento das receitas (ou ambos em simultâneo) provocado pela participação em transações locais.

Gao e Wang, (2011) atribuem as semelhanças, nas estruturas financeiras de empresas vizinhas, à imitação ou compartilhamento de informações entre executivos. Na mesma forma, as práticas contabilísticas podem ser compartilhadas ou imitadas localmente, assim como a qualidade dos lucros e a sensibilidade do valor de mercado. Os autores concluíram que, as empresas localizadas perto de empresas muito lucrativas teriam maiores lucros quando comparadas com empresas localizadas perto de empresas com baixos lucros, sendo a indicador de medida, para este estudo, o ROE.

No estudo realizado por Ribeiro e Costa (2017), na região de Douro, eles afirmam que a localização é um fator essencial para o sucesso de uma empresa. Os autores acreditam que a localização, nos dias atuais, é uma das decisões mais importantes a ser tomada pelo gestor. Decidir onde se

localizar é tão importante devido ao facto de estar ligado ao sucesso das vendas e pela diversidade de recursos que compreende. A localização é um dos principais fatores competitivos para uma organização, na medida em que, o local onde está situado afeta fatores como o produto, o *marketing*, as características da empresa, o preço, a gestão, entre outros. Podendo ainda ser influenciado por fatores externos como o destino em que está inserido, os recursos envolventes e as infraestruturas de apoio, que podem tornar uma empresa mais ou menos atrativo para um possível cliente ou investidor.

O conceito de sucesso e *performance* de uma empresa são difíceis de desagregar. No entanto, quando falamos sobre o sucesso de uma empresa estamos a pensar na combinação de alguns fatores que resultam da *performance* de todos os colaboradores da empresa. Porém, não existe uma receita universal que garanta o sucesso de uma empresa, pois grande parte dos fatores variam de empresa para empresa. Para além da localização há outros fatores que influenciam a *performance* das empresas tais como: a dimensão da empresa, a idade da empresa e a categoria da empresa (David, 2017). O sucesso de uma empresa é medido pela sua capacidade de adicionar riqueza aos seus acionistas dentro de um horizonte indeterminado de tempo, e não entendido dentro de uma visão efêmera dos resultados, muitas vezes consequência de variáveis que não se repetirão no futuro (Assaf Neto, 1999).

Segundo David (2017) em 1991, Kalleberg e Leicht introduziram a variável dimensão da empresa com fator influenciador da *performance*. Risseeuw (1997) ao estudar as micro-entidades identificou uma relação positiva entre a dimensão e a *performance*. O autor conclui que o impacto positivo da dimensão na *performance* torna-se menor a medida que a dimensão aumento.

Também Serrasqueiro e Nunes (2008) afirmam que a dimensão é considerada uma variável fundamental para explicar a *performance* da empresa. Os autores efetuaram um estudo onde pretende estudar a relação entre a dimensão e a *performance* das pequenas e médias empresas portuguesas. Nesse estudo, os autores utilizam, como medidas de dimensão, os ativos, as vendas e o número de trabalhadores. Concluíram que existe uma relação positiva e estatisticamente significativo entre a *performance* e a dimensão das pequenas e médias empresas, independentemente da medida de dimensão usada. No entanto, a relação entre a dimensão e a *performance* das grandes empresas portuguesas não é estatisticamente significativo.

Para apurar a dimensão de uma empresa, é fundamental analisar os dados da empresa com base em três critérios: pelo número de trabalhadores, volume de negócio, ou balanço total anual. A comparação dos seus dados com os limiares relativos aos três critérios, permitir-lhe determinar se uma empresa é micro, pequeno, médio ou grande.

Existe uma grande diversidade de estudos realizados com objetivo de analisar o desempenho das empresas pelo método do EVA. Na Tabela 3 apresenta-se uma síntese de alguns trabalhos realizados sobre a avaliação da *performance* com base na metodologia EVA.

Tabela 3: Síntese de trabalhos anteriores realizados sobre a avaliação da *performance* das empresas

Autores	Países	Estudo	Tamanho da Amostra	Resultados
Bacidore et al., (1997)		A busca pela melhor medida de <i>performance</i> financeira	25 empresas	O REVA superou o EVA
Abdeen e Haight, (2002)		comparar o desempenho de empresas usuárias de EVA com empresas não usuárias	Fortune 500	Não apoia o uso do EVA como medida de criação de valor para os acionistas.
Fernandez, (2005)		A criação de valor para acionista uma definição e quantificação		Que é um erro dá o EVA uma medida de criação de valor para os acionistas em cada período, mas sim propor metas para os gestores e unidades de negócio.
Peixoto, (2005)	Portugal	Valor Económico Agregado	39 empresas	O EVA não possui mais conteúdo informacional do que RO e RL explicando o Valor de Mercado de Ações
Duarte (2011)	Portugal	A avaliação da <i>performance</i> empresarial pelo EVA e a sua relação com o valor da empresa	23 empresas	há correlação inversa entre o EVA e o valor de mercado das empresas
Kyriazis e Anastassis, (2007)	Europa (Atenas)	A Validade da Abordagem do EVA: uma Aplicação Empírica	121 empresas	Lucro superam o EVA

Fonte: Elaboração própria

Tabela 3: Síntese de trabalhos anteriores realizados sobre a avaliação da *performance* das empresas (continuação)

Autores	Países	Estudo	Tamanho da Amostra	Resultados
Meneses, Cunha, Luca, e Holanda, (2012)	Brasil	Criação ou destruição de valor na perspectiva do EVA no <i>ranking</i> das maiores empresas da revista exame	316 empresas	217 criaram valor para os investidores, enquanto 99 destruíram valor.
Sharma e Kumar, (2012)	Índia	EVA versus medidas de performance tradicionais		EPS é melhor medida de avaliação dos acionistas
Alsoboa, (2017)	Jordânia	A influência do EVA e da ROA no valor criado para os acionistas	51 empresas	Uma medida financeira não pode ser suficiente para medir o valor criado para os acionistas nem o desempenho das empresas

Fonte: Elaboração própria

Pela tabela 3 pode-se verificar que existe uma grande diversidade de trabalho realizado com objetivo de avaliação de performance das empresas. Alguns estudos têm como objetivo de analisar quais empresas que criam ou destroem valores para os seus acionistas, outros que comparam as medidas tradicionais com medida baseado na criação de valor e outros estudos abordam a avaliação de performance sob a ótica do EVA e a sua capacidade de medição da criação de valor.

Em síntese, a avaliação de performance das empresas, está voltada principalmente para a capacidade destas em criar valor para os seus acionistas. Por isso, embora não seja uma tarefa fácil, novas técnicas de gestão têm sido introduzidas, bem como novos instrumentos de avaliação de performance, com vista a auxiliar os gestores na tomada de decisões.

Foram apresentados vários métodos de avaliação de performance financeira (os métodos tradicionais e os métodos baseado na criação de valor). Os métodos tradicionais têm a vantagem de ser facilmente calculado. Mas todos têm limitações que reduzem o seu potencial como instrumento de avaliação e de medida de criação de riqueza. Estes métodos apoiam no resultado

contabilístico, os quais podem ser distorcidos através dos princípios contabilísticos geralmente aceites (Bognárová, 2017).

Os métodos de avaliação tradicionais foram muito criticados por não incorporar no seu cálculo o custo de capital, o risco da empresa e a suas expectativas futuras. E os métodos de avaliação com base na criação de valor vêm ultrapassar as limitações existentes nos métodos tradicionais. De forma geral, podemos dizer que existem uma característica comum á todos os métodos baseados na criação de valor. Virtualmente todos os métodos encontram-se enraizados no conceito de que as empresas não devem olhar apenas para os lucro gerados, os quais estão sujeitos a distorções contabilísticos, mas sim à rendibilidade destas que exceda o seu custo de capital (Fernandes, 2002).

O método do EVA é considerado como uma medida única e simples que dá uma real imagem da criação de valor para os seus acionistas. Também o EVA se utiliza no seu cálculo elementos das demonstrações financeiras da empresa, que podem distorcer a realidade económica da empresa. Para evitar esta situação é necessário proceder alguns ajustes no seu cálculo. O cálculo do EVA é idêntico o do CVA, a diferença reside na substituição dos ROLI pelo MOLI. O EVA é uma medida interna de desempenho enquanto a medida MVA é considerada medida externa na avaliação de desempenho.

Podemos concluir que a localização geográfica da empresa tem impacto positivo na performance financeira da empresa e também é um dos fatores essenciais na tomada de decisão pelo gestor, uma empresa bem ou mal localizada por afetar o seu valor.

2. Desenho do Estudo Empírico

O presente estudo visa analisar o impacto da localização geográfica na *performance* económico-financeira das empresas, aplicando o método do *Economic Value Added* (EVA). Esta temática está pouco tratada quer a nível académico, quer a nível empresarial, como se pode evidenciar no capítulo anterior da revisão de literatura. A localização das empresas, no dia de hoje, é um dos fatores essenciais na tomada de decisão pelo gestor, ou seja, uma empresa bem ou mal localizada afeta o seu valor. Neste contexto, o EVA surge como uma das metodologias de cálculo do valor da empresa. Como referido anteriormente, o EVA é uma medida de desempenho financeira que permitirá aos gestores e investidores identificar se a empresa está criando ou destruído valor para os seus acionistas.

Neste capítulo começa-se por apresentar o objetivo do estudo e hipóteses de investigação, bem como a população e amostra selecionado para o estudo, e por fim o método para avaliação das empresas em estudo e a descrição das variáveis.

2.1. Objetivo do Estudo e Hipóteses de Investigação

O presente estudo pretende dar resposta à seguinte questão de investigação: Será que a localização das empresas afeta o seu desempenho (*performance*) económico-financeira? Assim, o presente estudo tem como objetivo principal verificar se a localização geográfica das empresas afeta o seu valor e conseqüentemente a sua *performance* económico-financeira desta, sendo utilizado como medida da *performance* o indicador EV). Como objetivos específicos, definiram-se os seguintes:

- Determinar a *performance* das empresas pelo método do EVA;
- Identificar se existem diferenças na *performance* das empresas do litoral e do interior;
- Analisar o impacto da localização na *performance* das empresas;
- Analisar o impacto da dimensão na *performance* das empresas.

Nesta perspetiva, as hipóteses de investigação (HI), para as quais se pretende obter a sua validação neste estudo, são os seguintes:

HI 1: A localização das empresas tem impacto positivo na *performance* económico-financeira das empresas.

HI 2: A dimensão da empresa tem impacto positivo no desempenho das empresas.

HI 3: As empresas do litoral apresentam diferenças na *performance* económico-financeira relativamente às empresas do interior.

2.2. População versus Amostra

Para dar resposta aos objetivos propostos será selecionada um conjunto de empresas portuguesas ativas do setor de atividade turismo de todas as regiões de Portugal continental, da divisão do CAE-Rev.3 (Classificação Portuguesa das Atividades Económicas) 55 – Alojamento, recaindo desta forma no sector de atividade I – Alojamento Restauração e Similares.

Para uma melhor comparabilidade dos resultados e por forma a garantir a homogeneidade da amostra, foram excluídas as empresas com capital próprio negativo, passivo negativo, custo do capital alheio menor que zero e maior que 30% uma vez que, os valores destas empresas iriam distorcer os valores do EVA.

Os dados económico-financeiros das empresas foram recolhidos da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), para o horizonte temporal de 2011 a 2020. Obteve-se assim 2.023 empresas, distribuídas por Portugal continental e ilhas, pertencentes à divisão do CAE (Rev.3) 55 – Alojamento, do período compreendido entre 2011 a 2020, pelo que se obteve um total de 20.230 observações. Após a retirada dos *outliers* permaneceram na nossa amostra 16.186 observações, sendo que 4.044 observações correspondem a valores com capital próprio negativo.

2.3. Descrição do Método e Definições das Variáveis

Depois de abordar vários métodos de avaliação de *performance* financeira das empresas no primeiro capítulo, o estudo de caso centra-se no método do EVA, tendo em conta as suas vantagens deste método apesar das suas limitações.

2.3.1. Método *Economic Value Added* (EVA)

O *Economic Value Added* (EVA), é um modelo que foi criado para a utilização em empresas, como fonte de informação relacionada à criação de valor ao acionista, que possibilita o conhecimento e a mensuração do desempenho empresarial. E este indicador permite a executivos, acionistas e investidores avaliar com clareza se o capital investido num determinado negócio está sendo bem aplicado (Müller & Teló, 2003).

Assim o EVA é calculado através da seguinte fórmula (15):

$$\text{EVA} = \text{EBIT} * (1 - t) - (\text{WACC} * \text{CI}) \quad (15)$$

Em que:

EVA - *Economic Value Added*;

EBIT - Resultado antes de juros, impostos;

T – Taxa de imposto sobre rendimento;

WACC – Custo médio ponderado do capital;

CI – Capital investido.

A Stern Stewart & Co., detentora da marca enumerou alguns ajustamentos que deveriam ser efetuados às demonstrações contabilísticas como forma de suprir algumas insuficiências da contabilidade. Os analistas financeiros internos têm informação suficiente para fazer estes ajustamentos, os analistas externos terão de sujeitar-se à informação proporcionada pelos relatórios de gestão público (balanço e demonstração de resultado) (Neves, 2000). No presente trabalho, dado que os valores contabilísticos foram retirados da base de dados SABI, não se dispõe de informação extra-contabilística para se proceder aos respetivos ajustes.

No entanto, Neves (2011) consideram que os ajustamentos propostos às demonstrações financeiras, para calcular o EVA, têm apenas um efeito marginal e, dada a complexidade de alguns desses ajustamentos, indica que é mais prático usar demonstrações financeiras que sigam os princípios contabilísticos normalmente aceites, o que é o caso da amostra do presente estudo.

2.3.2. Descrição de Variáveis

Para uma melhor compreensão do método do EVA, procede-se a uma análise mais detalhada de cada uma das variáveis que o compõe: resultado antes de juros e impostos (EBIT), custo médio ponderado do capital (WACC) e o capital investido (CI).

O resultado antes de juros, impostos, e após depreciação e amortização (EBIT), é o primeiro passo no cálculo do EVA, é obtido através dos dados das demonstrações financeiras. Relativamente ao imposto sobre rendimento das pessoas coletivas (IRC) esta taxa é aplicada através de um pressuposto, assumindo como valores 21%.

2.3.2.1. Custo Médio Ponderado de Capital – WACC

Para Young (1997) o custo do capital ou *weighted average cost of capital* (WACC), é igual à soma do custo de cada um dos componentes do capital - dívida de médio e longo prazo (capital alheio) e capital próprio ponderada para as suas proporções relativas na estrutura de capital da empresa.

O conceito de custo de capital é normalmente associado ao retorno que determinado investimento deve proporcionar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores, tendo em conta o risco do negócio. Em particular, ao nível das empresas, o conceito de custo do capital prende-se com as decisões dos investidores sobre os ativos em que investir

e a forma como os financiar, tendo presente a maximização do valor da organização (Neves, 2002).

Segundo Vieito e Maquieira (2010), podem ser calculado através da seguinte equação (16).

$$WACC = \%CP * Ke + \%CA * Kd * (1 - t) \quad (16)$$

Em que:

WACC – Custo médio ponderado de capital;

%CP – Peso capital próprio;

%CA – Peso capital alheio;

Ke – Custo de capital próprio;

Kd – Custo de capital alheio;

t – Taxa de imposto sobre rendimento.

Tomazoni e Menezes (2002) declaram que o problema da estimativa do custo médio ponderado de capital, em empresas de capital fechado, deve-se ao facto das empresas não possuírem ações e títulos de dívida, negociados em Bolsa de Valores, donde deriva a inexistência de valores de mercado quer para as suas dívidas como para os seus capitais próprios. Neste sentido, Copeland et al., (2000) ressaltam a dificuldade de estimar o custo de capital próprio de empresas não cotadas, uma vez que não é perceptível no mercado. Ou seja, o custo de oportunidade do financiamento pelo capital ordinário é o de mais difícil estimativa porque não pode ser diretamente observado no mercado. Dada esta limitação, foi considerado para este estudo um custo do capital próprio de 5,1%. Para este caso Neves (2002) utiliza como custo do capital, a rentabilidade média obtida por todas as empresas do mesmo sector de atividade em determinado mercado. O autor considera, também, um enorme erro, a utilização da rentabilidade histórica dos capitais próprios da empresa ser sujeita a avaliação como custo do capital, porque esta rentabilidade não representa no momento atual o custo de oportunidade para o investidor.

Relativamente ao custo com capital alheio, uma vez que a rubrica “juros e gastos simulares suportados” apresenta os gastos financeiros com o total do passivo, corrente e não corrente, foi utilizado o total do passivo para terminar o custo do capital alheio como se verifica pela equação (17).

$$Kd = \frac{\text{Gastos Financeiros}}{\text{Passivo}} \quad (17)$$

O WACC resulta da ponderação do custo do capital próprio e do custo do capital alheio após impostos, com o peso relativo de cada fonte de financiamento na estrutura de financiamento do projeto. O peso do capital próprio é calculado dividindo o valor total do capital próprio pela

totalidade do ativo e o peso do capital alheio é dividindo o valor dos juros suportados pelo total do passivo.

2.3.2.2. Capital Investido

Neves (2011) refere-se ao capital investido como o investimento efetuado pelos credores e acionistas. Pelo que o passivo cíclico não deve ser considerado como capital investido, uma vez que é financiamento do ciclo de exploração. No entanto, uma vez que para o cálculo do custo com capital alheio foi considerado o total do passivo, pelas razões indicadas, para a determinação do investimento considera-se o total do ativo. Deste modo, são consideradas, para o cálculo do EVA, tanto as necessidades cíclicas como os recursos cíclicos, os quais correspondem às rubricas ligadas diretamente ao ciclo de exploração com carácter corrente. De salientar que as Necessidades Cíclicas englobam os inventários, clientes e outras contas a receber de exploração e os recursos cíclicas por sua vez são compostos pelos fornecedores e outras contas a pagar de exploração (Teixeira & Amaro, 2013).

2.3.2.3. Dimensão da empresa

De acordo com a diretiva 2013/34/EU, de 26 de junho, uma empresa é considerada micro-entidade quando possui duas dos três critérios seguintes: detém menos de 10 trabalhadores, o volume de negócio é inferior a 700.000€, o seu balanço anual não superior a 350.000€. Para ser considerada pequena entidade, deve reunir pelo menos duas condições: não deter mais de 50 trabalhadores, volume de negócio não superior a 8 000 000 euros e o balanço anual não superior a 4 000 000 euros. São considerados Médio Entidade aqueles que possuíram duas dos três critérios: possui menos de 250 trabalhadores, volume de negócio não superior a 40 000 000 euros e o seu balanço total anual não superior a 20 000 000 euros. Assim uma entidade que apresenta um número de trabalhadores superior a 250, um volume negócio superior 40 000 000 euros e balanço total anual superior a 20 000 000 euros será considerado Grande Entidade.

2.4. Tratamento e Análise dos Dados

O estudo, assenta numa investigação quantitativa e incidirá numa análise de estatística descritiva: medidas de tendência central (média) e medida de dispersão (desvio padrão), sendo utilizado informações provenientes das demonstrações financeiras das empresas (balanço e demonstração de resultado). Para validação das hipóteses, utilizamos o nível de significância de 5%. A análise estatística será efetuada com recurso ao software de análise estatística SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*).

3. Apresentação e Análise dos Resultados

De seguida apresenta-se a análise estatística e os resultados obtidos pela análise dos dados recolhidos referentes às empresas que constituem a amostra em estudo.

3.1. Caracterização da Amostra

A amostra total é constituída por 20.230 empresas de setor de atividade turismo, divisão do CAE 55 – alojamentos. Como se pode verificar pela análise da Tabela 4 o distrito de Lisboa é o que apresenta maior concentração de empresas (19,4%) logo seguido do distrito de Faro com 17,2% e só depois vem o distrito do Porto com 12,6% das empresas. No entanto, é o distrito de Beja que apresenta maior área geográfica por m², sendo Lisboa logo seguido do Porto os distritos que apresentam menor área geográfica por empresa, ou seja, maior concentração por Km² de empresas.

Tabela 4: Localização das empresas por distrito

	n.º de empresas		área geográfica (Km ²)	
	Frequência	(%)	Frequência	(%)
Viana do Castelo	540	2,7%	2 255	2,5%
Braga	770	3,8%	1 673	1,8%
Vila Real	400	2,0%	4 328	4,8%
Aveiro	790	3,9%	2 808	3,1%
Porto	2 550	12,6%	2 395	2,6%
Viseu	710	3,5%	5 007	5,5%
Bragança	350	1,7%	6 608	7,3%
Guarda	480	2,4%	5 518	6,1%
Coimbra	620	3,1%	3 947	4,3%
Leiria	950	4,7%	3 515	3,9%
Castelo Branco	390	1,9%	6 675	7,3%
Lisboa	3 920	19,4%	2 761	3,0%
Santarém	700	3,5%	6 747	7,4%
Setúbal	650	3,2%	5 064	5,6%
Beja	560	2,8%	10 225	11,2%
Portalegre	280	1,4%	6 065	6,7%
Évora	360	1,8%	7 393	8,1%
Faro	3 480	17,2%	4 960	5,4%
Ilha da Madeira	920	4,5%	801	0,9%
Ilha dos Açores	810	4,0%	2 333	2,6%
Total	20 230	100,0%	91 078	100,0%

Fonte: Elaboração própria

Como se verifica, pela análise da Tabela 5, as empresas da amostra são maioritariamente microentidades (80,6%) ou seja, apresentam cumulativamente dois dos três limites, menos que 10 trabalhadores ou um total do ativo inferior a 350.000€ ou um volume de negócios inferior a 700.000€.

De realçar ainda que apenas se encontram empresas de grande dimensão nas regiões do Norte, Lisboa e Vale do Tejo, e no Algarve.

Tabela 5: Dimensão das empresas da amostra

	Dimensão				Total
	Microentidade	Pequenas entidades	Médias entidades	Grande entidade	
Norte Portugal	4296	770	42	2	5110
Centro Portugal	2502	413	15	0	2930
Lisboa e Vale do Tejo	4332	1086	84	8	5510
Alentejo	1244	225	1	0	1470
Algarve	2661	698	113	8	3480
Região Autónoma dos Açores	627	167	16	0	810
Região Autónoma da Madeira	635	249	36	0	920
Total	16297	3608	307	18	20230

Fonte: Elaboração própria

Pela análise da Tabela 6 pode-se verificar que a estrutura da amostra é muito semelhante à estrutura da população retirada do Banco de Portugal.

Tabela 6: Comparação da amostra com a população.

	Amostra		População	
	n.º empresas	(%)	n.º empresas	(%)
Microentidade	1 630	80,6%	11 167	89,7%
Pequenas entidades	361	17,8%	1 012	8,1%
Médias entidades	31	1,5%	247	2,0%
Grande entidade	2	0,1%	24	0,2%
Total	2 023	100,0%	12 450	100,0%

Fonte: Elaboração própria

3.2. Estatística Descritivas das Variáveis

Pela análise da Tabela 7 Tabela 7: Estatística descritiva da amostra verifica-se que a amostra apresenta empresas com valores anormais, como capital próprio negativo, total do passivo negativo e custo do capital alheio, sendo retiradas da amostra as empresas envolvidas.

Tabela 7: Estatística descritiva da amostra

	n	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Total do ativo não corrente	20230	- €	133 103 106 €	1 059 247 €	4 281 028 €
Total do ativo	20230	0 €	147 587 745 €	1 411 334 €	4 751 825 €
Total do capital próprio	20230	- 16 042 706 €	95 032 598 €	548 907 €	2 834 414 €
Total do passivo não corrente	20230	- €	64 477 752 €	541 192 €	2 060 667 €
Total do passivo	20230	- 1 384 €	74 783 136 €	862 426 €	2 625 852 €
Vendas e serviços prestados	20230	- €	43 695 286 €	395 246 €	1 373 369 €
Resultado antes de gastos de financiamento e impostos	20230	- 19 398 461 €	13 553 335 €	28 052 €	315 777 €
Juros e gastos similares suportados	20230	- €	3 463 351 €	10 323 €	60 896 €
Resultado antes de impostos	20230	- 19 398 461 €	13 557 974 €	18 092 €	313 050 €
Resultado líquido do período	20230	- 19 398 461 €	13 553 029 €	10 663 €	289 766 €
Pessoas ao serviço da empresa, remuneradas e não remuneradas:	20230	0	602	8,25	21,417
número médio de pessoas					
Dimensão	20230	1	4	1,21	0,450
NUT II	20230	1	7	3,07	1,732
Custo capital alheio	20230	-34,80%	1180,10%	0,9180%	10,72259%
Custo capital próprio	20230	5,10%	5,10%	5,1000%	0,00000%
WACC	20230	-29,70%	1185,20%	6,0180%	10,72259%
EVA	20230	- 15 438 552 €	9 054 383 €	- 63 630 €	329 483 €
N válido (de lista)	20230				

Fonte: Elaboração própria

Após ter-se removido os *outliers* da amostra a mesma ficou com 16.186 observações como se verifica pela Tabela 8.

Tabela 8: Estatística descritiva das variáveis, sem *outliers*

	n	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Total do ativo não corrente	16186	- €	133 103 106 €	1 218 100 €	4 733 865 €
Total do ativo	16186	500 €	147 587 745 €	1 617 101 €	5 240 424 €
Total do capital próprio	16186	7 €	95 032 598 €	738 207 €	3 115 870 €
Total do passivo não corrente	16186	- €	64 477 752 €	549 430 €	2 177 264 €
Total do passivo	16186	0 €	74 783 136 €	878 895 €	2 785 018 €
Vendas e serviços prestados	16186	- €	43 695 286 €	446 018 €	1 381 904 €
Resultado antes de gastos de financiamento e impostos	16186	- 19 398 461 €	13 553 335 €	40 329 €	341 839 €
Juros e gastos similares suportados	16186	- €	2 092 270 €	10 411 €	54 400 €
Resultado antes de impostos	16186	- 19 398 461 €	13 557 974 €	30 310 €	337 580 €
Resultado líquido do período	16186	- 19 398 461 €	13 553 029 €	21 310 €	310 999 €
Pessoas ao serviço da empresa, remuneradas e não remuneradas: número médio de pessoas	16186	0	602	9,12622019	21,39668603
Dimensão	16186	1	4	1,246385765	0,47847802
NUT II	16186	1	7	3,095143952	1,737081775
Custo capital alheio	16186	0,00%	29,90%	0,79%	1,68%
Custo capital próprio	16186	5,10%	5,10%	5,10%	0,00%
WACC	16186	5,10%	35,00%	5,89%	1,68%
EVA	16186	- 15 438 552 €	9 054 383 €	- 65 288 €	350 764 €
N válido (de lista)	16186				

Fonte: Elaboração própria

Como se verifica na Tabela 8 a amostra é constituída por empresas muito pequenas e empresas muito grandes com maior prevalência as microempresas como referido anteriormente.

De acordo com a Tabela 9, verifica-se que as entidades que apresentam um EVA positivo, durante o período de 2011 a 2020, são as grandes entidades na região Norte e as médias entidades na região autónoma da Madeira. Deste modo, verifica-se que, durante este período, em média, as empresas da amostra destruíram valor para os seus acionistas. Idêntico comportamento foi verificado por Hall (2012), em que em médio as empresas em estudo apresentaram um EVA negativo. Um estudo realizado na Grécia por Kyriazis e Anastassis (2007), com 856 observações, o valor médio do EVA das empresas da amostra segue a mesma tendência negativa.

Tabela 9: EVA por região e dimensão da empresa

		EVA		
		Média	Mediana	Desvio padrão
Norte Portugal	Microentidade	-29541,66	-12827,95	86491,58
	Pequenas entidades	-103212,73	-56580,58	248592,96
	Médias entidades	-788537,34	-639663,41	1564813,88
	Grande entidade	257418,93	257418,93	5168,96
Centro Portugal	Microentidade	-26580,54	-12411,18	65118,70
	Pequenas entidades	-124912,10	-100359,67	248080,80
	Médias entidades	-342601,73	-471176,73	642210,69
	Grande entidade			
Lisboa e Vale do Tejo	Microentidade	-39351,81	-11084,27	126580,83
	Pequenas entidades	-113705,63	-51894,65	408212,05
	Médias entidades	-610926,18	-288446,72	1992326,82
	Grande entidade	-4485750,18	-4438866,05	1920600,10
Alentejo	Microentidade	-29887,99	-22437,45	55799,35
	Pequenas entidades	-123997,04	-52194,96	201328,90
	Médias entidades	-77175,82	-77175,82	
	Grande entidade			
Algarve	Microentidade	-37559,82	-13514,78	105491,07
	Pequenas entidades	-75553,51	-30188,79	334858,83
	Médias entidades	-812153,13	-220871,76	1855750,85
	Grande entidade	-833396,36	-823339,89	1273119,79
Região Autónoma dos Açores	Microentidade	-29859,07	-16750,22	67174,62
	Pequenas entidades	-188884,81	-145520,32	237249,09
	Médias entidades	-575318,49	-453540,38	1343632,11
	Grande entidade			
Região Autónoma da Madeira	Microentidade	-66641,69	-22788,31	535501,14
	Pequenas entidades	-279318,30	-125007,84	1062778,63
	Médias entidades	85689,55	-25003,90	532274,78
	Grande entidade			

Fonte: Elaboração própria

De salientar ainda o elevado desvio padrão verificado essencialmente nas médias e grandes entidades praticamente em todas as regiões o que revela uma elevada variação neste grupo de entidades.

3.3. Validação Hipóteses de Estudo

No seguimento de dar resposta à pergunta de investigação “Será que a localização das empresas afeta o seu desempenho (*performance*) económico-financeira?” foram formuladas algumas hipóteses de investigação que serão tratadas de seguida.

Para realizar as hipóteses de investigação que se seguem recorreu-se ao método de regressão linear múltipla e à análise univariada de variância, ambas ferramentas estatísticas do *software* SPSS. A referida análise foi considerada como variável dependente o EVA e as variáveis independente a localização e dimensão das empresas (os ativos, número de trabalhador e volume de negócio), com um nível de significância de 5%.

H1 1: A localização das empresas tem impacto positivo na *performance* económico-financeira das empresas.

Foi desenvolvida a regressão linear através do modelo linear geral univariada sendo considerada como variável dependente o EVA e como variável independente a região (NUT II) das empresas da amostra. Na Tabela 10 encontra-se a estatística descritiva do modelo onde se verifica que, em todas as regiões, o EVA médio das empresas é negativo.

Tabela 10: Estatística descritiva do EVA, por região (NUT II)

NUT II	Média	Desvio Padrão	n
Norte Portugal	-50190,7310	220113,28257	4017
Centro Portugal	-44549,9440	133430,04641	2387
Lisboa e Vale do Tejo	-75940,0610	420211,30440	4278
Alentejo	-47118,8576	106026,27638	1177
Algarve	-76161,4256	427508,49414	2894
Região Autónoma dos Açores	-77584,1045	250564,01065	736
Região Autónoma da Madeira	-130479,6787	762554,49561	697
Total	-65287,5795	350763,71108	16186

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 11 é apresentada a janela da ANOVA onde se verifica que a região (NUT II) tem efeito estatisticamente significativo com um *p-value* <0,001. O teste F aplicado tem por fase as seguintes hipóteses:

H_0 : O ajuste do modelo construído = o ajuste do modelo sem predictor

H_1 : O ajuste do modelo construído \neq o ajuste do modelo sem predictor

Como o *p-value* <0,001 rejeita-se H_0 ou seja, o modelo tem uma capacidade preditora acima do modelo novo. No entanto, o R^2 não é representativo da população uma vez que o seu valor é de 0,3%.

Tabela 11: Testes de efeitos entre sujeitos

Origem	Tipo III Soma dos Quadrados	gl	Quadrado Médio	F	Sig.
Modelo corrigido	6,E+12	6	1,E+12	8,465	<0,001
Intercepto	5,E+13	1	5,E+13	420,043	<0,001
NUTII	6,E+12	6	1,E+12	8,465	<0,001
Erro	2,E+15	16179	1,E+11		
Total	2,E+15	16186			
Total corrigido	2,E+15	16185			

Nota: gl – graus de liberdade; F – valor do teste; Sig. – valor de prova

Fonte: Elaboração própria

Através da Tabela 12 pretende-se verificar a influência das regiões no EVA das empresas. O modelo selecionou a “Região Autónoma da Madeira” como uma região de referência uma vez que é a última região da lista de regiões. A aplicação do teste *t-Student*, para avaliar a significância das regiões, tem por base as seguintes hipóteses:

$$H_0: B = 0$$

$$H_1: B \neq 0$$

Tabela 12: Estimativa dos parâmetros do modelo

Parâmetro	B	Desvio Padrão	t	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite inferior	Limite superior
Intercepto	-130479,679	13267,777	-9,834	0,000	-156485,989	-104473,368
Norte Portugal	80288,948	14372,822	5,586	0,000	52116,627	108461,268
Centro Portugal	85929,735	15080,965	5,698	0,000	56369,375	115490,095
Lisboa e Vale do Tejo	54539,618	14307,848	3,812	0,000	26494,653	82584,582
Alentejo	83360,821	16741,514	4,979	0,000	50545,602	116176,040
Algarve	54318,253	14779,393	3,675	0,000	25349,008	83287,499
Região Autónoma dos Açores	52895,574	18513,237	2,857	0,004	16607,583	89183,566
Região Autónoma da Madeira	0 ^a					

Fonte: Elaboração própria

Verifica-se que todas as regiões são estatisticamente significativas com um grau de significância de *p-value* <0,001 (ver Tabela 12). Em todas as regiões as empresas apresentam uma variação positiva, uma vez que a “Região Autónoma da Madeira” é aquela em que as empresas apresentam menor EVA, sendo a região “Centro” aquela que apresenta maior valor. No entanto, é a “Região Autónoma da Madeira” a que apresenta maior desvio padrão o que revela uma grande amplitude do EVA entre as empresas dessa região. Assim, as empresas localizadas na

região “Centro” de Portugal apresentam, em média, um EVA superior às empresas da “Região Autónoma da Madeira” em 85.929,74€. A região que apresenta menor crescimento face à “Região Autónoma da Madeira” é a “Região Autónoma dos Açores” com um valor de 52.895,57€.

Fazendo a mesma análise por distritos verifica-se, pela Tabela 13, que todos os distritos apresentam EVA negativo há semelhança dos resultados obtidos por regiões.

Tabela 13: Estatística descritiva do EVA, por distritos

Distrito	Média	Desvio Padrão	n
Viana do Castelo	-37912,2405	90713,27252	403
Braga	-59104,3800	137685,13295	567
Vila Real	-62452,7286	157153,64730	302
Aveiro	-34928,6933	84338,04452	638
Porto	-48213,7109	275527,76511	2108
Viseu	-43406,8326	102026,76420	588
Bragança	-69523,3060	204318,32764	231
Guarda	-45598,8195	92863,96128	361
Coimbra	-68548,5847	192884,57591	509
Leiria	-50266,3150	152999,86355	763
Castelo Branco	-21889,7644	109674,90700	326
Lisboa	-87181,7606	493591,96052	3013
Santarém	-51227,9039	115146,46412	591
setúbal	-32549,4827	98507,08815	524
Beja	-43155,5973	93443,17833	448
Portalegre	-76975,6812	146252,82592	215
Évora	-45581,9845	95441,61580	272
Faro	-76161,4256	427508,49414	2894
Região Autónoma dos Açores	-77584,1045	250564,01065	736
Região Autónoma da Madeira	-130479,6787	762554,49561	697
Total	-65287,5795	350763,71108	16186

Fonte: Elaboração própria

Pela Tabela 14 verifica-se que os distritos têm efeito estatisticamente significativo com um *p-value* <0,001. No entanto, o R² continua a não ser representativo da população uma vez que o seu valor se mantém em 0,3%.

Tabela 14: Testes de efeitos entre sujeitos

Origem	Tipo III Soma dos Quadrados	gl	Quadrado Médio	F	Sig.
Modelo corrigido	9,E+12	19	5,E+11	3,707	<0,001
Intercepto	3,E+13	1	3,E+13	260,160	<0,001
Distrito_cod	9,E+12	19	5,E+11	3,707	<0,001
Erro	2,E+15	16166	1,E+11		
Total	2,E+15	16186			
Total corrigido	2,E+15	16185			

Nota: gl – graus de liberdade; F – valor do teste; Sig. – valor de prova

Fonte: Elaboração própria

Através da Tabela 15 verifica-se a influência dos distritos no EVA das empresas. Há semelhança da análise por regiões o modelo selecionou a “Região Autónoma da Madeira” como uma região de referência uma vez que é a última região da lista de regiões. Verifica-se que todos os distritos são estatisticamente significativos com um grau de significância de $p\text{-value} < 0,001$, com exceção dos distritos de Vila Real, Bragança, Coimbra, Lisboa, Évora e a Região Autónoma dos Açores que apresentam um grau de significância $p\text{-value} < 0,05$ e Portalegre que apresenta um $p\text{-value} < 0,10$. Em todas os distritos as empresas apresentam uma variação positiva, uma vez que a “Região Autónoma da Madeira” é aquela em que as empresas apresentam menor EVA. Castelo Branco é o distrito que apresenta maior variação face ao distrito da “Região Autónoma da Madeira” com um valor de 108.589,914, ou seja, neste distrito, em média, as empresas apresentam um EVA superior neste montante face ao distrito da “Região Autónoma da Madeira”.

Tabela 15: Estimativas dos parâmetros do modelo, por distritos

Parâmetro	B	Desvio Padrão	t	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite inferior	Limite superior
Intercepto	-130479,679	13265,061	-9,836	<0,001	-156480,668	-104478,690
Viana do Castelo	92567,438	21915,586	4,224	<0,001	49610,464	135524,413
Braga	71375,299	19805,749	3,604	<0,001	32553,838	110196,760
Vila Real	68026,950	24126,178	2,820	0,005	20736,969	115316,931
Aveiro	95550,985	19188,435	4,980	<0,001	57939,528	133162,443
Porto	82265,968	15301,725	5,376	<0,001	52272,893	112259,043
Viseu	87072,846	19609,755	4,440	<0,001	48635,555	125510,137
Bragança	60956,373	26587,485	2,293	0,022	8841,958	113070,788
Guarda	84880,859	22709,025	3,738	<0,001	40368,655	129393,064
Coimbra	61931,094	20418,509	3,033	0,002	21908,556	101953,633
Leiria	80213,364	18349,466	4,371	<0,001	44246,379	116180,348
Castelo Branco	108589,914	23498,399	4,621	<0,001	62530,450	154649,379
Lisboa	43297,918	14719,622	2,942	0,003	14445,829	72150,007
Santarém	79251,775	19582,740	4,047	<0,001	40867,436	117636,113
Setúbal	97930,196	20248,901	4,836	<0,001	58240,109	137620,284
Beja	87324,081	21206,695	4,118	<0,001	45756,610	128891,553
Portalegre	53503,997	27320,425	1,958	0,050	-47,061	107055,056
Évora	84897,694	25037,254	3,391	0,001	35821,904	133973,485
Faro	54318,253	14776,368	3,676	<0,001	25354,935	83281,571
Região Autónoma dos Açores	52895,574	18509,447	2,858	0,004	16615,008	89176,140
Região Autónoma da Madeira						

Fonte: Elaboração própria

H1 2: A dimensão da empresa tem impacto positivo no desempenho das empresas

Para testar esta hipótese foi aplicado o método da regressão linear através do modelo linear geral univariada sendo considerada como variável dependente o EVA e como variável independente a dimensão das empresas da amostra. Apresenta-se na Tabela 16 a estatística descritiva do modelo onde se verifica que, em todas as dimensões de empresas, o EVA médio das empresas é negativo, assim como a média global da amostra.

Tabela 16: Estatística descritiva do EVA, por dimensão

Dimensão	Média	Desvio Padrão	n
Microentidade	-34246,0438	137247,58005	12531
Pequenas entidades	-121399,7390	421856,15142	3339
Médias entidades	-605514,7842	1694049,31115	299
Grande entidade	-2423819,8889	2520449,22512	17
Total	-65287,5795	350763,71108	16186

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 17 é apresentada a janela da ANOVA onde se verifica que a dimensão tem um efeito estatisticamente significativo com um *p-value* <0,001. O teste F aplicado tem por fase as seguintes hipóteses:

H₀: O ajuste do modelo construído = o ajuste do modelo sem predictor

H₁: O ajuste do modelo construído ≠ o ajuste do modelo sem predictor

Como o *p-value* <0,001 rejeita-se H₀, ou seja, o modelo tem uma capacidade preditora acima do modelo novo. No entanto, o R² não é representativo da população uma vez que o seu valor é de 10,2%.

Tabela 17: Testes de efeitos entre sujeitos

Origem	Tipo III Soma dos Quadrados	gl	Quadrado Médio	F	Sig.
Modelo corrigido	2,04E+14	3	6,81E+13	617,051	<0,001
Intercepto	1,62E+14	1	1,62E+14	1468,705	<0,001
Dimensão	2,04E+14	3	6,81E+13	617,051	<0,001
Erro	1,79E+15	16182	1,10E+11		
Total	2,06E+15	16186			
Total corrigido	1,99E+15	16185			

Nota: gl – graus de liberdade; F – valor do teste; Sig. – valor de prova

Fonte: Elaboração própria

Através da Tabela 18 pretende-se verificar a influência da dimensão das empresas no respetivo EVA. O modelo selecionou a “Grandes Entidades” como uma dimensão de referência uma vez que é a última categoria da lista das dimensões. A aplicação do teste *t-Student*, para avaliar a significância da dimensão, tem por base as seguintes hipóteses:

H₀: B = 0

H₁: B ≠ 0

Verifica-se que todas as dimensões são estatisticamente significativas, com um grau de significância de $p\text{-value} < 0,001$. Em todas as dimensões as empresas apresentam uma variação positiva, uma vez que a dimensão “Grandes Entidades” é aquela em que as empresas apresentam menor EVA, sendo a dimensão “Microentidades” aquela que apresenta maior valor. No entanto, a dimensão que tem os valores mais dispersos é a “Grandes Entidades”. Assim, as empresas com a dimensão de “Microentidades” apresentam, em média, um EVA superior às empresas classificadas como “Grandes Entidades” em 2.389.573,85€. De realçar que à medida que a dimensão das empresas é maior é diminui o incremento necessário para obter o EVA das “Grandes Entidades”.

Tabela 18: Estimativa dos parâmetros do modelo, por dimensão

Parâmetro	B	Desvio Padrão	t	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite inferior	Limite superior
Intercepto	-2423819,889	80595,486	-30,074	<0,001	-2581795,954	-2265843,823
Microentidade	2389573,845	80650,137	29,629	<0,001	2231490,658	2547657,032
Pequenas entidades	2302420,150	80800,395	28,495	<0,001	2144042,440	2460797,860
Médias entidades	1818305,105	82854,989	21,946	<0,001	1655900,163	1980710,047
Grandes entidades	0 ^a					

Fonte: Elaboração própria

H1 3: As empresas do litoral apresentam diferenças na *performance* económico-financeira relativamente às empresas do interior.

Na comparação da *performance* das empresas do interior com as empresas do litoral foi utilizado o teste de Levene para analisar o pressuposto da homogeneidade das variâncias, tendo por base as seguintes hipóteses:

$$H_0: \sigma_{interior}^2 = \sigma_{litoral}^2$$

$$H_1: \sigma_{interior}^2 \neq \sigma_{litoral}^2$$

Na Tabela 19 são apresentadas as medidas descritivas (n, média, desvio padrão e erro padrão da média) das empresas localizadas no interior e no litoral.

Tabela 19: Estatísticas de grupo

Litoral_Interior		n	Média	Desvio Padrão	Desvio padrão da média
EVA	Interior	3334	-48769,8057	121909,67145	2111,32633
	Litoral	11419	-65338,4703	360871,33184	3377,05665

Fonte: Elaboração própria

Pela análise da Tabela 20 verifica-se que se rejeita H_0 , com um grau de significância de p -value < 0,001, ou seja, as variâncias não são iguais. Deste modo, existe evidência estatística suficiente para afirmar que a variância das empresas do interior é diferente da variância das empresas do litoral.

Tabela 20: Teste de amostras independentes

	Teste de Levene para igualdade de variâncias		<i>t-Student</i> para Igualdade de Médias		
	Z	Sig.	t	gl	Sig. (2 extremidades)
Variâncias iguais assumidas	89,78555276	<0,001	2,60790341	14751	<0,001
Variâncias iguais não assumidas			4,16011802	14499,5283	<0,001

Nota: gl – graus de liberdade; Sig. – valor de prova

Fonte: Elaboração própria

Pela análise do teste *t-Student* para a igualdade de médias considerando que:

$$H_0: \mu_{interior} = \mu_{litoral}$$

$$H_1: \mu_{interior} \neq \mu_{litoral}$$

Uma vez que se rejeita H_0 (p -value < 0,001) verifica-se que as médias do EVA das empresas do interior são diferentes das empresas do litoral e estatisticamente significativas. Assim, conclui-se que as empresas do litoral apresentam diferente *performance* económico-financeira quando comparadas com as empresas do interior.

Conclusões, Limitações e Linhas de Investigação Futuras

A avaliação de *performance* económico-financeira de empresas foi feita inicialmente através dos denominados métodos tradicionais, onde se incluem, entre outros, o ROA - *Return on Asset*, o ROE - *Return on Equity* e o ROI - *Return on Investment*. No entanto, estes métodos têm vindo a serem criticados na literatura por não conseguirem apurar se as empresas estão a criar ou destruir valor, assim como pelo facto de serem baseados em dados contabilísticos e por ignorarem o custo do capital investido. Este facto levou vários consultores a desenvolver novas medidas de *performance* baseadas essencialmente na criação de valor.

A criação de valor refere-se à remuneração necessária para cobrir o custo do investimento e alcançar excedente financeiro. Ou seja, o investimento tem forçosamente de conseguir gerar um rendimento total superior ao custo de capital utilizado. Surgem, assim, os métodos para medir o valor de uma organização e que medem também o seu desempenho (*performance*) permitindo dar a conhecer se houve efetivamente criação ou destruição de valor para o investidor. De entre os referidos métodos, destaca-se o EVA com medida de desempenho considerada a “verdadeira chave para a criação de riqueza” (Meneses et al., 2012, p.104).

Nos últimos anos têm sido publicados vários artigos relacionados com a teoria e aplicações do EVA, mas o conceito ainda está em desenvolvimento e debate, sobretudo nos países desenvolvidos, assim com as questões da sua implementação e validade também estão ainda em debate por todo o mundo.

Este trabalho de investigação tem como objetivo principal verificar se a localização geográfica das empresas afeta o seu valor e conseqüentemente a sua *performance* económico-financeira através do método do EVA. Este método tem sido considerado como uma ferramenta importante para medir a criação de valor de uma empresa, visto que não representa apenas uma medida de desempenho, mas, sim um modelo de gestão que pode facilitar a tomada de decisão.

Para se atingirem os objetivos propostos foi utilizada uma amostra total de 20.230 empresas do setor de turismo, retirado na base de dados de SABI, para o período temporal de 2011 a 2020. Como se pode verificar pela análise da caracterização da amostra a maior concentração das empresas localizam-se no distrito de Lisboa correspondendo 19,4% e essas empresas são maioritariamente microentidades. É de realçar que apenas se encontram empresas de grande dimensão nas regiões do Norte, Lisboa e vale do Tejo e no Algarve.

Da análise dos valores obtidos podemos concluir que as empresas que apresentam um EVA médio positivo, durante o período de 2011 a 2020, são as grandes entidades na região Norte e as médias entidades na região autónoma da Madeira. Logo conclui-se que durante esse período de análise, em média, as empresas da amostra destruíram valores para os seus acionistas ou sócios.

As hipóteses deste estudo foram: hipótese 1: A localização das empresas tem impacto positivo na *performance* económico-financeira das empresas; hipótese 2: A dimensão da empresa tem

impacto positivo no desempenho das empresas; hipótese 3: As empresas do litoral apresentam diferenças na *performance* económico-financeira relativamente às empresas do interior. Através do método da regressão linear múltipla e a análise univariada de variância, para dar resposta as hipóteses de investigação, concluiu-se que em todas as hipóteses colocadas foram rejeitadas H_0 com $p\text{-value} < 0,001$ ou seja, as hipóteses foram validadas, uma vez que os testes são estatisticamente significativos. Deste modo, verifica-se que a localização influencia a *performance* económico-financeira das empresas. Esta influência verifica-se através das regiões segundo a NUT II, assim como pelos distritos. Não deixa de ser surpreendente a deficiente distribuição das empresas pelos respetivos distritos. No setor de atividade em estudo, o distrito de Beja apenas possui 56 empresas (2,8% da amostra) e apresenta uma área total de 10.225 km² (11,2% do território nacional) enquanto Lisboa possui 392 empresas e possui uma área geográfica de 2.761 km² correspondendo a 3% do território nacional. Esta análise foi efetuada para a amostra, mas aproxima-se muito da população.

Quanto às limitações do estudo de investigação refere-se o facto da amostra incluir apenas empresas que estão listadas na base de dados SABI, o que poderá limitar a generalidade dos resultados obtidos. O facto de se ignorar a idade das empresas também poderá ser considerada uma limitação. Relativamente a investigações futuras, propõe-se a utilização de outros indicadores, para além do EVA, para medir a *performance* económico-financeira como o CVA, bem como alargar a amostra a um maior número de empresas. Poderá ainda ser feita uma análise dos dados em painel.

Referências Bibliográficas

- Abdeen, A. M., & Haight, G. T. (2002). A Fresh Look At Economic Value Added: Empirical Study Of The Fortune Five-Hundred Companies. *The Journal of Applied Business Research*, 18(2), 27–36. <https://doi.org/https://doi.org/10.19030/jabr.v18i2.2112>
- Al-Awawdeh, H. A., & Kareem Al-Sakini, S. A. (2018). The Impact of Economic Value Added, Market Value Added and Traditional Accounting Measures on Shareholders' Value: Evidence from Jordanian Commercial Banks. *International Journal of Economics and Finance*, 10(10), 40. <https://doi.org/10.5539/ijef.v10n10p40>
- Ali, H. A. E. M., Al-Sulaihi, I. A., & Al-Gahtani, K. S. (2013). Indicators for measuring performance of building construction companies in Kingdom of Saudi Arabia. *Journal of King Saud University - Engineering Sciences*, 25(2), 125–134. <https://doi.org/10.1016/j.jksues.2012.03.002>
- Alsoboa, S. S. (2017). The Influence of Economic Value Added and Return on Assets on Created Shareholders Value: A Comparative Study in Jordanian Public Industrial Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 9(4), 63. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n4p63>
- Amat, O. (2002). *EVA Valor Económico Agregado: Un nuevo enfoque par optimizar la gestión empresarial, motivar a los empleados y crear valor* (Bogotá: Norma, Ed.).
- Assaf Neto, A. (1999). A Contabilidade e a Gestão Baseado no Valor. *VI Congresso Brasileiro de Custos*.
- Atidhira, A. T., & Yustina, A. I. (2017). The Influence of Return on Asset, Debt to Equity Ratio, Earnings per Share, and Company Size on Share Return in Property and Real Estate Companies. *JAAF (Journal of Applied Accounting and Finance)*, 1(2), 128–146. Retrieved from <http://e-journal.president.ac.id/presunivojs/index.php/JAAF/article/download/363/207>
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., & Thakor, A. V. (1997). The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*, 11–20.
- Berzakova, V., Bartosova, V., & Kicova, E. (2015). Modification of EVA in Value Based Management. *Procedia Economics and Finance*, 26, 317–324. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00859-x](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00859-x)
- Bhasin, M. L., & Shaikh, J. M. (2013). Economic value added and shareholders' wealth creation: the portrait of a developing Asian country. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 5(2), 107–137. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2013.053208>
- Bognárová, K. J. (2017). Analysis of the Relationship Between Economic Value Added and Market Value Added. *Challenges of the Knowledge Society. Finance and Accounting*, 793–796.
- Carosi, A. (2016). Do local causations matter? The effect of firm location on the relations of ROE,

- R&D, and firm SIZE with MARKET-TO-BOOK. *Journal of Corporate Finance*, 41, 388–409. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.10.008>
- Carvalho, I. R. (2008). Gestão baseada no valor. *Revista TOC*, 95, 50–59. Retrieved from http://www.occ.pt/downloads/files/1202986089_50a59_gestao.pdf
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (3ª edition.; John Wiley & Sons, Ed.). New York.
- Corrêa, A. C. C., Neto, A. A., & Lima, F. G. (2013). Os indicadores financeiros tradicionais explicam a geração de valor no Brasil? *Prát. Cont. Gestão*, 1(1), 9–30. Retrieved from <http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/pcg/article/view/6530/4562>
- David, D. S. T. (2017). *O impacto do género (M/F) no cargo de direção ao nível da Performance de Empresas Familiares Portuguesas*. Universidade de Évora.
- De Wet, J. H. V. H., & Du Toit, E. (2007). Return on equity: A popular, but flawed measure of corporate financial performance. *South African Journal of Business Management*, 38(1), 59–69. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v38i1.578>
- Domingos, F. J. da C. (2018). *Avaliação do Desempenho Financeiro e a Criação de Valor nas Empresas Portuguesas Exportadoras*. Instituto Politécnico de Setúbal.
- Duarte, S. C. J. dos S. (2011). *Avaliação da Performance Empresarial: O Economic Value Added (EVA®) e a sua Relação com o Valor da Empresa*. ISCAL.
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: the real key to creating wealth*. New York: John Wiley & Sons.
- Fernandes, A. B. (2002). *Sobre a Avaliação de Empresas Não Cotadas na Bolsa pelo Método CVA: Aplicação às PME do Setor do Azeite em Tás-do-Monte*. Universidade do Minho.
- Fernandez, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *Universia Business Review*, 6, 10–25.
- Fernández, P. (2001). *EVA, Economic profit and Cash value added do NOT measure shareholder value creation*. Retrieved from www.eva.com
- Folta, T. B., Cooper, A. C., & Baik, Y. S. (2006). Geographic cluster size and firm performance. *Journal of Business Venturing*, 21(2), 217–242. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.04.005>
- Franco et al. (2012). *Temas de Contabilidade de Gestão* (3ª Edição). Lisboa: Livros Horizonte.
- Gama, A. P. (2012). *Performance Empresarial: Conceito, abordagens e métodos de avaliação* (Porto Editora).
- Ganea, M. (2015). Determinant Factors of the Economic Value Added in the Case of Romanian Companies Listed on the Bucharest Stock Exchange. *Audit Financiar*, 13(121), 100–107.
- Gao, W., Ng, L., & Wang, Q. (2011). Does Corporate Headquarters Location Matter for Firm

Capital Structure? In *Financial Management* • Spring.

- Ghadikolaei, A. S., Esbouei, S. K., & Antuchevičienė, J. (2014). Applying fuzzy MCDM for financial performance evaluation of Iranian companies. *Technological and Economic Development of Economy*, 20(2), 274–291. <https://doi.org/10.3846/20294913.2014.913274>
- Ghalayini, A. M., & Noble, J. S. (1996). Changing basis of performance measurement The changing basis of performance measurement. *International Journal of Operations & Production Management*, 16(8), 63–80.
- Guenther, T. W. (2016). *35 Jahre Wertorientiertes Management-Stand und Perspektiven*. Retrieved from <http://www.bvresources.com/pdfs/2015MergerstatReviewExcerpt.pdf>,
- Hall, J. H. (2012). *Drivers creating shareholder value in South African manufacturing firms*.
- Ichmani, S., & Suhardi, A. R. (2015). The Effect of Return on Equity (ROE) and Return on Investment (ROI) on Trading Volume. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211, 896–902. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.118>
- Issham, I., Fazilah, A. S. M., Hwa, Y. S., Kamil, A. A., Azli, & Ayub, M. A. (2008). Economic value added (EVA) as a performance measurement for GLCs vs non-GLCs: Evidence from Bursa Malaysia. *Prague Economic Papers*, (2), 168–179. <https://doi.org/10.18267/j.pep.328>
- Kramer, J. K., & Pushner, G. (1997). An empirical analysis of economic value added as a proxy for market value added. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 41–49.
- Kyriazis, D., & Anastassis, C. (2007). The validity of the economic value added approach: An empirical application. *European Financial Management*, 13(1), 71–100. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00286.x>
- Largani, M. S., Kaviani, M., & Abdollahpour, A. (2012). A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40(December 2012), 490–497. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.221>
- Machado, D. J. (2020). *Valuation, análise técnica e fundamentalista* (Senac São Paulo, Ed.). <https://doi.org/https://books.google.pt>
- Machuga, S. M., Pfeiffer, R. J., & Verma, K. (2002). Economic Value Added, Future Accounting Earnings, and Financial Analysts' Earnings Per Share Forecasts. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18, 1–16.
- Madrigal, B. B., Fernandes, A. B., & Monte, A. P. (2012). Influencia de los Indicadores No Financieros en el Desempeño Financiero de las PYMES. In *XV Encuentro AECA. Ofir-Portugal*.
- Malmberg, A., Malmberg, B., & Lundquist, P. (2000). Agglomeration and firm performance: Economies of scale, localisation, and urbanisation among Swedish export firms. *Environment and Planning A*, 32(2), 305–321. <https://doi.org/10.1068/a31202>

- Meneses, A. F. de, Cunha, L. T. da, Luca, M. M. M. de, & Holanda, A. P. (2012). Criação ou destruição de valor na perspectiva do EVA® no ranking das maiores empresas da Revista Exame. *Revista de Ciências Da Administração*, 14(34), 103–117. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2012v14n34p103>
- Mota, A. G., Barroso, C. S., Nunes, J. P., & Ferreira, M. A. (2006). *Finanças Empresariais – Teoria e Prática* (2ª Edição). Lisboa: Publisher Team.
- Müller, A. N., & Teló, R. A. (2003). Revista da FAE Modelos de avaliação de empresas*. *Revista Da FAE*, 6(2), 97–112.
- Nakhaei, Habibollah;, Hamid, N. I. N. B., Anuar, M. B. A., & Nakhaei, K. (2012). Performance Evaluation Using Accounting Variables (Net Profit and Operational Profit) and Economic Measures. *International Journal of E-Education, e-Business, e-Management and e-Learning*, 2. <https://doi.org/10.7763/ijeeee.2012.v2.161>
- Nakhaei, Habibollah. (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*, 9(2), 433–455. <https://doi.org/http://ijms.ut.ac.ir/>
- Neely, A. (1999). The performance measurement revolution: why now and what next? *International Journal of Operations & Production Management*, 19(2), 205–228.
- Neely, A., Gregory, M., & Platts, K. (1995). Performance measurement system design: A literature review and research agenda. *International Journal of Operations e Production Management*, 15(4), 80–116.
- Neely, A., Mills, J., Platts, K., & Richards, H. (2000). Performance measurement system design Performance measurement system design: developing and testing a process-based approach. In *International Journal of Operations & Production Management* (Vol. 20). Retrieved from # MCB University Press website: <http://www.emerald-library.com>
- Neto, J. A. de S., & Martins, H. C. (2010). *Finanças e Governança Corporativa: Prática e Estudo de Caso*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Neves, J. C. (2000). *Análise Financeira vol.II- Avaliação do Desempenho Baseada no Valor*. Texto Editores.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Mc Graw-Hill.
- Neves, J. C. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. Lisboa: Texto Editores.
- Oliveira, Alana dos Santos;, & Barata, E. F. V. da R. (2014). contabilidade Gerencial: Estudo da Aplicação do Valor Económico Agregado (EVA) na Empresa Cosméticos S.A. *319 Memorial TCC – Caderno Da Graduação*, 1, 319–333.
- Oliveira, Alana dos Santos, & Barata, E. F. V. da R. (2014). Contabilidade Gerencial: Estudo

aplicado no Valor Economico Agregado (EVA) na Empresa Natura Cosméticos S.A. *Memorial TCC – Caderno Da Graduação*.

- Ottosson, E., & Weissenrieder, F. (1996). CVA Cash Value Added-a new method for measuring financial performance. *Gothenburg Studies in Financial*, 1–10. <https://doi.org/http://doi.org/10.2139/ssrn.58436>
- Panigrahi, S. K. (2017). Economic Value Added and Traditional Accounting Measures for Shareholder's Wealth Creation. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 8, 125–136. <https://doi.org/10.17576/ajag-2017-08-11>
- Peixoto, S. M. (2005). Economic Value Added (R) - Application to Portuguese Public Companies. *SSRN Electronic Journal*, 1–17. <https://doi.org/10.2139/ssrn.302687>
- Prusty, T. (2013). Corporate Governance through the EVA Tool: A Good Corporate Performance Driver. *Journal of Asian Business Strategy*, 3(12), 340–348. Retrieved from <http://aessweb.com/journal-detail.php?id=5006>
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors*. New York: The Free Press.
- Reddy, N. R. V. R., Rajesh, M., & Reddy, T. N. (2011). Valuation through EVA and Traditional Measures an Empirical Study. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2, 19–23. <https://doi.org/10.7763/ijtef.2011.v2.73>
- Ribeiro, M., & Costa, R. (2017). A localização como fator influenciador da competitividade: A hotelaria na região do Dour. *Revista Turismo & Desenvolvimento*, 97–109.
- Risseeuw, P. (1997). Estimating the Determinants of Financial Performance of Very Small Service Firms. In *United States Association for Small Business and Entrepreneurship*. San Francisco, California.
- Salaga, J., Bartosova, V., & Kicova, E. (2015). Economic Value Added as a Measurement Tool of Financial Performance. *Procedia Economics and Finance*, 26, 484–489. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00877-1](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00877-1)
- Scheel, M. (1997). *Medidas de Desempenho Tradicionais e EVA-Uma descrição da evolução das principais medidas de desempenho tradicionais até osurgimento do EVATM, suas implicações práticas e limitações*. Escola de Administração de Empresa de São Paulo.
- Serrasqueiro, Z. S., & Nunes, P. M. (2008). Performance and size: Empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195–217. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9092-8>
- Shah, R., Haldar, A., & Nageswara Rao, S. V.D. (2015). Economic value added: Corporate performance measurement tool. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 11(1), 50–61. <https://doi.org/10.22495/cbv11i1art5>

- Sharma, Anil K.; Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2, 200–220.
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2012). Eva Versus Conventional Performance Measures – Empirical Evidence. *Proceedings for ASBBS*, 19(February), 804–815.
- Shil, N. C. (2009). Performance Measures: An Application of Economic Value Added. *International Journal of Business and Management*, 4(3).
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n3p169>
- Sonderegger, P., & Täube, F. (2010). Cluster life cycle and diaspora effects: Evidence from the Indian IT cluster in Bangalore. *Journal of International Management*, 16(4), 383–397.
<https://doi.org/10.1016/j.intman.2010.09.008>
- Teixeira, N. (2016). *Criação de Valor – Estudo de Caso*.
<https://doi.org/http://hdl.handle.net/10400.26/11694>
- Teixeira, N. M. D., & Amaro, A. G. C. (2013). Avaliação do Desempenho Financeiro e da Criação de valor - Um Estudo de Caso. *Revista Universo Contábil*, 9, 157–178.
<https://doi.org/10.4270/ruc.2013436>
- Teixeira, N., Mata, C., Pardal, P. N., & Teixeira, A. B. (2012). *A Aplicação da Rendibilidade Supranormal para a Avaliação da Criação de Valor*.
- Tomazoni, T., & Menezes, E. A. (2002). Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). *Revista de Administração*, 37(4), 38–48.
- Venanzi, D. (2010). *Financial performance measures and value creation: a review*. Retrieved from
<http://ssrn.com/abstract=1716209>Electroniccopyavailableat:
<http://ssrn.com/abstract=1716209>Electroniccopyavailableat:
<http://ssrn.com/abstract=1716209>Electroniccopyavailableat:
<http://ssrn.com/abstract=1716209>
- Vieito, J. P., & Maquieira, C. (2010). *Financas Empresariais- Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.
- Warr, R. S. (2005). An empirical study of inflation distortions to EVA. *Journal of Economics and Business*, 57(2), 119–137. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2004.09.006>
- Yalcin, N., Bayrakdaroglu, A., & Kahraman, C. (2012). Application of fuzzy multi-criteria decision making methods for financial performance evaluation of Turkish manufacturing industries. *Expert Systems with Applications*, 39(1), 350–364.
<https://doi.org/10.1016/j.eswa.2011.07.024>
- Young, D. (1997). Economic value added: A primer for European managers. *European Management Journal*, 15(4), 335–343. [https://doi.org/10.1016/S0263-2373\(97\)00014-5](https://doi.org/10.1016/S0263-2373(97)00014-5)
- Young, S. D. (1999). Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added.

The Journal of Financial Statements Analysis. Winter , 7–19. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/260419452>

Zeitun, R., & Tian, G. (2014). Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *Forthcoming in Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1–36. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=2496174>

Zhang, H. (2015). How does agglomeration promote the product innovation of Chinese firms? *China Economic Review*, 35, 105–120. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2015.06.003>