



**Dissertação de Mestrado**

# **O Desempenho de Entidades do Sector Público Português**



2011/2012

Orientador: Prof. Doutor Piriquito Costa

Aluno: Pedro Chora N° Aluno 201027565



## ÍNDICE

<b>RESUMO .....</b>	<b>6</b>
PALAVRAS-CHAVE.....	6
<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>7</b>
<b>2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO .....</b>	<b>8</b>
REVISÃO DE LITERATURA .....	8
GESTÃO E O SECTOR PÚBLICO.....	11
O SECTOR EMPRESARIAL DO ESTADO E A EMPRESA PÚBLICA .....	12
ESFORÇO FINANCEIRO DO ESTADO NAS EMPRESAS DO SEE .....	16
FLUXOS FINANCEIROS DO ESTADO NAS EMPRESAS PÚBLICAS – OUFLOW/INFLOW .....	17
RENTABILIDADE PARA O ACIONISTA .....	17
VALOR ATUAL LÍQUIDO .....	19
VALOR CONTABILÍSTICO.....	20
TAXA DE DESCONTO .....	21
<b>3. METODOLOGIA .....</b>	<b>22</b>
<b>4. ANÁLISE DE RESULTADOS .....</b>	<b>24</b>
METROPOLITANO DE LISBOA .....	24
TRANSPORTADORA AÉREA PORTUGUESA - TAP .....	26
RÁDIO TELEVISÃO PORTUGUESA - RTP .....	28
REDE FERROVIÁRIA NACIONAL – REFER .....	31
CORREIOS DE PORTUGAL - CTT .....	33
COMBOIOS DE PORTUGAL - CP .....	36
CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS - CGD .....	38
<b>5. CONCLUSÕES .....</b>	<b>40</b>
<b>6. BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>46</b>
<b>7. ANEXOS .....</b>	<b>50</b>

## Índice de Tabelas e Figuras

Tabela 1 – Metodologias para encontrar o valor criado pelas empresas (Fernández, "A Definition of Shareholders Value Creation", 2001).....	10
Figura 1 – Estrutura de participações do Estado por sectores de atividade .....	14
Figura 2 – Variação do Valor Criado Metropolitano Lisboa .....	24
Figura 3 – Rácio de Solvabilidade Metropolitano de Lisboa.....	25
Figura 4 – Rácio de Autonomia Financeira Metropolitano de Lisboa.....	25
Figura 5 – Evolução do investimento do Estado na empresa Metro de Lisboa .....	25
Figura 6 – Evolução do retorno em impostos Metropolitano de Lisboa.....	26
Figura 7 – Variação do Valor Criado TAP .....	26
Figura 8 – Rácio de Solvabilidade TAP.....	27
Figura 9 – Rácio de Autonomia Financeira TAP.....	27
Figura 10 – Evolução dos Investimentos do Estado na TAP .....	28
Figura 11 – Evolução do retorno em impostos e dividendos para o Estado pela TAP .....	28
Figura 12– Variação de Valor Criado RTP .....	29
Figura 13 – Rácio de Solvabilidade RTP .....	29
Figura 14 – Rácio de Autonomia Financeira RTP .....	30
Figura 15 – Evolução do Investimentos do Estado na RTP .....	30
Figura 16 – Evolução retorno, em impostos sobre os lucros e dividendos, para o Estado pela RTP.....	31
Figura 17 – Variação do Valor Criado Refer .....	31
Figura 18 – Rácio de Solvabilidade Refer .....	32
Figura 19 – Rácio de Autonomia Financeira Refer.....	32
Figura 20 – Evolução dos Investimentos do Estado na Refer.....	32
Figura 21 – Evolução do retorno para o Estado em impostos e dividendos pela Refer.....	33
Figura 22 – Variação do Valor Criado CTT .....	34
Figura 23 – Rácio de Solvabilidade CTT .....	34
Figura 24 – Rácio de Autonomia Financeira CTT.....	34
Figura 25 – Evolução dos Aumentos de Capital do Estado nos CTT.....	35
Figura 26 – Evolução dos investimentos do Estado nos CTT.....	35
Figura 27 – Evolução do retorno para o Estado em impostos e dividendos, pelos CTT .....	36
Figura 28– Variação do Valor Criado CP .....	36
Figura 29 – Rácio de Solvabilidade CP .....	37
Figura 30 – Rácio de Autonomia Financeira CP.....	37

Figura 31 – Evolução do investimentos do Estado na CP.....	38
Figura 32 – Evolução do retorno em impostos e dividendos pela CP.....	38
Figura 33 – Variação do Valor Criado CGD.....	39
Figura 34 – Rácio de Solvabilidade CGD.....	39
Figura 35 – Rácio de Autonomia Financeira CGD.....	39
Figura 36 – Evolução do investimento do Estado na CGD.....	40
Figura 37 - Evolução do retorno em impostos e dividendos pela CGD.....	40

## Abreviaturas

VAL –Valor Atual Líquido

ROI – Return on Investment

ROE – Return on Equity

EPS – Earnings per Share

SVA - Shareholder Value Analysis

EVA - Economic Value Analysis

MVA - Market Value Added

OP – Operating Profit

NOPAT – Net Operating Profit After Taxes

REVA - Refined Economic Value Added

ROA – Return on Assets

CVA - Cash Value Added

SEE - Sector Empresarial do Estado

EP - Empresa Pública

EPE - Entidades Públicas Empresariais

EPNF - Empresas Públicas Não Financeiras

EPF - Empresas Públicas Financeiras

DGT - Direção Geral do Tesouro

GTIAASPESEE - Grupo de Trabalho Interministerial de Avaliação e Análise da Situação e das Perspectivas de Evolução do Sector Empresarial do Estado

PIDDAC - Programa de Investimentos e Despesas de Desenvolvimento da Administração Central

## **Resumo**

A ocorrência de crises económicas leva a que os trajetos realizados até esses momentos sejam cuidadosamente analisados, de forma a que se consiga perceber onde foram cometidos os principais erros. A avaliação de empresas corresponde a uma análise cuidada dos indicadores disponíveis para que se possa entender qual o valor criado pelas mesmas, sendo o valor criado um indicador importantíssimo para as economias de mercado.

O vasto universo do Sector Empresarial do Estado português levou a que se seleccionassem, algumas empresas que parecem ser relevantes para a sociedade e para a economia em geral, fazendo incidir este estudo sobre as seguintes Empresas Públicas: CGD, CP, RTP, Metro de Lisboa, Refer, TAP, CTT.

Com base no modelo de avaliação de fluxos de caixa e, mais especificamente, no valor atual líquido, efetuou-se um estudo que abrange aproximadamente vinte anos de atividade, no sentido de entender qual o valor financeiro criado para o Estado.

Analisando os fluxos de entrada e saída aliados à variação do capital próprio, do início para o final do período, bem como a análise dos rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira, permitiu construir uma imagem das empresas em estudo.

Os resultados encontrados com esta metodologia, sugerem que as empresas em estudo não criaram valor acumulado no período, indiciando um aumento do esforço financeiro do Estado. A interpretação dos dados enquanto análise dos custos que os contribuintes têm com as empresas, poderá ser relevante para futuras abordagens que pretendam analisar a condução dos projetos/empresas do SEE.

## **Palavras-chave**

Avaliação de Empresas; Valor Atual Líquido; Fluxos de Caixa; Valor Criado para os Acionistas; Taxa de Desconto Sector Público

## 1. Introdução

Em Portugal, a crise financeira que teve origem nos Estado Unidos em 2007, originou uma segunda vaga de crise, a da dívida pública. Neste panorama, a contenção de despesas, a privatização de empresas e o aumento de receitas estão na ordem do dia, elevando a discussão no sentido de entender quais os investimentos mais rentáveis para o Estado, para que este consiga superar a crise e voltar a apresentar indicadores económicos favoráveis para o país.

Na sua generalidade as empresas públicas têm um papel muito representativo na economia nacional, por este motivo interessa saber qual o valor criado por estas num horizonte histórico, para melhor se perceber como os *stakeholders*, que são todos os contribuintes, estão a ser remunerados.

A avaliação de empresas é um tema chave no âmbito das finanças empresariais. Nos últimos 20 anos temos assistido à utilização de vários modelos que permitem a avaliação de empresas com recurso a técnicas variadas (Hitcher, James R., 2002).

A criação de valor é um dos principais paradigmas da economia. Neste sentido, valor é o que define a dimensão de medida nas economias de mercado (Koller, Tim et al., 2010). Os mesmos autores defendem também que outras medidas alternativas não são tão abrangentes e de longo prazo como o valor, que permite fornecer informação relevante aos *shareholders* mas também aos *stakeholders*.

Um dos modelos com maior notoriedade, baseia-se na análise dos fluxos de caixa para estimar o valor atual líquido da empresa (VAL). Taxas de rentabilidade elevadas e o crescimento das empresas resultam em fluxos de caixa elevados, a melhor forma de valor (Koller, Tim et al., 2010).

A estimativa destes indicadores permite retirar conclusões importantes relativamente à estrutura da empresa, no que se refere à sua capacidade em gerar lucros para os seus credores ou investidores.

Com base nesta metodologia de avaliação, realizou-se um estudo sobre as empresas CGD, CP, RTP, Metro de Lisboa, Refer, TAP, CTT.

Na generalidade das avaliações efectuadas a empresas a metodologia empregue visa estimar fluxos de caixa futuros que, uma vez atualizados, permitem encontrar o valor da empresa no presente. A metodologia aqui empregue deriva da já referida, atualização dos fluxos de caixa, mas pretende atualizar os fluxos passados e encontrar o valor presente, permitindo analisar a condução do projeto. Desta forma podemos ter a noção concreta relativamente ao valor até agora criado.

O estudo encontra-se organizado da seguinte forma. O capítulo 2 incide sobre o enquadramento teórico, onde se começa com a revisão bibliográfica para abordar alguns autores, como Aswath Damodaran, Pablo Fernández e Alfred Rappaport, no sentido de contextualizar a problemática da criação de valor e a necessidade de uniformizar processos. Ainda no enquadramento teórico, caracterizamos brevemente a estrutura do Sector Empresarial do Estado. O capítulo 3 descreve a metodologia utilizada, enquanto balanço de entradas e saídas de capital nos cofres do Estado. No capítulo 4 realiza-se a análise de resultados, debruçado-nos sobre a criação de valor, financeiro, gerado pelas empresas em estudo. No 5º capítulo concluímos, com breves considerações relativamente aos resultados encontrados.

## **2. Enquadramento Teórico**

### **Revisão de Literatura**

A crise financeira que teve início em 2007, levou a uma reestruturação de todo o sistema financeiro a nível global. Para Koller (2010), a opinião de que para se evitar novas crises se deverá modificar a visão com que se olha para as economias de mercado, devendo-se aumentar a regulamentação e criar novas teorias económicas, é uma opinião mal fundamentada. Para este autor o principal motivo que leva à ocorrência destas bolhas e consequentes crises é o facto de os vários agentes económicos sejam empresas, governos ou investidores, se terem esquecido de como os negócios devem criar valor e de como o valor é medido.

O desempenho das empresas quer sejam elas públicas ou privadas é muitas vezes medido através da criação de valor para os acionistas. Os detentores das ações investem o seu dinheiro



na perspectiva de obter uma boa valorização do dinheiro, bem como, uma remuneração suficientemente compensadora ao longo do “projeto” (ex: dividendos).

A condução da gestão empresarial com o intuito de maximizar o valor para os acionistas tem sido uma metodologia bastante utilizada nos últimos tempos, mas com o clima de crise instalado, todos os modelos de gestão se encontram instáveis e sob o olhar atento dos investidores que se sentem inseguros com as metodologias até agora empregues. A realidade é de que a criação de valor para o acionista não falhou com a gestão, mas sim a gestão que falhou com os princípios da metodologia (Rappaport, "Ten Ways to Create Shareholder Value", 2006).

Gordon Donaldson (1985), William.E.Fruhan (1988), David.L.Wenner e Richard.W. Leber (1989) defenderam a importância de uma gestão orientada para a criação de valor para os acionistas, concentrando-se em identificar os principais indicadores como sendo indicadores de crescimento, a taxa de retenção e o rácio de endividamento etc.. A questão da criação de valor para os acionistas foi o mote de muitas estratégias de gestão, ainda que a ideia geral fosse de que através da utilização dos fluxos de caixa descontados a uma taxa apropriada, se conseguia entender qual a criação de valor para o acionista.

A par dos mais variados indicadores de performance utilizados (ROI, ROE, EPS, etc.), existem várias metodologias de análise de criação de valor . Shareholder Value Analysis (SVA) desenvolvida por Rappaport (1986) e Economic Value Analysis (EVA) desenvolvida por Stern Stewart (1990) são as mais conhecidas (Chauhan, 2012). A criação de valor para os acionistas e mais especificamente EVA tem sido adotada por grandes empresas como a Coca-cola, AT&T, Quaker etc. Esta metodologia tem sido utilizada como ferramenta de medição de performance, bem como instrumento para a determinação de incentivos à gestão, estes últimos alvos de críticas no que diz respeito à forma como se atingem os incentivos.

Pratapsinh Chauhan (2012) apresenta uma análise à criação de valor para o acionista na indústria de petróleo indiana onde se propõe, através do EVA, e Market Value Added (MVA) entender o crescimento do valor para os acionistas e estudar a correlação entre EVA e OP, NOPAT, EPS, Market Capitalization e MVA. Os resultados do estudo mostram que há uma correlação significativa entre o EVA e OP, NOPAT, EPS, Market Capitalization.

Num estudo elaborado no Chile (Sandoval, 2001) é realizada a comparação entre várias metodologias e em especial EVA e REVA (Refined Economic Value Added), no sentido de perceber qual delas poderá explicar melhor a criação de valor para os acionistas. Os resultados deste estudo indicam que, o REVA é superior na análise efectuada no que se refere a

associações, ainda que no sector industrial só consiga ser melhor na área da construção e investimentos. Para as restantes indústrias o resultado líquido, os fluxos de caixa e o REVA apenas servem para explicar uma pequena parte.

No sentido de avaliar os factores relevantes para a criação de valor para os acionistas no sector bancário europeu (Franco Fiordelisi, 2010), foi conduzido um estudo utilizando a metodologia EVA adaptada ao sector bancário. Deste estudo conclui-se que, a criação de valor está correlacionada com o melhoramento da eficiência dos lucros e alavancagem, mas está inversamente correlacionada com a eficiência do *Revenue* e com os Custos.

Pablo Fernández elabora em 2001 um artigo (Fernández, 2001) onde defende que certas formas de medir o *shareholder value* estão a ser usadas de forma errada. Para este autor o EVA parte de uma base onde se analisam as dívidas e o equity, em vez do *equity market value*, e o ROA em vez do *shareholder return* o que distancia a EVA do *shareholder value creation*.

	<b>EVA</b> (Economic Value Added)	<b>EP</b> (Economic Profit)	<b>CVA</b> (Cash Value Added)	<b>Created Shareholder Value</b> (CSV)
Measure of Shareholder Value Creation	EVA = NOPAT - (D+Ebv) WACC	EP = PAT - Ebv x Ke	CVA = NOPAT + DEP - EDEP - (Do+Ebv) WACC	CSV = Shareholder Value Added - E x Ke
Measure of Shareholder Return	EVA = (D+Ebv) (ROA - WACC)	EP = Ebv (ROE - Ke)	CVA = (Do+Ebv) (CFROI - WACC)	CV = E (Shareholder return - Ke)
Assets in Place	ROA = NOPAT / (D + Ebv)	ROE = PAT / Ebv	CFROI = (NOPAT + DEP - EDEP) / (Do+Ebv)	Shareholder return = Shareholder Value Added / E
	(D+ Ebv) = adjusted book value of debt and equity	Ebv = adjusted book value of equity	(Do + Ebv) = Working capital requirements + Fixed assets + Cum. depreciation + Inflation adjustment	E = Equity Market Value

EVA - Economic Value Added; NOPAT – Net Operating Profit After Taxes; D – Debt; Ebv – Equity book

Tabela 1 – Metodologias para encontrar o valor criado pelas empresas (Fernández, "A Definition of Shareholders Value Creation", 2001)

A tabela que acima se apresenta (Tabela1) demonstra diversas formas existentes de estimar o valor criado pelas empresas, tendo em conta vários indicadores e mostrando que as diferenças entre metodologias originam resultados diferentes.

No caso da metodologia Economic Value Added podemos verificar (Tabela 1) que o ativo analisado é o valor contabilístico ajustado da dívida e do capital, enquanto o ROA (return on assets) é utilizado como medida de retorno para o acionista.

A metodologia Economic Profit utiliza como ativo de referência o valor contabilístico ajustado e como medida para o retorno do acionista o ROE.

Na metodologia Cash Value Added, as necessidades de fundo maneio, os ativos fixos, as depreciações e os ajustes pela inflação são os indicadores considerados para o ativo em análise, já o retorno para os acionistas é resultado da análise dos fluxos de caixa e do retorno do investimento (CFROI).

Por último a metodologia Created Shareholder Value leva em consideração para a sua análise o valor de mercado e considera que o retorno para o acionista é medido através da divisão do valor criado pelo valor de mercado.

Pablo Fernández tem vindo a desenvolver vários artigos utilizando a metodologia que defende para a análise da criação de valor para os acionistas, de entre os quais o artigo “Shareholder Value Creation in Europe EuroStoxx50: 1997-2003” (Pablo Fernández, 2004) onde se evidenciam as melhores e piores performances das empresas do índice EuroStoxx50.

De referir que da pesquisa efectuada se destacam referências à temática *Shareholder Value Creation* numa perspectiva conceptual que reflete apenas sobre a pertinência da orientação da gestão para a criação de valor para os acionistas, em detrimento de entender se os processos foram bem conduzidos e se os vários intervenientes no processo estão todos alinhados pela mesma definição conceptual e metodológica.

## **Gestão e o Sector Público**

O sector público é sem dúvida mais complexo que o sector privado, que tem a vantagem de ter como objectivo principal a maximização do retorno para os acionistas. O sector público tem a tarefa complicada de gerir recursos escassos, que muitas vezes estão sob pressões políticas a par de objectivos contraditórios, reflexo das estratégias macro. O sector público encontra-se ainda sob o escrutínio constante de todos os *stakeholders* envolvidos no processo. A reflexão sobre a performance da gestão no sector público, elaborada pelo Chartered Institute of Management Accountants (Charles Tilley, 2010), recomenda que o sector público deve estar receptivo a

aprender com o sector privado, no sentido de adoptar estratégias que são utilizadas no sector privado, como sendo a gestão orientada pela performance e a gestão orientada para a contenção de custos, perseguindo custos operacionais mais baixos.

A adopção de estratégias do sector privado para o sector público são uma tendência que se tem vindo a verificar, no entanto, a heterogeneidade do sector público leva a que algumas dessas alterações falhem, mostrando que o sector público muitas vezes tem de ser orientado numa perspectiva social em detrimento de uma perspectiva económica (Ali Rkein, 2012).

A sensibilidade da análise ao sector público é um factor limitante ao estabelecimento de políticas de controlo e crescimento do Estado, ainda que a análise económica deva ter um papel de destaque, uma vez que os recursos do Estado devem ser corretamente administrados, tendo em conta as melhores práticas utilizadas, quer sejam elas do sector público ou privado. Prova disso será a tendência verificada no sector privado quando na criação de valor das empresas surge a noção de importância do *stakeholder*. No sentido de maximizar os resultados a longo prazo, as empresas têm de saber gerir as relações com todos os *stakeholder's*, com o risco de que se apenas se preocuparem com os resultados a curto prazo para os acionistas, perderem competitividade (Mauboussin, 2011).

### **O Sector Empresarial do Estado e a Empresa Pública**

No âmbito deste estudo é importante delimitar o que é o Sector Empresarial do Estado (SEE) e o que se entende por Empresa Pública (EP). “De um modo geral,...o sector empresarial do Estado é constituído pela orgânica e pela atividade daquelas entidades produtoras de bens e serviços, formadas com capitais no todo ou em parte públicos, geridas segundo critérios essencialmente económicos, cuja orientação ou tutela esteja dependente da Administração Pública” (Carvalho, 1983). Este conjunto de entidades desempenham funções importantes ao nível estratégico e de condução do desenvolvimento económico e social do país, pelo que uma análise pormenorizada e constante do SEE se torna manifestamente importante.

No que se refere à delimitação conceptual e legal de Empresa Pública, Portugal é pioneiro relativamente a alguns países europeus (Carvalho, 1983), uma vez que procede à delimitação legal destas empresas, desde a publicação do Decreto-Lei nº260/76, de 8 abril, comprometendo o conceito legal do termo “Empresa Pública”.

Com o Decreto-Lei nº558/99, de 17 dezembro, as empresas públicas surgem caracterizadas como sociedades constituídas nos termos da lei comercial, nas quais o Estado, ou outras entidades públicas estaduais, detenham a maioria do capital ou dos direitos de voto, ou tenham o direito de designar ou de destituir a maioria dos órgãos de administração ou de fiscalização.

São igualmente consideradas empresas públicas as Entidades Públicas Empresariais (E.P.E.), que se caracterizam enquanto pessoas colectivas de direito público, criadas por decreto-lei, com o capital designado por “capital estatutário”, detido inteiramente pelo Estado ou por outras entidades públicas. Ainda de referir as Empresas Participadas, que são sociedades nas quais o Estado, ou qualquer outra entidade pública estadual, detenha uma participação permanente de duração superior a um ano, considerando-se participação permanente a que for superior a 10% e que não tenha objetivos exclusivamente financeiros.

A dimensão do SEE implica uma organização do próprio sector. Assim, o SEE encontra-se dividido em Empresas Públicas não Financeiras (EPNF), Empresas Públicas Financeiras (EPF), sendo que os relatórios elaborados pela Direção Geral do Tesouro ainda reservam um ponto de análise à atividade de Capital de Risco, onde incluem as sociedades de investimento em capital de risco participado diretamente pelo Estado.

O SEE é muito heterogéneo no que se refere às participações do Estado e diversificação dos sectores de atividade que abrange, bem como a dimensão das empresas participadas.

Relativamente aos sectores de atividade, o SEE em 2012, encontrava-se disperso pelos seguintes sectores (Finanças, 2012):

- Comunicação Social
- Cultura
- Gestão de Infraestruturas
- Requalificação Urbana e Ambiental
- Saúde
- Serviços de Utilidade Pública
- Transportes
- Parapública
- Empresas Públicas Financeiras
- Empresas Sediadas no Estrangeiro
- Outros Sectores

No gráfico que se segue podemos analisar a distribuição das participações do Estado por sectores de atividade, de onde se constata que o sector dos Transportes e das Empresas Públicas Financeiras assumem, no seu conjunto, cerca de metade do montante global das participações do Estado.

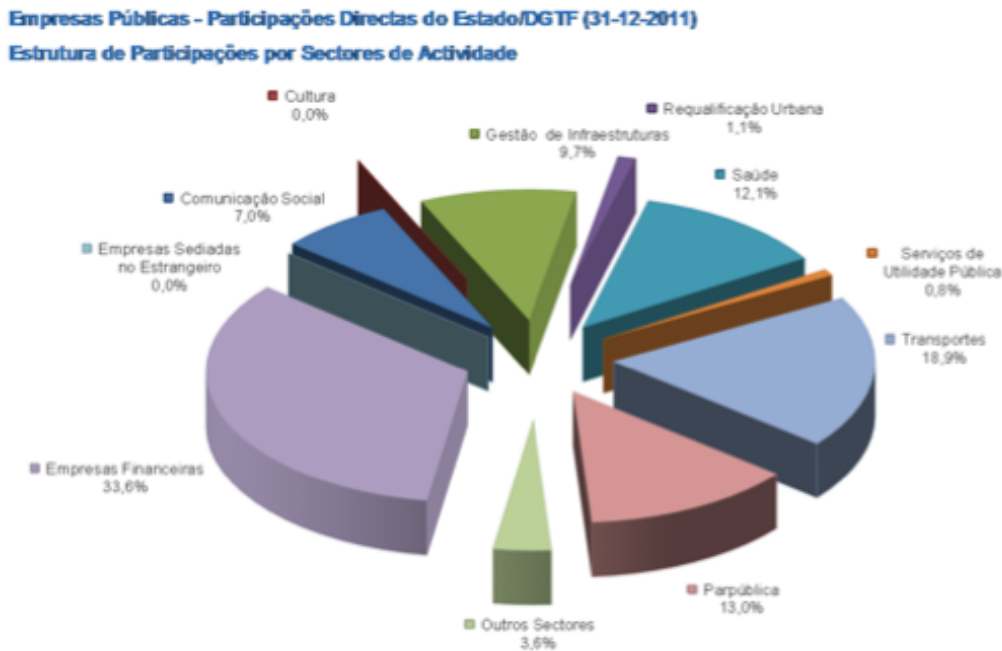


Figura 1 – Estrutura de participações do Estado por sectores de actividade

As participações do estado podem ser caracterizadas, relativamente à sua origem, da seguinte forma (Tesouro, 2006):

- **Participações “históricas”** – Participações que o Estado detinha antes de 1974 e que serviam objectivos considerados estratégicos;
- **Empresas nacionalizadas** – Como o próprio nome indica, trata-se de participações resultantes do processo de nacionalizações, conduzido numa lógica sectorial e que nacionalizou não só as empresas diretamente visadas, mas também um grande número de empresas nos mais variados sectores de actividade;
- **Empresas criadas pelo Estado** – Empresas criadas pelo Estado, após 1974, isoladamente ou em conjunto com capitais privados, para suprir falhas de mercado, imprimir uma dinâmica empresarial a atividades anteriormente asseguradas por organismos públicos

ou para prosseguir objectivos estratégicos;

- ***Empresas constituídas por cisão*** – Empresas criadas por cisão, geralmente para autonomizar áreas de negócio ou no âmbito da reestruturação do sector em que se inserem;
- ***Participações adquiridas*** – Situação resultante do facto de, em circunstâncias especiais, o Estado poder adquirir participações de carácter instrumental no âmbito de objectivos mais vastos ou por motivos relacionados com o seu interesse em participar/fomentar determinada atividade;
- ***Participações detidas por via de liquidação da participada direta*** – Situação que ocorre após o processo de liquidação de uma empresa diretamente participada pelo Estado, em que as suas participações diretas são transferidas para a carteira de títulos do Estado;
- ***Dações em cumprimento*** - Situação em que o Estado aceita tomar uma participação numa determinada empresa como pagamento ou contrapartida da anulação de um crédito por si detido;
- ***Prescrição a favor do Estado*** – Situação que ocorre por aplicação do Decreto-Lei nº187/70, de 30 de Abril, com as alterações que lhe foram introduzidas pelo Decreto-Lei nº 524/79, de 31 de Dezembro, segundo o qual prescrevem a favor do Estado as ações e títulos equivalentes, representativos de capital de sociedades anónimas ou em comandita por ações, cujos direitos não tenham sido exercidos durante 20 anos pelos seus titulares. Por esta via, chegam à carteira da DGT participações muito diversas, de reduzida expressão e liquidez.

Dentro do SEE surgem ainda os direitos especiais detidos pelo Estado, onde este se comporta como um acionista e se rege, na maioria dos casos, pelas mesmas regras de qualquer outro investidor. Em todo o caso, existem situações onde o Estado reserva para si direitos especiais no sentido de poder intervir em caso de interesse público.

De um modo genérico, os direitos especiais conferidos podem revestir a seguinte natureza (Tesouro, 2006):

- nomeação de um administrador, independentemente do número das ações detidas pelo Estado;
- direito de veto de deliberações sobre alteração do contrato da sociedade, fusão, cisão, transformação, dissolução, limitação do direito de preferência dos acionistas e outras para as quais os contratos de sociedade exijam maiorias qualificadas;
- direito de veto à alienação e oneração das ações;
- imposição de nulidade de acordos entre os restantes acionistas que visem o exercício, de determinada forma, do direito de voto inerente às ações da sociedade;
- direito de preferência em futura alienação de títulos;
- indisponibilidade dos títulos adquiridos em concursos públicos, por determinado período.

### **Esforço Financeiro do Estado nas Empresas do SEE**

O conjunto das Empresas Públicas (EP) ao assumirem funções de prestação de serviços públicos e assentes numa perspectiva política, económica e social de desenvolvimento estratégico, acarretam custos para o Estado, o que faz com que o escrutínio constante seja necessário, no sentido de adaptar as melhores práticas de gestão para que o investimento dos contribuintes possa ser bem remunerado, otimizando os serviços públicos e as finanças públicas.

O Esforço Financeiro do Estado deve entender-se como as formas que o Estado tem de suportar as empresas, tendo em conta as finalidades e necessidades das mesmas (GTIAASPESEE, 1998). Nos parágrafos que se seguem descrevem-se, brevemente, as diversas formas de suporte financeiro do Estado para com as EP:

Os subsídios e indemnizações compensatórias que surgem com o intuito de reequilibrar financeiramente as empresas, nomeadamente pela compensação de obrigações de prestação de serviço público.



As dotações de capital que podem adquirir um carácter de saneamento financeiro ou de participação em determinados investimentos.

Outra das formas de o Estado apoiar financeiramente é através de verbas provenientes de programas como o Programa de Investimentos e Despesas de Desenvolvimento da Administração Central (PIDDAC).

No caso de eventuais saneamentos financeiros o Estado pode também assumir passivos das empresas que normalmente são convertidos em dívida pública.

Por fim o Estado beneficia as suas empresas concedendo garantias pessoais, na ordem interna ou externa, a empréstimos contraídos pela empresa.

### **Fluxos Financeiros do Estado nas Empresas Públicas – *Outflow/Inflow***

No estudo que aqui se desenvolve pretende-se analisar os investimentos diretos por parte do Estado em determinadas empresas públicas, bem como o retorno financeiro dos mesmos investimentos num período histórico de aproximadamente vinte anos. Assim, serão considerados *Outflows* do Estado as rubricas de Subsídios, Indemnizações Compensatórias e Dotações de Capital.

Da análise dos *Inflow's* pretende-se entender qual o retorno, exclusivamente, financeiro das empresas onde foram feitos os investimentos. Deste modo a análise de *inflow's* tem por base o retorno em impostos, dividendos e diferença do valor contabilístico do final para o início do período.

### **Rentabilidade para o Acionista**

O conjunto de empresas que constituem o SEE têm como principais objetivos o desenvolvimento estratégico do país e o fornecimento de um serviço público que se enquadre com as necessidades dos cidadãos. A par destes objetivos surge a necessidade de justificar a continuação dos projetos avaliando-se qual o retorno financeiro para o Estado e seus acionistas, os cidadãos. Importa, portanto, perceber qual a rentabilidade para os acionistas das empresas

que compõem o SEE. No presente estudo iremos debruçar-nos sobre algumas dessas empresas, já referidas anteriormente.

Os primeiros modelos de avaliação davam ênfase à relação entre crescimento e valor criado – níveis de crescimento elevado estavam conotados com maior valor – iterações mais recentes destes modelos mostraram que o crescimento quando não acompanhado por retorno, não cria valor. Este facto levou a um aumento do foco nos indicadores de retorno, no sentido de medir os investimentos realizados no passado bem como projetar investimentos futuros (Damodaran, 2007).

O conceito de retorno para o acionista, deve refletir a variação de valor para o mesmo, sendo que este é definido como a diferença entre a riqueza gerada para o acionista de um ano para outro (Fernández, "A Definition of Shareholders Value Creation", 2001). Pode ser calculado da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \text{Variação de Valor para o Acionista} = & \\ & \text{Variação do Valor de Mercado} \\ & + \text{Dividendos pagos} \\ & - \text{Investimentos em aumento de capital} \\ & + \text{Outros pagamentos aos acionistas} \\ & - \text{Conversão de empréstimos convertíveis} \end{aligned}$$

A variação de valor para o acionista permite então encontrar o retorno para o acionista que é o resultado da divisão da variação do valor para o acionista pelo valor de mercado (valor de mercado= o preço de uma ação multiplicado pelo número de ações existentes).

$$\text{Retorno para o Acionista} = \frac{\text{Variação de Valor para o Acionista}}{\text{Valor de Mercado}}$$

## Valor Atual Líquido

O Valor Atual Líquido (VAL) é a metodologia mais utilizada na análise de projetos de investimento e tem por base o estudo da evolução dos fluxos de caixa gerados pelo projeto, no futuro, atualizando-os para o presente, de forma a entender qual o valor atual do projeto no momento da sua criação.

$$VAL = \sum_{i=1}^t \frac{FC_i}{(1 + r_i)^i}$$

VAL = Valor Atual Líquido

FC = Fluxos de Caixa Futuros

r = Taxa relativa ao custo de oportunidade de capital

i = Ano do fluxo de caixa

t = Número de anos do projeto

Considerando que o VAL é uma metodologia geralmente afectada a avaliação de projetos podemos considerar que o modelo matemático utilizado permite, com as devidas alterações, avaliar o desempenho de um projeto já em curso, com base na informação histórica, de forma a entender melhor o seu valor capitalizado e compará-lo com as expectativas inicialmente colocadas.

$$VAL = \sum_{i=1}^t FC_i \cdot (1 + r_i)^i$$

FC= Fluxos de Caixa Gerados (no passado)

## Valor Contabilístico

“O valor contabilístico assenta na ideia de que o capital próprio contabilístico representa o valor do património líquido da empresa, ou, de outro modo, o valor que aos sócios cabe no capital total utilizado pela empresa, tal como é apresentado nos livros” (Ferreira, 2006). O valor contabilístico de uma empresa é então um indicador genérico, que representa o valor que os investidores receberiam, caso a empresa fosse liquidada. Este indicador é por vezes comparado com o valor de mercado da empresa, permitindo entender se a empresa está subavaliada ou sobreavaliada, de acordo com os preços das ações no mercado.

O valor contabilístico apresenta uma série de limitações, uma vez que é elaborado tendo em conta princípios, critérios e regras de valorimetria contabilística e legal que não se adequam na totalidade às necessidades de avaliação, como sendo os aspectos económicos ou tecnológicos expressos com a inflação e a obsolescência dos elementos patrimoniais. (Ferreira, 2006).

Ainda que o valor contabilístico tenha algumas limitações à avaliação, Leonor Ferreira (2006) refere que, na perspectiva do investidor este indicador é um ponto de partida para uma avaliação, pois “o investidor está basicamente preocupado com a capacidade de geração de rendimento da empresa”.

O foco central da função avaliação é especificamente expressa pela capitalização dos resultados com a média ponderada e com o valor contabilístico (Ohlson, 1995).

O valor contabilístico é um dado relevante para a estimar resultados futuros normais em empresas que apresentam resultados negativos, bem como, se apresenta enquanto valor relevante para estimar opções de abandono para empresas com resultados negativos e que provavelmente cessaram a sua atividade e serão liquidadas. (Collins & Xie, 1999)

Uma vez que este estudo se refere a empresas, que na sua maioria ainda pertencem ao Estado, utilizou-se o valor contabilístico do início do período e considerando-se que seria o preço de aquisição da empresa. No final do período, retirou-se o valor de aquisição ao valor de liquidação, no sentido de perceber se o Estado conseguiu retirar mais-valias deste suposto negócio, que manteve a funcionar durante o período analisado, aproximadamente vinte anos.

## Taxa de Desconto

A taxa de desconto a utilizar nos projetos de investimento, é um factor preponderante para os resultados finais. Assim, este aspecto tem merecido reflexões por parte de alguns autores no sentido de encontrar a taxa de desconto mais justa, para a avaliação de projetos do sector público. Para Brealey(1997) não deve existir diferença na taxa a escolher na elaboração de projetos de investimento, quer sejam eles públicos ou privados, isto é, o custo de oportunidade do capital para o Estado é o de investir diretamente em dívida pública (*risk-free*) o que acontece também com o sector privado, logo, numa economia aberta, a taxa de desconto deverá ser igual para os dois sectores.

No que se refere a projetos do sector público, os documentos orientadores para a construção de avaliações, aconselham por si, a utilização de uma taxa no sentido de uniformizar o processo. No caso Francês das indicações para análise custo-benefício do sector dos transportes (Quinet, 2010), é recomendada uma taxa de desconto de 4% nas análises até 2035, 3,5% até 2054 e 3% na perpetuidade.

No caso da Irlanda (Central Expenditure Evaluation Unit - Department of Public Expenditure and Reform, 2012), as orientações seguem a metodologia Test Discount Rate para chegar ao valor de 4% para a taxa de desconto a utilizar na avaliação de projetos públicos. Esta taxa sofreu uma revisão de 5% para 4% em 2007, no entanto, o documento orientador refere que uma nova revisão deve estar em curso, uma vez que o panorama macroeconómico irá obrigar a um aumento no custo de oportunidade do capital dos fundos públicos.

A taxa de desconto a ser utilizada neste estudo, irá corresponder às indicações da Comissão Europeia, no que se refere a avaliações custo benefício de projetos de investimento públicos.

“A taxa de desconto a utilizar na análise financeira deve refletir o custo de oportunidade do capital para o acionista. Pode ser entendido como o rendimento que deixa de se realizar no melhor projeto alternativo.

A Comissão recomenda que seja usada como parâmetro de referência indicativo uma taxa de desconto financeira de 5% em termos reais para projetos de investimento públicos...” (Comissão de Desenvolvimento Temático, 2006).

Considerando a revisão de literatura efectuada e dado que a definição de uma taxa de desconto para o sector público está longe de ser consensual, ir-se-á utilizar uma taxa de desconto idêntica

para todas as empresas em estudo, de forma a uniformizar a metodologia, bem como, corresponder às indicações efectuadas pela Comissão Europeia e assim alinhar as metodologias das instituições promotoras com a investigação, tentando entender as opções metodológicas e os processos de tomada de decisão nelas baseados.

### 3. Metodologia

A metodologia utilizada neste estudo teve por base uma questão central - qual o desempenho das empresas públicas? Com esta questão, procedeu-se à investigação de qual seria a maneira mais clara de encontrar um valor que ilustrasse o valor criado para o acionista, o Estado, em termos quantitativos. Ponderando as entradas e saídas de capital na empresa e atualizando os respectivos valores para o presente, recorrendo à metodologia de atualização de fluxos de caixa (VAL), foi possível chegar a um valor que caracterizasse cada uma das diversas empresas no que se refere ao valor criado para os contribuintes, que em última análise são os investidores.

Com o desenvolvimento da metodologia do VAL, foi necessário entender também qual seria a melhor taxa de desconto a utilizar na atualização dos fluxos para o presente, ao que a revisão bibliográfica não foi inteiramente consensual. Ainda assim, optou-se por uma taxa de 5% (em termos reais) na atualização dos fluxos, indo ao encontro das orientações da comissão europeia (Comissão de Desenvolvimento Temático, 2006) para a construção de projetos no sector público e assim uniformizando a taxa de desconto para todas as empresas em estudo, evitando uma dispersão relativamente às diversas taxas de desconto utilizadas, para cada uma das empresas/projetos, corroborando a opinião de alguns autores referidos na revisão bibliográfica atrás mencionada.

Dos dados obtidos, foi ainda possível recolher informação relativa aos rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira, de forma a entender melhor a evolução das empresas em estudo, utilizando a relação dos Capitais Próprios com o Passivo e Ativo do balanço respetivamente e assim abordando não só a criação de valor para o acionista, mas também envolvendo o Ativo e o Passivo das empresas, para que a análise se tornasse mais consistente.

No sentido de obter uma perspetiva mais ampla do valor criado pelas empresas, considerou-se importante obter os relatórios e contas de aproximadamente vinte anos de atividade das mesmas. Só foi conseguido para algumas delas, já que o número de anos a que as empresas são obrigadas

a guardar os referidos relatórios não é tão alargado o que torna, por vezes, difícil obter as referidas peças contabilísticas.

O cálculo do VAL, para encontrar o valor criado para os acionistas, foi conseguido através da atualização dos fluxos de saída do Estado (aumentos de capital, subsídios), variação do capital próprio do início do período para o final do período e por fim, atualização dos fluxos de entrada (dividendos, impostos sobre os lucros). Uma vez atualizados, encontrou-se o resultado da diferença entre as entradas e saídas, acrescentando a variação do capital próprio.

Os rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira foram encontrados através da divisão dos capitais próprios, pelo passivo e pelo ativo respectivamente.

### **Questão Central**

Qual o desempenho financeiro das Empresas Públicas (CGD, CP, RTP, Metropolitano de Lisboa, Refer, TAP, CTT) ?

### **Questões Secundárias**

Qual a evolução dos rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira das empresas em estudo?

Qual é a evolução do investimento por parte do Estado nas empresas em estudo?

### **Hipóteses**

Hipótese 1 – O desempenho das diferentes empresas regista uma progressão consistente ao longo dos anos analisados.

Hipótese 2 – As empresas apresentam rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira progressivamente positivos e aproximam-se do equilíbrio.

Hipótese 3 – O investimento do Estado nas empresas em estudo tem diminuído ao longo do período analisado.

#### 4. Análise de Resultados

##### Metropolitano de Lisboa

Da análise efectuada à empresa Metropolitano de Lisboa, no período entre 1990 e 2011, podemos constatar a variação da criação de valor tendencialmente negativa (Fig.nº2), demonstrando que a empresa tem tido ao longo do período uma necessidade grande de financiamento do Estado, sem que se traduza num retorno financeiro visível.

No que se refere ao valor atualizado líquido (VAL), criado pelos investimentos do Estado, os fluxos atualizados à taxa de desconto aconselhada de 5% em termos reais (Comissão de Desenvolvimento Temático, 2006), encontrámos o valor de 5 741 milhões de euros negativos, ao longo dos vinte anos em estudo, equivalente a uma média de -273 milhões de euros por ano. O valor encontrado pelos cálculos pode levar a alguma reflexão por parte dos investidores no sentido da relevância da manutenção do projeto, tendo em conta apenas a perspectiva financeira e sem se considerar os elementos externos que se podem relacionar com a prossecução do projeto e que deverão ser considerados, por exemplo, numa análise multifactorial de custo-benefício.

Relativamente ao rácio de solvabilidade e de autonomia financeira, os gráficos (Fig. nº3 e nº4), mostram que a empresa se encontra cada vez mais vulnerável, uma vez que não se consegue financiar com a quantidade de capitais próprios desejada, para que estes rácios invertam o sentido negativo de progressão.

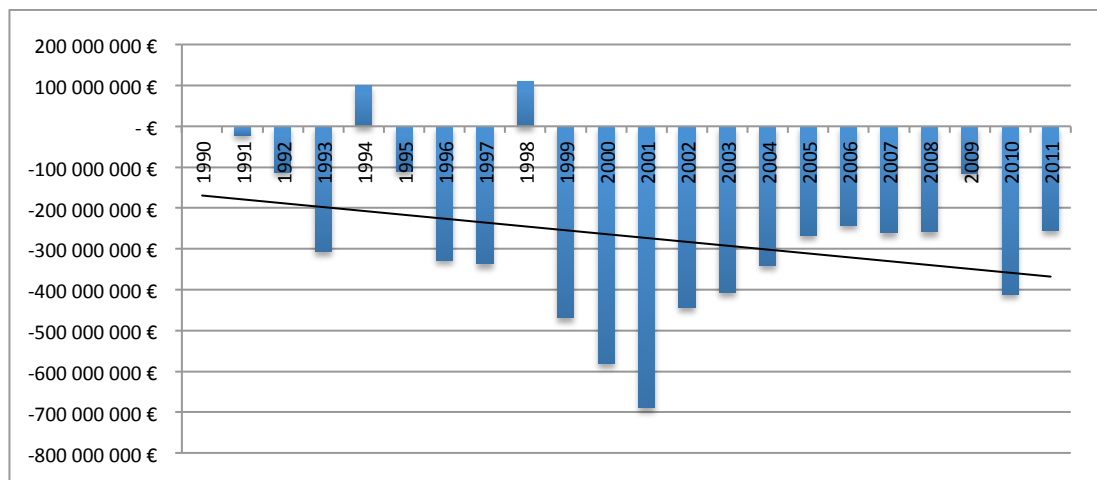


Figura 2 – Variação do Valor Criado Metropolitano Lisboa



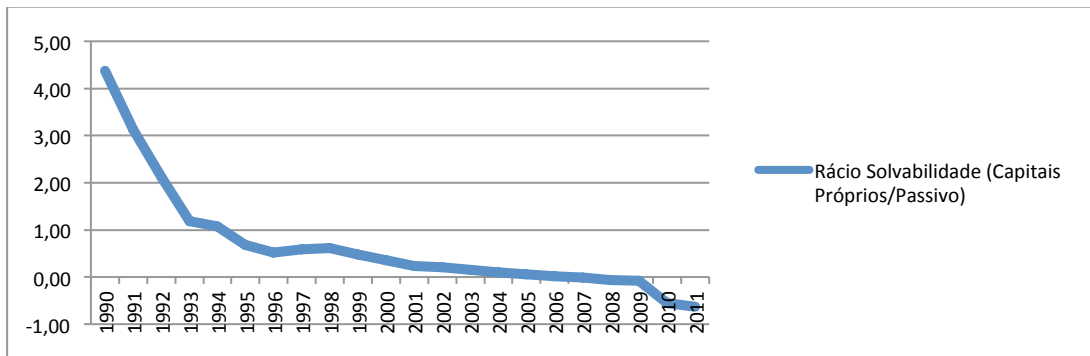


Figura 3 – Rácio de Solvabilidade Metropolitano de Lisboa

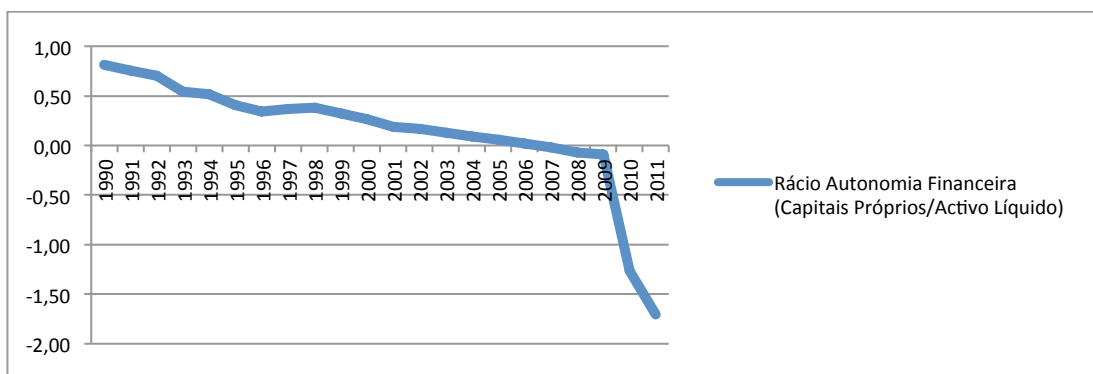


Figura 4 – Rácio de Autonomia Financeira Metropolitano de Lisboa

Da observação da evolução do investimento do Estado na empresa Metro de Lisboa (Fig.5), podemos constatar a importância do esforço financeiro, efectuado no abastecimento da empresa, no que concerne a subsídios e aumentos de capital. De referir a tendência crescente dos investimentos do Estado na empresa, que quando confrontados com a criação de valor (Fig.2) se encontram em sentidos opostos.

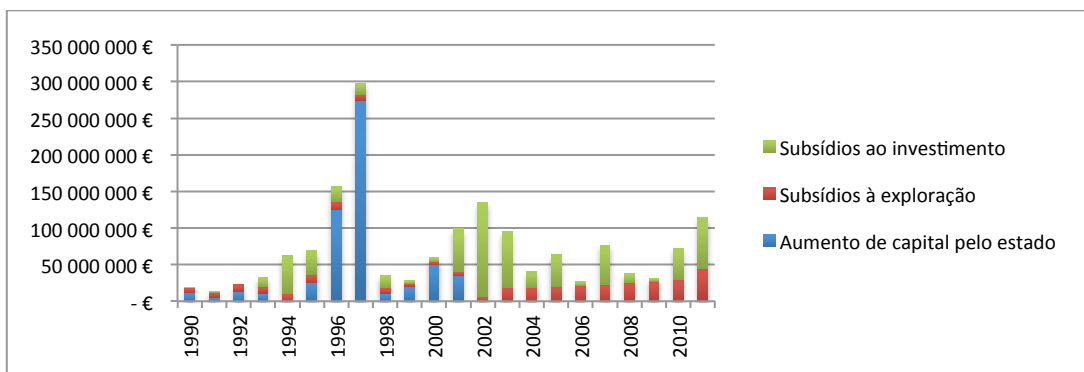


Figura 5 – Evolução do investimento do Estado na empresa Metro de Lisboa

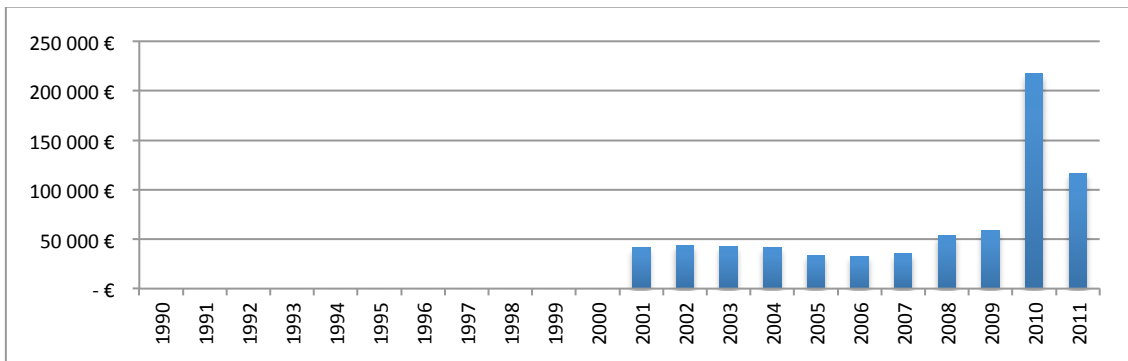


Figura 6 – Evolução do retorno em impostos Metropolitano de Lisboa

No que se refere aos fluxos de caixa de entrada de capital para o Estado, podemos observar que estes apenas se realizam através de impostos sobre os lucros e nunca através de dividendos. Mesmo os impostos sobre os lucros apenas surgem em metade do período em análise, evidenciando o papel das regras contabilísticas utilizadas e a sua influência na análise da empresa.

### Transportadora Aérea Portuguesa - TAP

A empresa TAP, que foi analisada no período de 1992 a 2011, apresenta uma variação do valor criado ao longo do período tendencialmente negativa, sendo que no intervalo de anos entre 1998 e 2006 conseguiu manter-se ligeiramente positiva.

O VAL dos investimentos realizados pelo Estado nesta empresa, ascendem -5 715 milhões de euros no período em análise, o que equivale a -301 milhões de euros por ano.

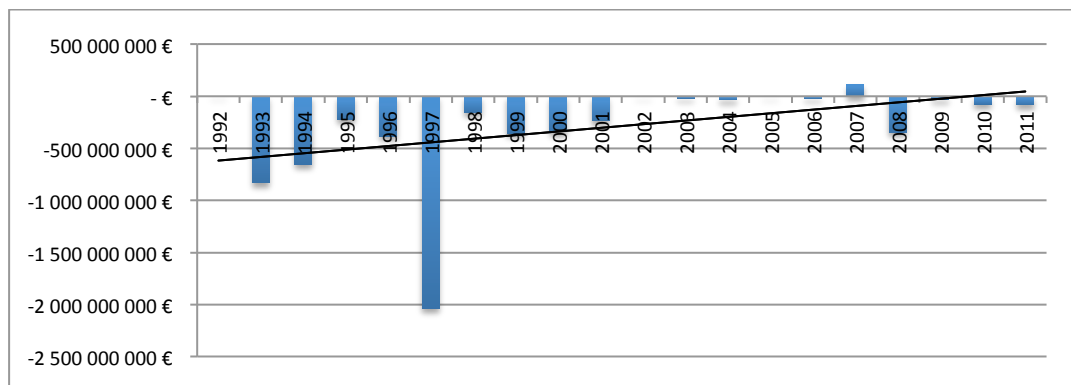


Figura 7 – Variação do Valor Criado TAP

Da análise ao rácio de solvabilidade podemos evidenciar o esforço financeiro do Estado nesta empresa, revelado pela subida deste rácio em 1997, reflexo de uma injeção de capital próprio, no sentido de equilibrar a empresa, que conseguiu manter-se positiva até 2007, mas deixando cair o rácio logo no ano seguinte e até 2011.

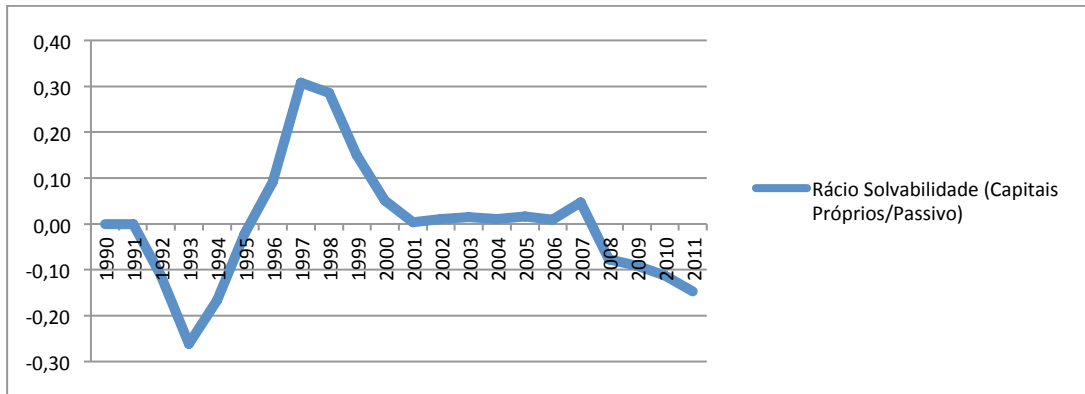


Figura 8 – Rácio de Solvabilidade TAP

O rácio de Autonomia Financeira, à semelhança do rácio de Solvabilidade, faz sobressair a incapacidade da empresa no que se refere a capacidade de produzir recursos para a sua atividade, mostrando-se claramente incapaz de responder financeiramente às suas necessidades.

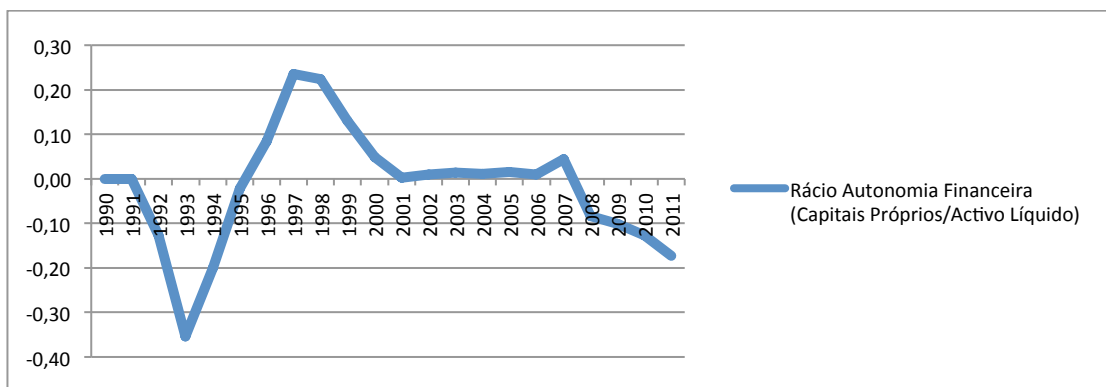


Figura 9 – Rácio de Autonomia Financeira TAP

Analisando a perspectiva dos investimentos do Estado (Fig.10), podemos verificar um grande investimento no início do período, sob a forma de subsídios ao investimento e aumento de capital, para depois observar a manutenção, ainda que numa menor proporção, dos subsídios à exploração e ao investimento, que não são utilizados apenas em 2007 e 2008.

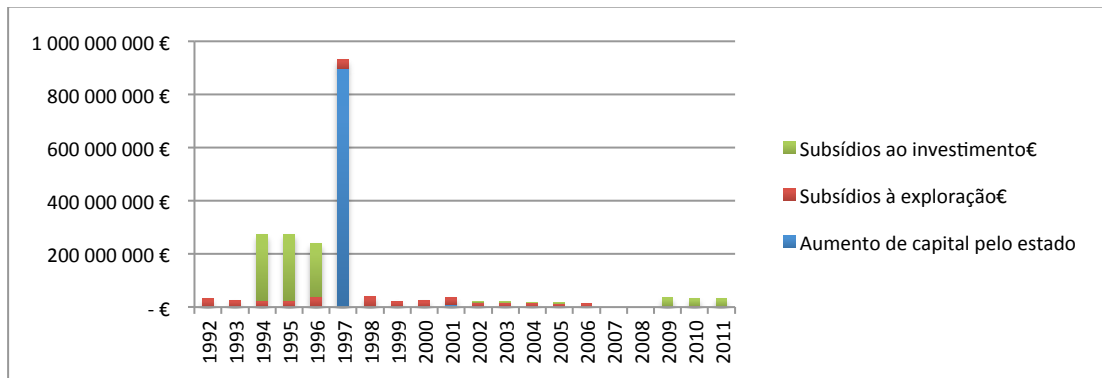


Figura 10 – Evolução dos Investimentos do Estado na TAP

Ao observar as rubricas que remetem para os fluxos de entrada de capital para o Estado, impostos e dividendos, podemos constatar que a empresa tem vindo a aumentar o valor que entrega ao Estado, sob a forma de impostos, como também se pode verificar que a partir de 2003 entrega também dividendos.

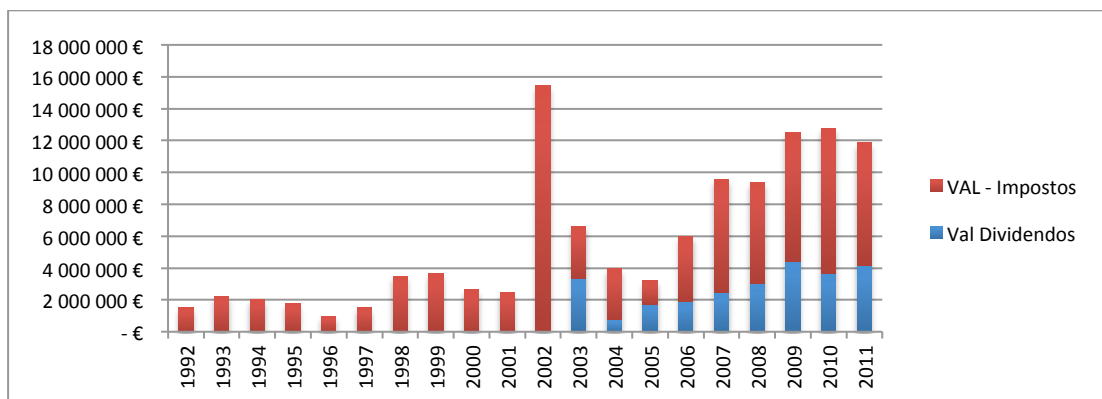


Figura 11 – Evolução do retorno em impostos e dividendos para o Estado pela TAP

### Rádio Televisão Portuguesa - RTP

A empresa do sector da comunicação social RTP, tem estado nos últimos tempos sob o olhar atento do governo e da opinião pública, levantando uma série de questões relativamente à sua continuidade. Da análise efectuada no período de 1991 a 2010, podemos constatar uma clara tendência negativa, no que se refere à criação de valor de ano para ano (Fig. nº12), evidenciando uma falta de capacidade em gerar retorno financeiro para o acionista Estado.

O cálculo do valor atual do balanço, entre entradas e saídas de capital para o Estado através da RTP, ascende a **-4 223** milhões de euros no período analisado, o que corresponde a uma média de **-222** milhões de euros por ano, que o Estado tem investido na empresa nos últimos vinte anos.

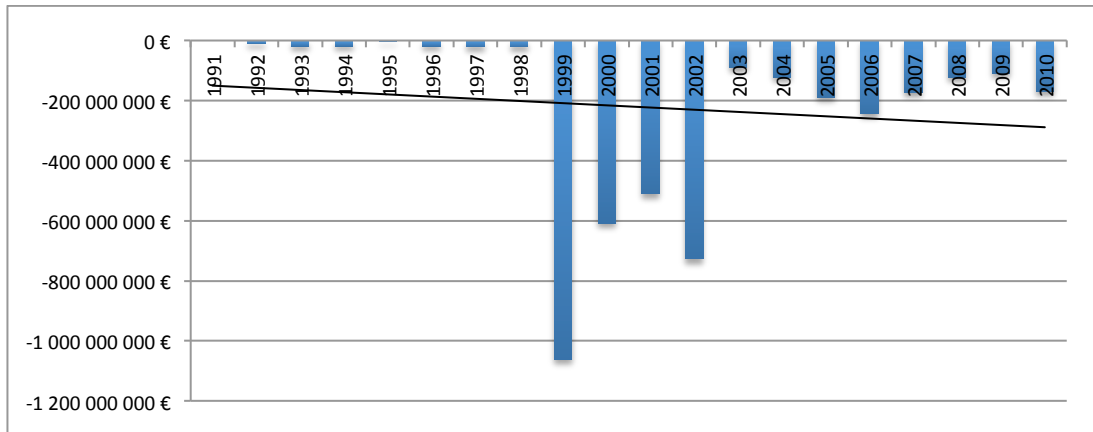


Figura 12– Variação de Valor Criado RTP

A análise aos rácio de Solvabilidade e Autonomia Financeira, permite constatar a evolução negativa da empresa, no que respeita à sua capacidade de produzir capital para as suas necessidades de financiamento.

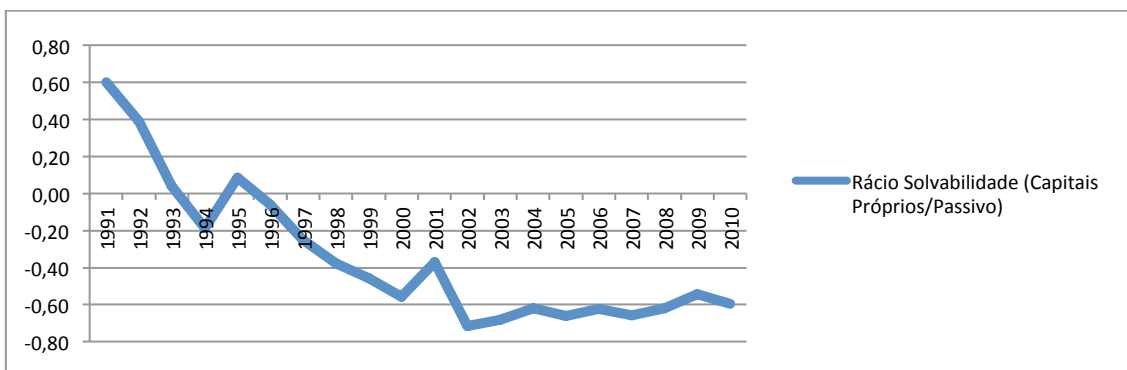


Figura 13 – Rácio de Solvabilidade RTP

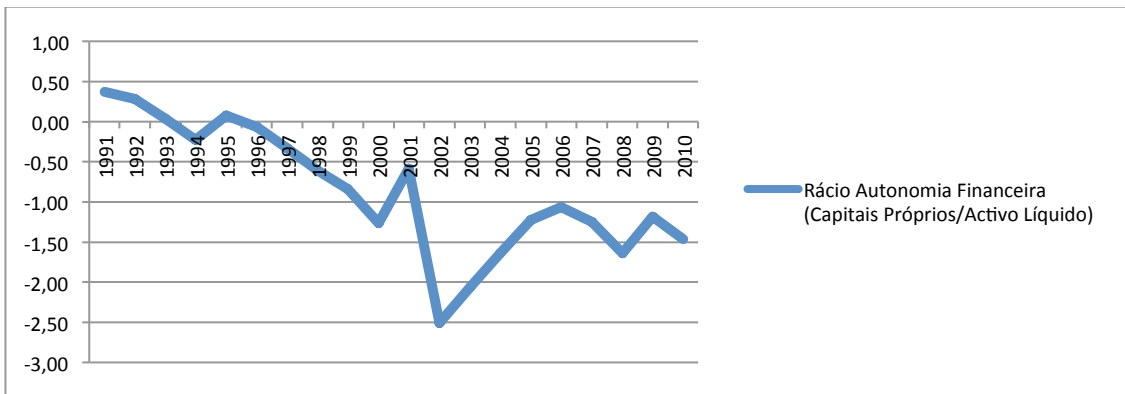


Figura 14 – Rácio de Autonomia Financeira RTP

Os indicadores para os fluxos de saída dos cofres do Estado para a empresa RTP, podem ser analisados na figura que se segue (Fig.15). Podemos observar que o investimento realizado é efectuado sob a forma de aumentos de capital e subsídios à exploração. Os investimentos são claramente reforçados a partir de 1999 até ao presente, de uma forma tendencialmente crescente no período.

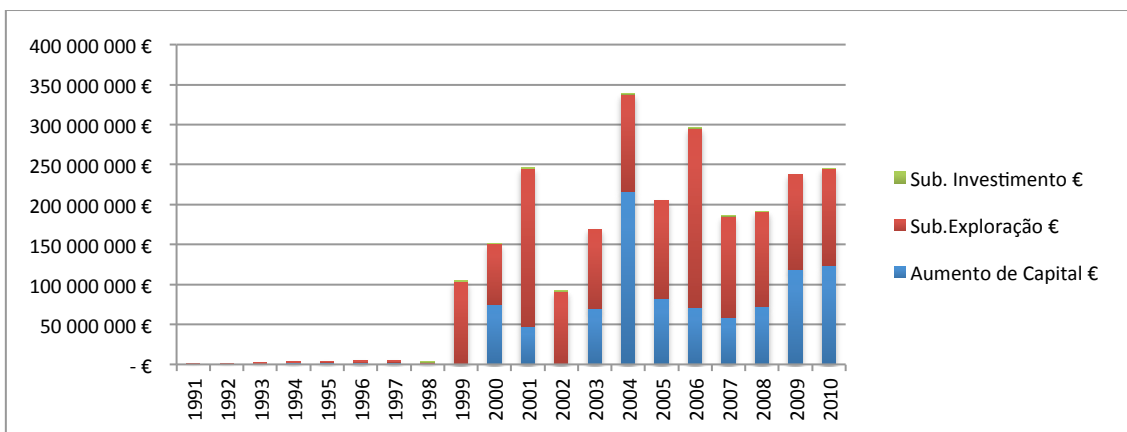


Figura 15 – Evolução do Investimentos do Estado na RTP

Os fluxos de caixa de entrada de capital para os cofres do Estado pela RTP (Fig16), são tendencialmente crescentes ao longo do período em análise, ainda que desproporcionais quando comparados com os fluxos de saída de capital dos cofres do Estado, analisados na figura anterior (Fig. 15), refletindo-se inequivocamente na criação de valor que a empresa apresenta e que também já analisámos anteriormente.

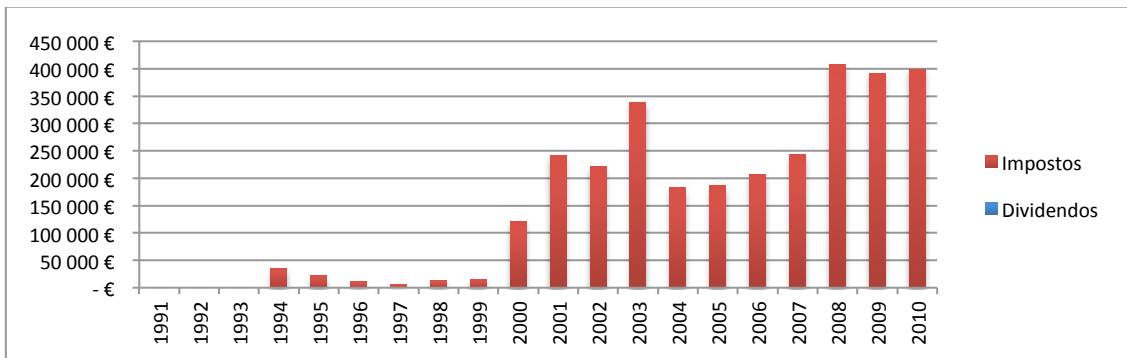


Figura 16 – Evolução retorno, em impostos sobre os lucros e dividendos, para o Estado pela RTP

### Rede Ferroviária Nacional – Refer

A empresa pública Refer foi analisada no período de 1997 (ano de criação) até 2011. Da análise à criação de valor por parte da empresa, podemos constatar que esta não tem criado valor, a título financeiro, uma vez que, ano após ano, absorve os investimentos realizados pelo Estado, sem que com eles consiga gerar retorno financeiro.

Na figura que se apresenta (fig. 17), podemos observar um valor discrepante em 2007 que é resultado do primeiro ano de adoção das Normas Internacionais de contabilidade (IAS/IFRS). A adoção das Normas Internacionais levou a uma alteração significativa na rubrica dos Capitais Próprios, que têm influencia direta na metodologia utilizada para encontrar o valor criado.

O VAL dos investimentos do Estado nesta empresa, acumulam perdas no valor de **-9 534 milhões** de euros no período de análise de quinze anos, correspondendo a uma média de **-681 milhões** de euros por ano.

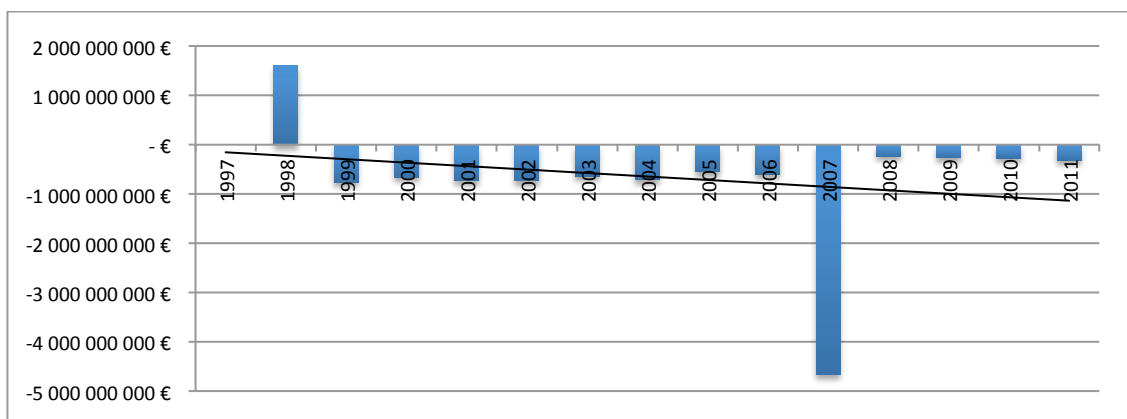


Figura 17 – Variação do Valor Criado Refer

A análise dos rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira demonstram também a incapacidade da empresa de produzir capital para fazer face às suas necessidades.

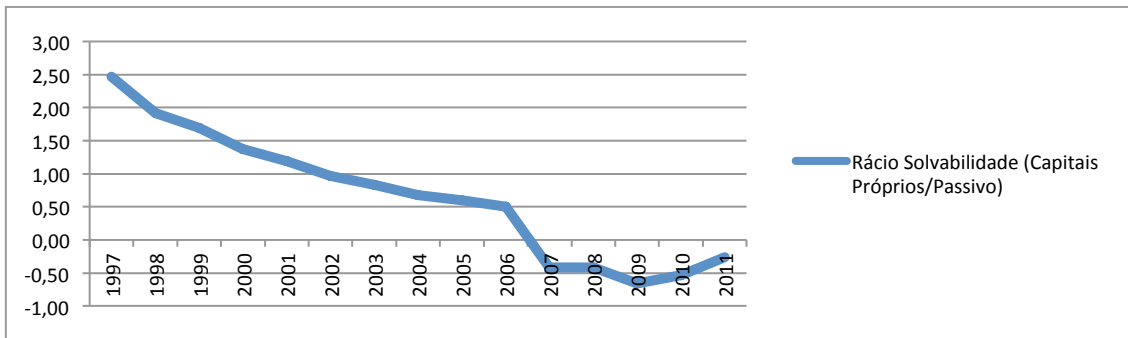


Figura 18 – Rácio de Solvabilidade Refer



Figura 19 – Rácio de Autonomia Financeira Refer

Pormenorizando o estudo, no que se refere à evolução dos investimentos do Estado na empresa, podemos verificar (Fig. 20) que estes têm diminuído, apresentando uma tendência decrescente ao longo do período, e que a maior parte das entradas de investimento surgem sob a forma de subsídios ao investimento.

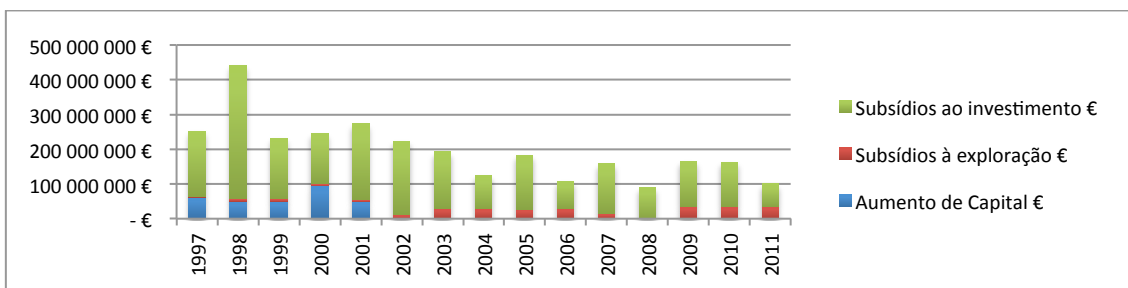


Figura 20 – Evolução dos Investimentos do Estado na Refer



Da análise às rubricas que representam o retorno financeiro para o Estado, podemos observar uma tendência crescente ao longo do período, ainda que apenas sejam realizadas através de impostos e nunca sob a forma de dividendos.

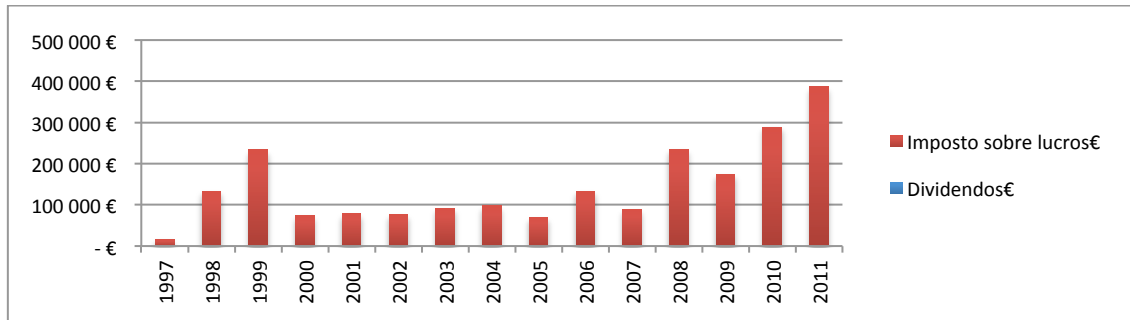


Figura 21 – Evolução do retorno para o Estado em impostos e dividendos pela Refer

### Correios de Portugal - CTT

A empresa CTT foi analisada no período 1993 a 2011, e apresenta uma grande variabilidade no valor criado ao longo do período (fig.22). O ano de 1998 é marcado pela negativa, o que se deve principalmente a um aumento de capital do Estado na empresa. Os anos de 2002 e 2003 são também marcados pela negativa, uma vez que os capitais próprios da empresa tiveram uma redução significativa levando a um balanço negativo no que se refere ao equilíbrio de entrada e saída de capital da empresa para o acionista.

Numa perspetiva mais global, até 2003 a empresa apresenta valores claramente negativos e de 2004 em diante já se encontra com valores positivos, evidenciando uma inversão da tendência no ano de 2010, para passar a apresentar criação de valor positivo nos dois últimos anos. Ainda assim, da análise aos fluxos de entrada e saída de capitais para o Estado, o VAL representa um valor negativo em **1 374 milhões** de euros, significando um investimento para o Estado de, em média, **76 milhões** de euros por ano.

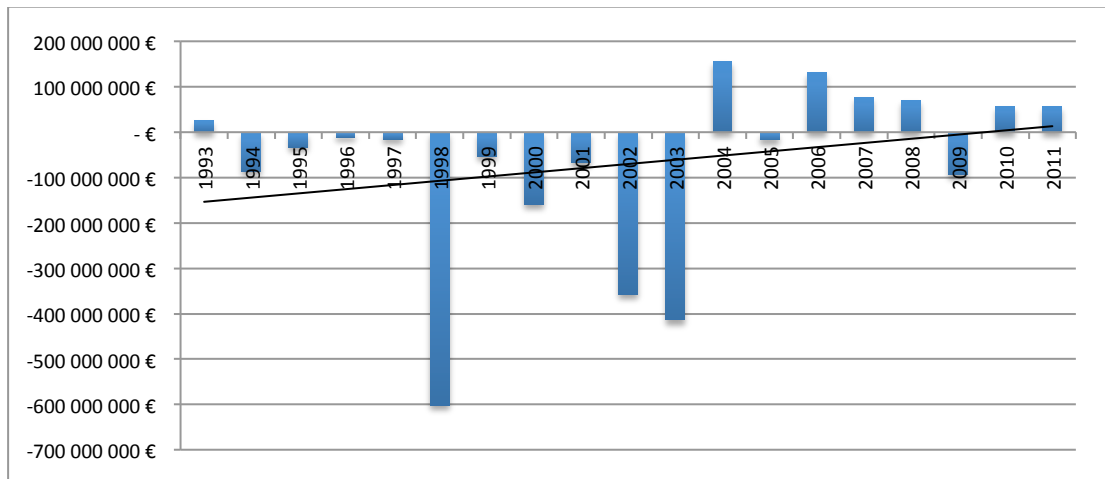


Figura 22 – Variação do Valor Criado CTT

No que se refere ao rácio de Solvabilidade e Autonomia Financeira, a empresa tem vindo a recuperar estes indicadores desde 2003, podendo significar que tem vindo a fazer esforços no sentido de melhorar a sua capacidade para gerar recursos para satisfazer as suas necessidades de capital.

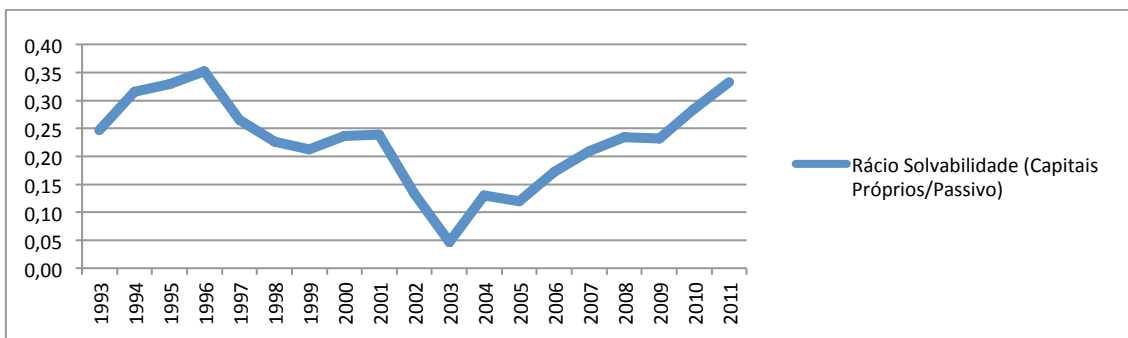


Figura 23 – Rácio de Solvabilidade CTT

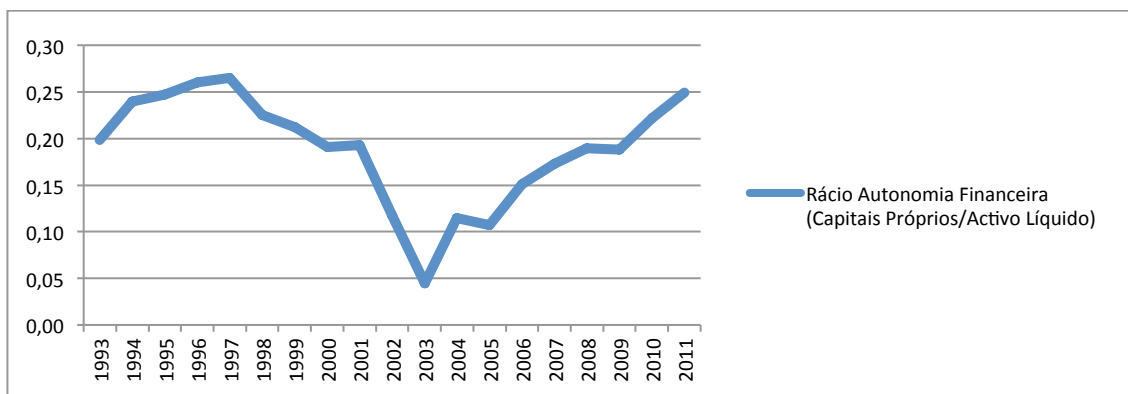


Figura 24 – Rácio de Autonomia Financeira CTT

Os investimentos do Estado nos CTT foram efectuados, em grande parte, através de aumentos de capital, como se pode verificar na figura que se segue (Fig. 25). Estes aumentos de capital assumem uma relevância elevada no panorama geral de investimentos do Estado, uma vez que proporcionalmente aos subsídios, são investimentos bastante mais elevados que se encontram sempre acima dos 50 milhões de euros. Olhando para os subsídios à exploração e ao investimento (Fig. 26), estes situam-se quase sempre abaixo dos 2 milhões de euros, pelo que na apresentação deste estudo, surgiu a necessidade de apresentar os dados em figuras separadas, para que o leitor pudesse visualizar melhor os valores envolvidos. Podemos concluir que os investimentos do Estado nesta empresa, tem vindo a apresentar uma tendência decrescente no período em estudo.

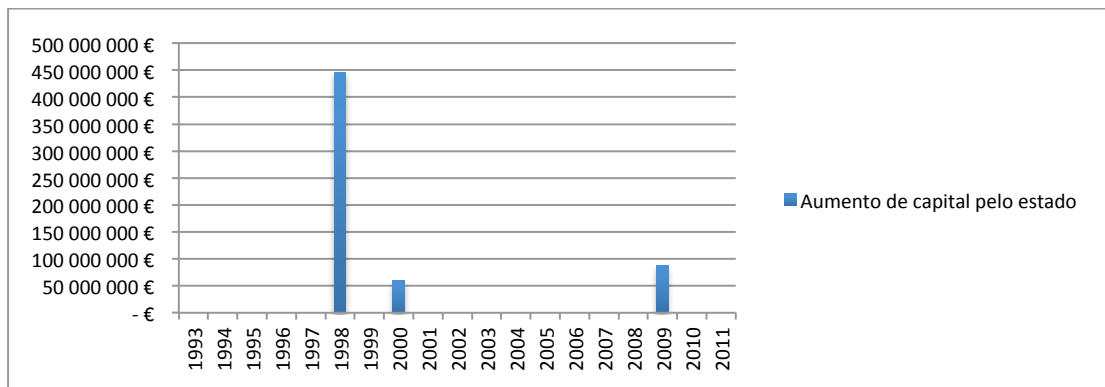


Figura 25 – Evolução dos Aumentos de Capital do Estado nos CTT

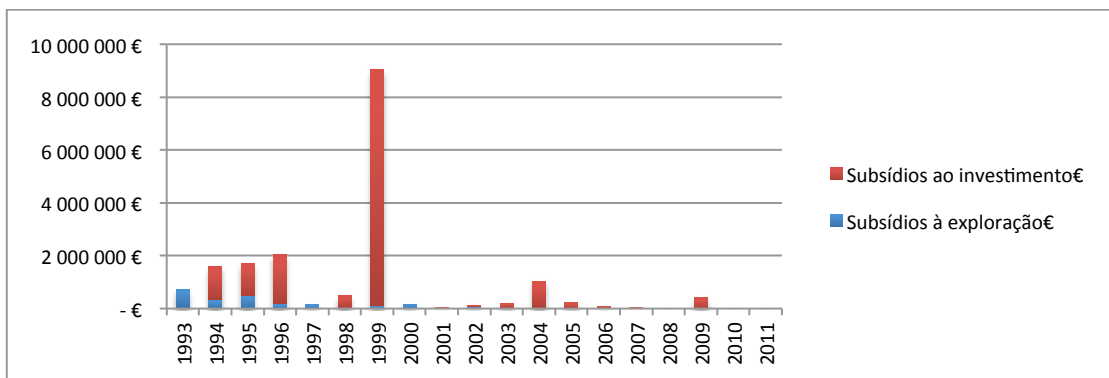


Figura 26 – Evolução dos investimentos do Estado nos CTT

Do lado da receita, o Estado português tem vindo a aumentar os montantes a receber, quer seja por impostos quer seja por dividendos, que a empresa distribui, fazendo-se notar esta evolução a partir de 2002 para os impostos e a partir de 2007 com a distribuição de dividendos.

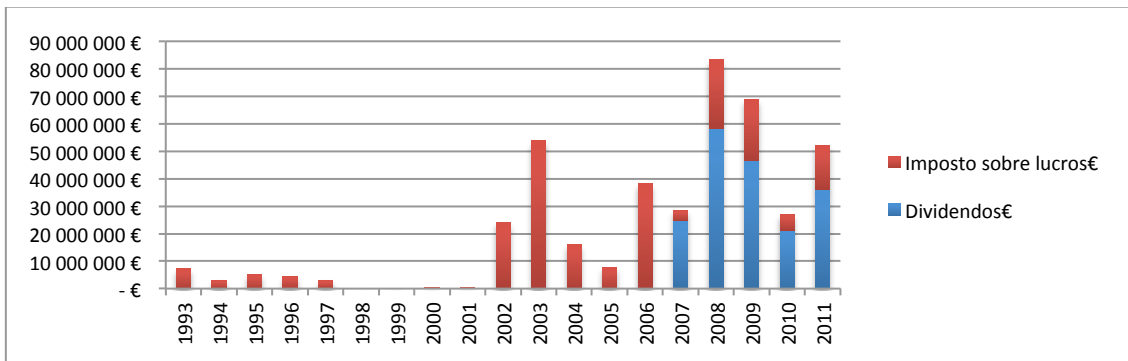


Figura 27 – Evolução do retorno para o Estado em impostos e dividendos, pelos CTT

### Comboios de Portugal - CP

A empresa CP foi analisada no período de 1990 a 2011. Consta-se um decréscimo constante na criação de valor. As consecutivas perdas de valor, ao longo dos anos, implicam que o investimento do Estado na empresa seja sempre perdido, pelo menos na perspectiva financeira que aqui se apresenta. De referir que apesar da constante perda de valor da empresa, a linha de tendência traçada permite dizer que as maiores perdas surgem na primeira metade do período em estudo e que nos últimos anos, a criação de valor tem conseguido diminuir a inclinação da tendência negativa. O VAL da CP, no período em análise ascende a – **15 491 milhões** de euros, o que equivale a uma média de **-738 milhões** de euros por ano.

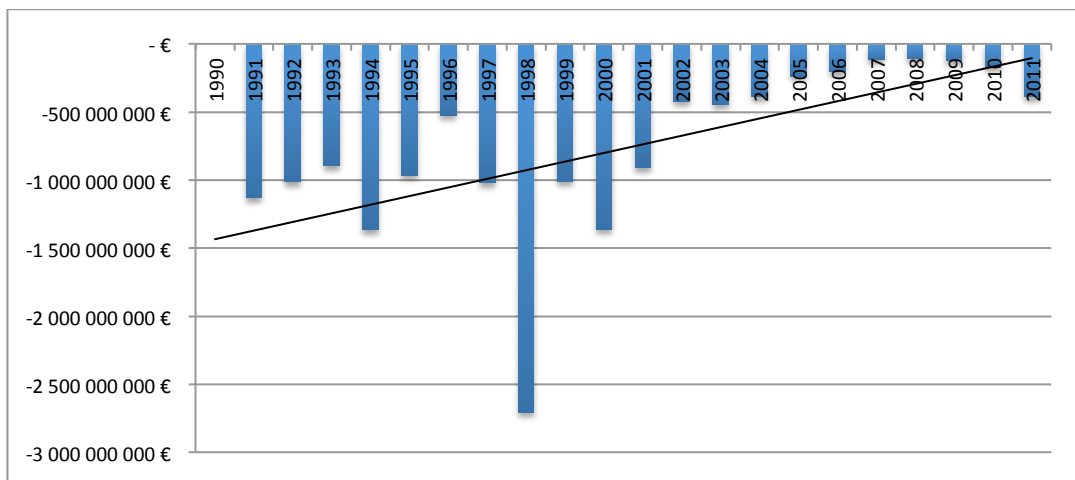


Figura 28– Variação do Valor Criado CP

Da análise dos rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira podemos verificar uma tendência negativa ao longo do período, evidenciando as dificuldades da empresa em manter o equilíbrio, entre as necessidades de capital e a produção do mesmo para o seu funcionamento.

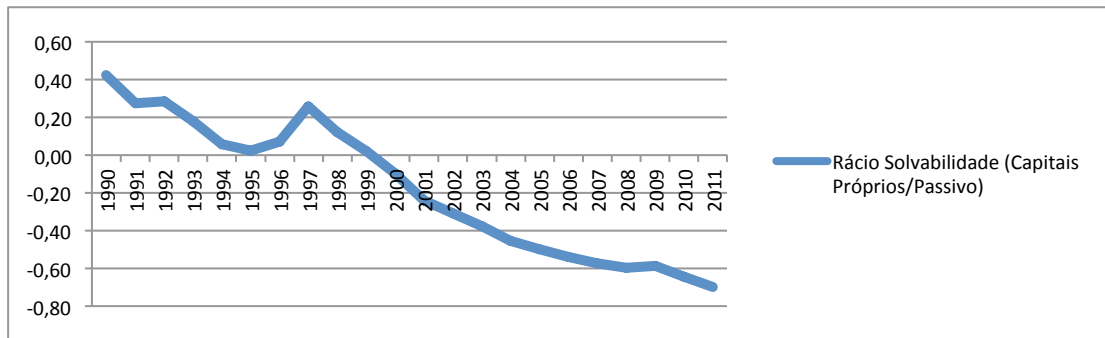


Figura 29 – Rácio de Solvabilidade CP

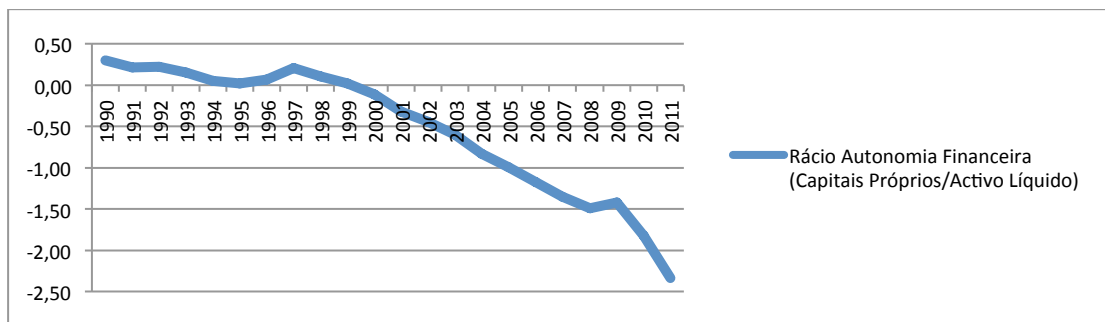


Figura 30 – Rácio de Autonomia Financeira CP

A análise dos fluxos de caixa de saída dos cofres do Estado para a CP, mostram um aumento do investimento do Estado na empresa, com o formato de aumento de capital e subsídios à exploração, até aproximadamente 2001. De 2002 até ao final do período, o investimento do Estado passa a ser efectuado como subsídios ao investimento e à exploração, mas proporcionalmente menos significativo do que na primeira metade do período.

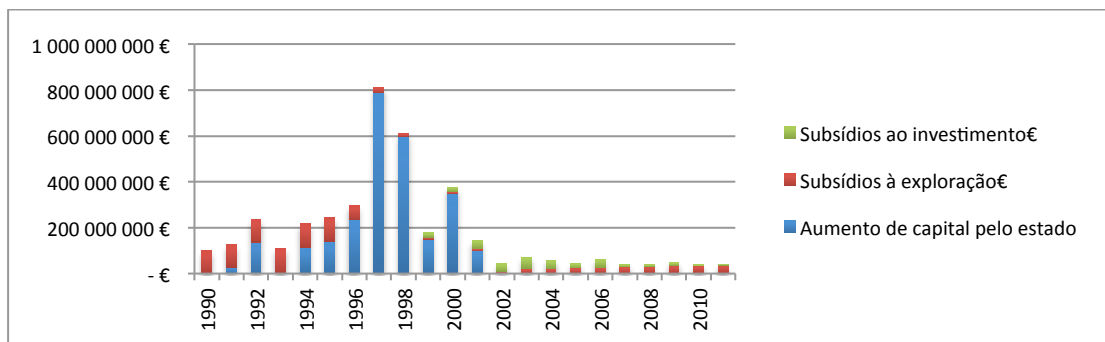


Figura 31 – Evolução do investimentos do Estado na CP

O retorno financeiro para o Estado surge apenas em impostos sobre os lucros, deixando o recurso aos dividendos de fora das ferramentas para entregar capital ao Estado. Ainda assim, os impostos só começam a ser entregues ao Estado de 2003 até ao final do período.

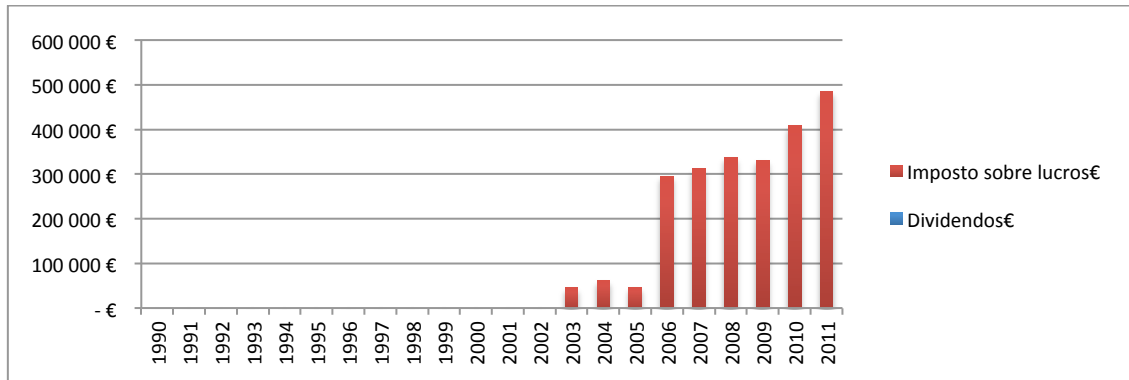


Figura 32 – Evolução do retorno em impostos e dividendos pela CP

### Caixa Geral de Depósitos - CGD

A CGD é uma empresa do sector financeiro detida pelo Estado e tem suscitado algum interesse, por parte da opinião pública, pelo facto de ter uma função estratégica no desenvolvimento da economia. De uma primeira análise, e sem considerar a linha de tendência traçada, a empresa parece apresentar indicadores de valor criado mistos. Um olhar mais atento para o gráfico evidência a linha de tendência negativa do valor criado, onde o ano de 2011 anula qualquer possibilidade de diminuição de tendência que se pudesse estar a formar nos anos antecedentes.

Apesar de o gráfico poder levantar algumas questões relativamente à criação de valor da CGD, o VAL de **-5 503 milhões** de euros, evidencia que o Estado não recolheu valor financeiro direto no período de 1990 a 2011, o que equivale a uma média de **-262 milhões** de euros por ano.

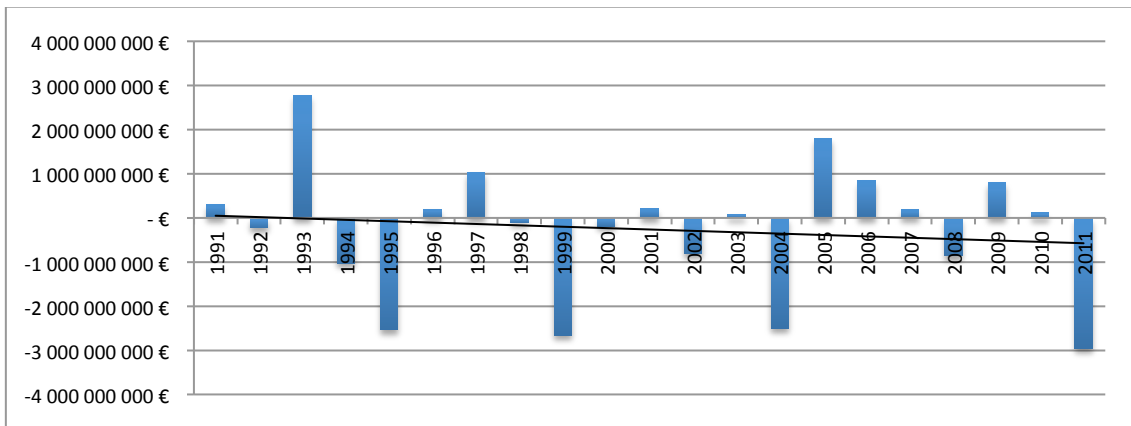


Figura 33 – Variação do Valor Criado CGD

No que se refere à análise dos rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira a empresa apresenta rácios positivos, ainda que decrescentes ao longo do período. Apesar da tendência negativa os últimos anos (2004 a 2009), os valores mostram uma ligeira subida nos indicadores, que depois se perdem dado os resultados de 2010 e 2011, que poderão estar relacionados com a crise instalada no sistema financeiro.

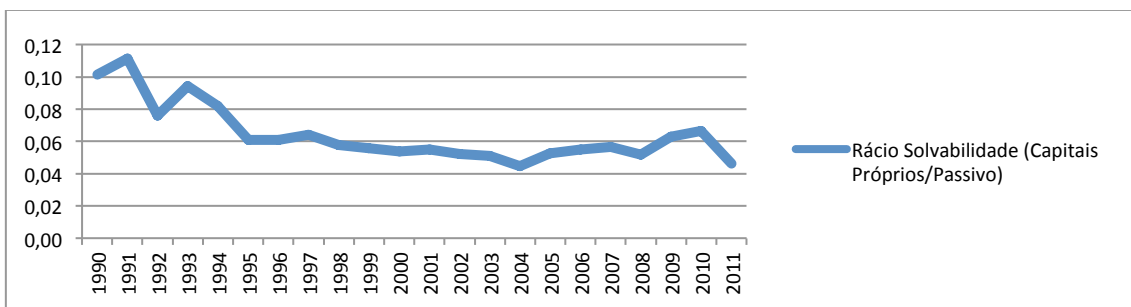


Figura 34 – Rácio de Solvabilidade CGD

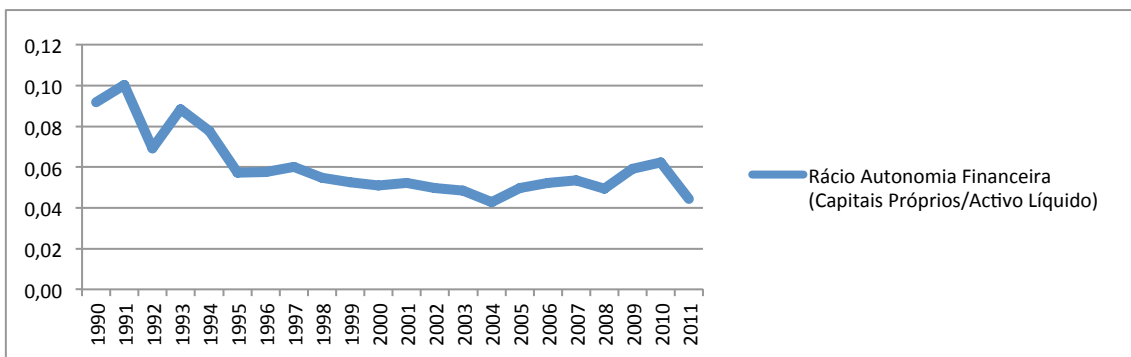


Figura 35 – Rácio de Autonomia Financeira CGD

Os investimentos do Estado na CGD são maioritariamente feitos através do aumento de capital ainda que surjam alguns fluxos através de subsídios à exploração. Os investimentos revelam uma tendência crescente ao longo do período, apresentando dois picos separados por dez anos.

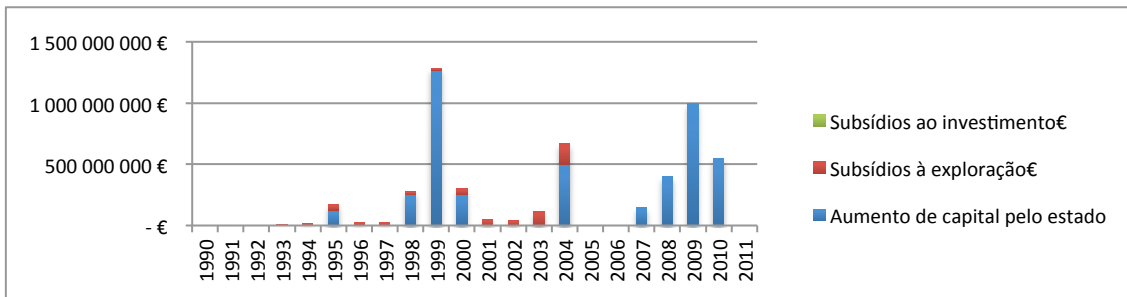


Figura 36 – Evolução do investimento do Estado na CGD

No que respeita à entrada de capital nos cofres do Estado por parte da CGD, podemos observar alguma consistência no que respeita aos impostos sobre os lucros e uma aposta na política de dividendos nos últimos anos.

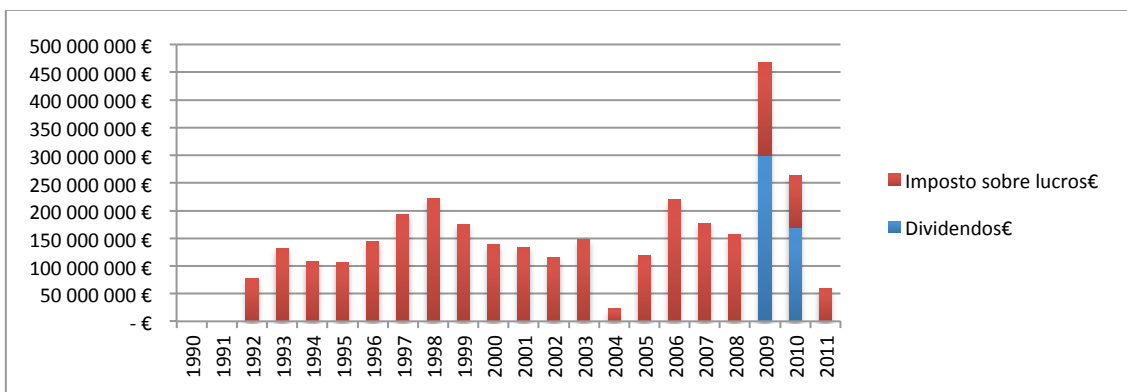


Figura 37 - Evolução do retorno em impostos e dividendos pela CGD

## 5. Conclusões

O peso do Estado na economia portuguesa tem estado sob forte análise por parte de todos os intervenientes da sociedade. A crise da dívida pública na Europa tem suscitado múltiplas opiniões relativamente à forma de como o Estado deve ultrapassar a situação difícil em que se encontra, para honrar os seus compromissos financeiros. O Sector Empresarial do Estado tem sido alvo de algumas estratégias, como as privatizações, parcerias publico-privadas e até reforço em alguns sectores no que concerne à estratégia para a economia do país.

Para Koller (2010), a opinião de que para se evitar novas crises se deverá modificar a visão com que se olha para as economias de mercado, devendo-se aumentar a regulamentação e criar novas



teorias económicas, é uma opinião mal fundamentada. Para este autor, o principal motivo que leva à ocorrência destas bolhas e conseqüentes crises, é o facto de os vários agentes económicos sejam empresas, governos ou investidores, se terem esquecido de como os negócios devem criar valor e de como o valor é medido.

A realidade é de que a criação de valor para o acionista não falhou com a gestão, mas sim a gestão que falhou com os princípios da metodologia (Rappaport, "Ten Ways to Create Shareholder Value", 2006).

A revisão de literatura efectuada mostrou que não existe ainda um consenso relativamente à melhor forma de medir o valor criado pelas empresas. Metodologias como EVA, REVA, OP, CVA, CSV e outras são por vezes utilizadas com o mesmo objectivo mas com resultados diferentes, originando alguma confusão relativamente ao *output* final.

Para este estudo optou-se por utilizar uma abordagem com bastante notoriedade (através do estudo de Fernández (2001) "A Definition of Shareholders Value Creation"), no sentido de entender como o Estado recolheu valor. Com este objectivo e através da relação de entradas e saídas de capital dos cofres do Estado juntamente com a forma como o valor contabilístico variou do início para o final do período, foi possível encontrar o valor criado para o Estado, pelas diferentes empresas, num período de aproximadamente vinte anos.

A empresa **Metropolitano de Lisboa**, analisada no período de 1990 a 2011, apresentou uma criação de valor de tendência claramente negativa mostrando um **VAL de -5 741 milhões** de euros ao longo do período, o equivalente a uma média de **-273 milhões** de euros ano, que os contribuintes pagaram para terem acesso aos serviços prestados pela empresa do sector dos transportes. A empresa apresenta uma progressão de desempenho maioritariamente decrescente, no valor criado e nos rácios de solvabilidade e autonomia financeira, refutando as hipóteses colocadas (**Hipótese 1** – O desempenho das diferentes empresas regista uma progressão consistente ao longo dos anos analisados. **Hipótese 2** – As empresas apresentam rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira progressivamente positivos e aproximam-se do equilíbrio.). A **Hipótese 3** que diz respeito à diminuição do investimento do Estado na empresa também não é confirmada uma vez que a injeção de fundos para a empresa se têm mantido numa média constante.

Importa na análise desta empresa ponderar o crescimento da rede de metro dentro do período em análise, considerando que a expansão implica investimentos avultados e morosos, tornando o projeto de longo prazo, mas sem deixar de referir a pertinência desse crescimento acelerado,

que deve ser acompanhado pelo aumento considerável de utentes no sentido de tornar sustentável este tipo de projeto.

A TAP, que à data da elaboração deste estudo está em processo de privatização, foi analisada no período de 1992 a 2011 e evidenciou uma tendência negativa no valor criado, apresentando um **VAL -5 715 milhões** de euros no período e correspondendo a **-301 milhões** de euros por ano.

A TAP tem sido referida como uma empresa de alto nível estratégico para o país, argumentando-se que garante um conjunto de rotas que ligam Portugal a países inseridos na estratégia de crescimento económico do país, como sendo as ex-colónias Angola, Moçambique e Brasil e que têm vindo a aumentar o leque de opções para incrementar as exportações de Portugal.

Apesar do VAL do período em análise ser marcadamente negativo, deve ser referido que a criação de valor da empresa se mostrou positiva desde 2009. Durante todo esse período mostrou que se encontra a percorrer um caminho, através de uma progressiva aproximação da criação de valor positivo, que conseguiu desde o referido ano de 2009. Por outro lado conseguiu criar valor quando o Estado se encontrava a diminuir o investimento na empresa.

Desta forma as **hipóteses colocadas são confirmadas** correspondendo os dados da TAP a uma progressão consistente ao longo do período (Hipótese 1), rácios de solvabilidade e autonomia financeira com tendência média positiva (Hipótese 2) e diminuição do investimento do Estado ao longo do período (Hipótese 3)

A TAP, que se aproxima de uma privatização, foi um grande investimento do Estado, pelo que deveria ser trabalhada numa análise de custo-benefício multifactorial e diversificada, para que se pudesse entender como o valor estratégico, e o mercado competitivo das transportadoras aéreas, influenciam a continuação do projeto.

O sector da comunicação social em Portugal passou, durante o período em análise, por uma série de variações que modificaram o panorama de como o negócio se desenrola. As alterações mais significativas para a o sector foram a entrada de novos players no mercado, que numa primeira fase foram os canais privados gratuitos, numa segunda fase a televisão por cabo, e por último a criação da internet, que cada vez mais é considerada como um produto de substituição.

A RTP evidenciou uma tendência negativa na criação de valor. Esta tendência ficou mais marcada nos últimos dez anos, originando um balanço entre entradas e saídas de capital para o Estado com um VAL de **-4 223 milhões** de euros, correspondendo a uma média de **-222 milhões**

de euros por ano, nos últimos vinte anos. A RTP **refuta as hipóteses** de rácios equilibrados e de diminuição do investimento realizado, apresentando uma progressão consistente (Hipótese 1), mas no sentido negativo.

O projeto de serviço público de televisão deve ser repensado no sentido de entender qual a mais valia da continuidade deste negócio, que tem sido injetado com capital nos últimos dez anos, ou se o projeto deve ser reformulado numa ótica mais estratégica para o país e onde os contribuintes consigam entender melhor o investimento feito nesta empresa.

A empresa **REFER** apresentou uma tendência negativa na criação de valor, apresentando VAL de **-9 534 milhões** de euros no período de análise de quinze anos, correspondendo a uma média de **-681 milhões** de euros por ano. A empresa que está responsável por gerir a Rede Ferroviária Nacional não conseguiu, ao longo dos quinze anos de existência criar valor financeiro direto para o Estado, como se constata pelos valores avultados de investimento que se apresentaram. Os dados da empresa **refutam as hipóteses** colocadas de progressão consistente e rácios de solvabilidade e autonomia financeira equilibrados, confirmando apenas a hipótese de diminuição de investimento ao longo do período.

A empresa **Correios de Portugal – CTT** apresenta um percurso interessante, uma vez que a entrada da internet no mercado da correspondência foi considerada, em tempos, a sentença que ditaria o fim dos CTT. A empresa mostrou que conseguiu ultrapassar algumas barreiras com que se foi deparando e desta forma conseguiu apresentar uma tendência de criação de valor que já se encontra em níveis positivos, bem como apresenta rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira positivos, sendo a única empresa pública não financeira, das estudadas, a conseguiu. De frisar o baixo volume de investimentos do Estado na empresa e a adoção de uma política de distribuição de dividendos que apresenta, enquanto estratégia de distribuição de valor ao acionista. Ainda que a CTT **confirme todas as hipóteses formuladas**, apresenta um VAL negativo em **1 374 milhões** de euros, significando um investimento do Estado de em média **76 milhões** de euros por ano.

Através do estudo efectuado à empresa **Comboios de Portugal – CP**, podemos observar uma estratégia de investimento do Estado até ao ano 2000, essencialmente sob a forma de aumentos de capital, para depois observarmos uma diminuição considerável do esforço financeiro do Estado na empresa, **confirmando a hipótese** colocada de diminuição dos investimentos realizados.

A criação de valor da CP manteve-se negativa ao longo de todo o período em análise, ainda que a inclinação de linha de tendência seja positiva, fazendo com que o valor criado, apesar de negativo, se aproxime do zero nos últimos anos estudados, correspondendo à hipótese formulada de, progressão consistente no período em estudo.

O VAL da CP, no período em análise ascende a – **15 491 milhões** de euros, o que equivale a uma média de **-738 milhões** de euros por ano.

Os investimentos do SEE são tendencialmente de longo prazo. Os investimentos realizados na CP fazem com que este longo prazo tenha de ser mais longo ainda, levando a considerar que o futuro da gestão dos recursos da empresa será, no mínimo, desafiante dada a escassez de recursos com que nos deparamos e as necessidades de recursos que a CP tem necessitado nos últimos vinte anos, evidenciado na refutação da hipótese de rácios de solvabilidade e autonomia financeira equilibrados e positivos.

Por último, a **Caixa Geral de Depósitos**, a única empresa pública financeira do estudo, tem também um percurso interessante nos últimos vinte anos, uma vez que durante este período pudemos assistir a uma explosão da concorrência da banca privada, a um aumento e diversificação de todo o mercado financeiro e uma crescente necessidade da economia de apoio da banca pública para fazer crescer o país.

A criação de valor da CGD apresenta um VAL de **-5 503 milhões** de euros evidenciando que o Estado não recolheu valor financeiro direto no período de 1990 a 2011, o que equivale a uma média de **-262 milhões** de euros por ano. Ainda assim, a CGD consegue apresentar rácios de Solvabilidade e Autonomia Financeira positivos, bem como alguns dos anos em estudo terem apresentado criação de valor.

A análise dos dados da empresa permite refutar as hipóteses de progressão consistente e diminuição do investimento do Estado na CGD, ainda que a hipótese de rácios positivos e equilibrados seja confirmada.

O estudo desenvolvido permite ter a noção do valor criado para o Estado, ainda que apresente algumas limitações que abrem espaço para futuras investigações. Limitações como a falta de informação, uma vez que o estudo tem por base os relatórios contabilísticos disponíveis, peças que por si só deixam sempre algumas dúvidas relativamente à condução do processo de gestão. Os relatórios consultados levantam também outros problemas, uma vez que a metodologia de construção dos mesmos sofreu, ao longo do período em estudo, algumas alterações, pelo que os

resultados, das referidas peças e conseqüentemente do estudo que se apresenta, são influenciados.

A forma que se assumiu para encontrar o valor de mercado das empresas foi conseguida através do valor contabilístico dos capitais próprios, o que levanta algumas questões relativamente à assertividade desse valor. Pelo fato de a avaliação de empresas ser bastante subjetiva e ser um processo que deve ponderar condicionantes externas à empresa, como seja a conjuntura dos mercados, considerou-se que o valor limite para as empresas seria o valor contabilístico, que apesar de bastante redutor permite, em condições extremas, encontrar uma referência. Conscientes desta limitação, consideramos que desta forma se conseguiu de um maneira isenta e dado os escassos recursos de informação, encontrar um valor plausível de ser trabalhado com a metodologia escolhida.

A criação de valor é uma temática bastante controversa, uma vez que o consenso relativamente ao balizamento conceptual do tema ainda não foi conseguido. Desde a contextualização da empresa até ao tipo de produto transacionado são fatores que influenciam o *output* que pode ser considerado valor, isto é, uma empresa privada não tem necessariamente as mesmas necessidades de criação de valor que uma empresa pública, que tem um serviço público a prestar ao mesmo tempo que deve servir o Estado nas dimensões estratégicas, económicas e sociais. Com isto pretende-se demonstrar que o estudo que se apresenta não pondera um conjunto de dimensões importantes (social, económica, estratégica), debruçando-se exclusivamente sobre a perspectiva financeira que será apenas um aspecto de uma análise multi-criterial (Quinet, 2010) necessária para a avaliação desta tipologia de projetos.

A elaboração deste estudo surge da necessidade de entender como os investimentos dos cidadãos estão a evoluir, para que se possa, nos momentos certos, confrontar perspetivas futuras com fatos passados e daí resultarem opiniões fundamentadas e realistas.

Os valores encontrados neste estudo, ainda que limitados na sua abrangência, levam a crer que existe a necessidade de serem apresentadas mais análises dentro deste âmbito, nomeadamente análises de custo-benefício para que a opinião/decisão pública e técnica seja tomada atempadamente e de forma a que se consigam adequar as melhores práticas de gestão. Deste modo os cidadãos podem sentir e constatar que os investimentos por eles realizados estão a ser geridos eficientemente.

## 6. Bibliografia

Ali Rkein, B. A. (2012). Public Sector commercial orientation and social contract: A study of performance management in a non-competitive environment. *Pacific Accounting Review* , 24 (3), 292-313.

Ber, D. L. (1 de November de 1989). Managing for Shareholder Value from Top Down. *Harvard Business Review* , pp. 2-8.

Brealey, H. C. (No4 de Vol13 de 1997). Investment Appraisal in The Público Sector. *Oxford Review of Economic Policy* , pp. 12-28.

Brealey, R., & Myers, S. (2003). *Principles of Corporate Finance* (7th Edition ed.). Unites States: McGraw Hill.

Carvalho, A. A. (1983). *O Sector Empresarial do Estado em Portugal e nos Países da C.E.E.* Lisboa: Imprensa Nacional-Casa da Moeda.

Central Expenditure Evaluation Unit - Department of Public Expenditure and Reform. (July de 2012). *The Public Spending Code*. Obtido em 25 de 11 de 2012, de The Public Spending Code: <http://publicspendingcode.per.gov.ie/wp-content/uploads/2012/08/D03-Guide-to-economic-appraisal-CBA-16-July.pdf>

Chauhan, P. (2012). Shareholders Value Creation in Indian Petroleum Industry: An Empirical Analysis. *International Conference on Business, Economics, Management and Behavioral Sciences* (p. 4). Dubai: International Conference on Business, Economics, Management and Behavioral Sciences.

Charles Tilley, V. S. (2010). *New public sector performance management: making fiscal consolidation smarter*. Accountants, Chartered Institute of Management. London: CIMA.

Collins, D., & Xie, H. (January de 1999). Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review* .

Comissão de Desenvolvimento Temático, i. a. (8 de 2006). Orientações sobre a metodologia para a realização de análises custo-benefício. *Comissão Europeia Direcção-Geral Política Regional* . Lisboa, Lisboa, Portugal: Direcção Geral Política Regional.

CTT. (2011). *Síntese da Informação Financeira*. Obtido em 13 de 9 de 2011, de [http://www.ctt.pt/fectt/wcmservlet/ctt/institucional/grupoctt/info\\_financeira/relatorio\\_contas.html](http://www.ctt.pt/fectt/wcmservlet/ctt/institucional/grupoctt/info_financeira/relatorio_contas.html)

Dupuit, J. (1849). De l'influence des péages sur l'utilité des voies de communication. *Annales des Ponts et Chaussées* (p. 17). Paris: Mémoire et Documents.

Damodaran, A. (July de 2007). *Papers and Research*. Obtido em 25 de 11 de 2012, de Damodaran Online: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>

Depósitos, C. G. (s.d.). *Síntese de Informação Financeira*. Obtido em 1 de 07 de 2011, de <https://www.cgd.pt/Corporativo/Informacao-Financeira/Pages/Informacao-Financeira.aspx>

Donaldson, G. (1 de 5 de 1985). Financial Goals and Strategic Consequences. *Harvard Business Review* , pp. 57-65.

Fernández, P. (27 de April de 2001). A Definition of Shareholders Value Creation. *IESE Business School* . Madrid, Madrid, Spain.

Fernández, P. (2001). EVA Economic profit and Cash value added do NOT measure shareholder value creation.

Ferreira, L. F. (01 de 01 de 2006). Modelos Patrimoniais de Avaliação de Empresas: Do Património Jurídico ao Património Económico. *Modelos Patrimoniais de Avaliação de*

*Empresas: Do Património Jurídico ao Património Económico* . Lisboa, Lisboa, Portugal: Universidade Nova de Lisboa.

Finanças, M. d. (2012). *Sector Empresarial do Estado - Relatório 2012*. Lisboa: Direcção-Geral do Tesouro e Finanças.

Franco Fiordelisi, P. M. (June de 2010). The determinants of shareholder value in European banking. *Journal of Banking & Finance* , 1189-1200.

GAFEEP. (1991). *Análise do Financiamento do Estado e das Empresas Públicas em 1990*. Ministério das Finanças. Lisboa: Imprensa Nacional - Casa da Moeda.

GAFEEP. (1992). *Análise do Sector Público Administrativo e Empresarial em 1991*. Ministério das Finanças. Lisboa: Imprensa Nacional - Casa da Moeda.

GAFEEP. (1996). *Análise do Sector Público Administrativo e Empresarial em 1995*. Ministério das Finanças. Lisboa: Imprensa Nacional - Casa da Moeda.

Gong, J. J. (12 de 2011). Examining Shareholder Value Creation over CEO Tenure: A New Approach to Testing Effectiveness of Executive Compensation . *Journal of Management Accounting Research* , 1-28.

Gramlich, E. M. (2002). The methodology of Benefit-Cost Analysis - Avoiding Politics in Decision Making. *Vital Speeches of the Day* (pp. 68-74). Michigan: Proquest Central.

GTIAASPESEE, G. d. (1998). *Livro Branco do Sector Empresarial do Estado*. Ministério das Finanças. Lisboa: Direcção Geral da Administração Pública.

Hitchner, J. R. (2002). *Financial Valuation: applications and modelos*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Jr., W. E. (July de 1988). Corporate Raiders: Head'em off at value gap. *Harvard Business Review* , pp. 62-68.

K.R.Jalaja. (2012). SHAREHOLDER VALUE CREATION IN INDIA- A SECTORAL ANALYSIS . *All India Conference* (p. 10). Goa: All India Conference.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation - Measuring and Managing Value of Companies* (5th Edition ed.). New Jersey: Jon Wiley & Sons, Inc.



Lisboa, M. d. (s.d.). *Síntese da Informação Financeira*. Obtido em 13 de 9 de 2011, de <http://www.metrolisboa.pt/Default.aspx?tabid=770>

Mauboussin, M. J. (2011). What Shareholder Value is Really About. *Harvard Business Review* , 1-2.

Ohlson, J. A. (Spring de 1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* , p. 661.

Quinet, E. (2010). The Practice of Cost-Benefit Analysis in Transport: The Case of France. *Internacional Transport Forum*. OECD.

Pablo Fernández, Á. V. (2004). Shareholder valuecreation in Europe. EuroStoxx50:1997-2003. *IESE Business School* . Madrid, Madrid, Spain: IESE Business School.

Pinho, C., & Tavares, S. (2005). *Análise Financeira e Mercados*. Lisboa: Áreas Editora, S.A.

Portugal, C. d. (s.d.). *Síntese da Informação Financeira*. Obtido em 13 de 9 de 2011, de <http://www.cp.pt/cp/displayPage.do?vnextoid=0fab68b6cd848010VgnVCM1000007b01a8c0RCRD>

Portugal, R. e. (s.d.). *Síntese de Informação Financeira*. Obtido em 13 de 9 de 2011, de [http://ww1.rtp.pt/wportal/grupo/informacao\\_financeira/rc\\_anual.php](http://ww1.rtp.pt/wportal/grupo/informacao_financeira/rc_anual.php)

Sandoval, E. (2001). Financial Measures and Shareholder Value Creation: An Empirical Study for Chilean Companies. *The Journal of Applied Business Research* , 1-14.

Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: A guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.

Rappaport, A. (2006). Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review* , 2-13.

REFER. (s.d.). *Síntese da Informação Financeira*. Obtido em 13 de 9 de 2011, de <http://www.refer.pt/MenuPrincipal/REFER/AEmpresa/RelatoriosdeGestao/RelatorioeContas.aspx>

TAP. (2011). *Síntese da Informação Financeira*. Obtido em 13 de 9 de 2011, de <http://www.tapportugal.com/Info/pt/SobreaTAP/GrupoTAP/Relatorios>

Tesouro, D.-G. d. (2006). *Sector Empresarial do Estado - Relatório 2006*. Lisboa: Direcção-Geral do Tesouro.

## 7. Anexos



CGD	Factor Multiplicativo da Actualização	Taxa Nominal	Capital Próprio	Total Activo	Activo Intangível	Passivo€	Aumento de capital pelo estado	VAL - Aumento Capital	Subsídios à Exploração €
1990	6,62	19,28%	1 239 792 101,04	13 486 776 867,75	6 409 552,98	12 246 984 766,71		0,00	0,00
1991	5,55	17,60%	1 533 594 038,37	15 307 922 905,80	7 462 016,54	13 774 328 867,43		0,00	0,00
1992	4,72	14,98%	1 678 589 599,07	24 228 648 956,02	8 893 566,50	22 056 244 450,87		0,00	0,00
1993	4,10	12,14%	2 482 826 388,40	28 123 113 296,95		26 300 480 841,17		0,00	6 569 168,30
1994	3,66	10,67%	2 415 648 287,63	31 132 276 214,32		29 420 272 144,13		0,00	18 595 185,60
1995	3,31	9,41%	1 972 441 416,19	34 406 874 432,62		32 434 433 016,43	124 699 474,27	412 413 518,58	47 305 992,56
1996	3,02	8,25%	2 104 144 012,93	36 547 764 886,62		34 443 620 873,69		0,00	24 725 411,76
1997	2,79	7,41%	2 478 476 870,74	41 217 061 880,87		38 738 585 010,13		0,00	22 425 953,45
1998	2,60	7,94%	2 678 330 224,16	49 016 440 378,69		46 338 110 154,53	249 398 948,53	648 325 305,20	30 705 998,54
1999	2,41	7,41%	2 899 726 658,75	55 037 594 397,50		52 137 867 738,75	1 267 980 967,18	3 053 716 220,58	17 517 782,15
2000	2,24	8,04%	3 195 079 000,00	62 572 093 000,00		59 377 014 000,00	250 000 000,00	560 519 875,87	54 092 000,00
2001	2,08	9,62%	3 466 986 000,00	66 461 875 000,00		62 994 889 000,00		0,00	48 127 000,00
2002	1,89	8,78%	3 299 308 000,00	66 581 408 000,00		63 282 100 000,00		0,00	41 269 000,00
2003	1,74	8,46%	3 602 819 000,00	74 172 394 000,00	149 407 000,00	70 569 575 000,00		0,00	114 326 000,00
2004	1,60	7,41%	2 997 582 775,00	70 268 816 852,00	159 392 633,00	67 271 234 077,00	500 000 000,00	802 209 620,92	167 130 000,00
2005	1,49	7,41%	4 310 261 000,00	86 476 164 000,00	398 654 000,00	82 165 903 000,00		0,00	
2006	1,39	8,25%	5 013 657 000,00	96 245 808 000,00	639 772 000,00	91 232 151 000,00		0,00	
2007	1,28	7,62%	5 541 096 000,00	103 553 764 000,00	411 178 000,00	98 012 668 000,00	150 000 000,00	192 677 627,91	
2008	1,19	7,73%	5 484 138 000,00	111 060 082 000,00	395 815 000,00	105 575 944 000,00	400 000 000,00	477 404 885,25	
2009	1,11	4,06%	7 156 850 000,00	120 984 842 000,00	406 067 000,00	113 827 992 000,00	1 000 000 000,00	1 107 873 585,00	
2010	1,06	6,47%	7 839 996 000,00	125 861 974 000,00	419 386 000,00	118 021 979 000,00	550 000 000,00	585 585 000,00	
2011	1,00	8,84%	5 337 253 303,00	120 565 863 319,00	402 087 940,00	115 228 028 031,00	0,00	0,00	
								<b>7 840 725 639,30</b>	

<b>Varição Valor Contabilístico</b>	<b>-2 869 775 684,20</b>
<b>Outflow</b>	<b>9 117 946 176,53</b>
<b>Inflow</b>	<b>6 484 850 645,56</b>
<b>Investimento Estado 1990-2011</b>	<b>-5 502 871 215,16</b>
<b>Média Por Ano</b>	<b>-262 041 486,44</b>

CGD	VAL sub Exp	Resultados do líquido€	Dividendos	VA dividendos	Imposto sobre lucros€	VAL - Impostos	Varição do Valor Criado	Actualização do Valor Criado
1990	0,00	119 482 048,26		0,00	0,00	0		
1991	0,00	139 738 230,86		0,00	0,00	0	54 770 020	303 957 157
1992	0,00	193 877 754,61		0,00	76 854 779,98	362687872,3	-48 062 210	-226 811 927
1993	26 963 056,43	174 514 420,25		0,00	131 228 738,74	538626462,9	677 527 567	2 780 902 115
1994	68 061 058,28	217 081 832,78		0,00	107 500 922,78	393468864,8	-279 687 487	-1 023 696 497
1995	156 453 192,41	291 168 284,43		0,00	107 111 860,42	354246715,9	-765 850 150	-2 532 865 170
1996	74 740 291,07	248 451 232,53		0,00	145 075 368,36	438535680	66 445 816	200 853 263
1997	62 620 164,50	528 087 309,58		0,00	193 792 958,97	541129588,8	372 002 775	1 038 746 246
1998	79 821 811,58	350 749 693,24		0,00	221 580 989,81	576011100,7	-42 449 664	-110 350 069
1999	42 188 594,99	349 133 588,05		0,00	174 963 338,35	421369403,9	-1 101 798 396	-2 653 493 799
2000	121 278 564,50	544 476 000,00		0,00	139 116 000,00	311909132,2	-84 638 390	-189 766 001
2001	99 870 017,37	653 788 000,00		0,00	133 356 000,00	276731689,8	100 091 894	207 704 183
2002	78 123 282,45	665 135 000,00		0,00	116 024 000,00	219636427,4	-426 447 053	-807 275 281
2003	198 953 915,76	667 252 000,00		0,00	148 373 000,00	258203640	47 878 758	83 320 210
2004	268 146 587,89	448 481 000,00		0,00	22 436 000,00	35996750,11	-1 554 908 853	-2 494 725 684
2005	0,00	537 667 000,00		0,00	119 044 000,00	177811743,4	1 209 451 462	1 806 514 172
2006	0,00	733 808 000,00		0,00	219 422 000,00	305118236,5	603 212 147	838 799 329
2007	0,00	856 311 000,00		0,00	177 514 000,00	228019842,9	141 075 615	181 214 099
2008	0,00	505 166 870,00		0,00	156 693 174,00	187015216,9	-722 773 396	-862 638 875
2009	0,00	304 243 000,00	300 000 000,00	332 362 075,50	167 860 000,00	185967660	716 648 133	793 955 536
2010	0,00	299 387 000,00	170 157 000,00	181 166 157,90	92 788 000,00	98791383,6	105 880 732	112 731 216
2011	0,00	429 204 000,00	0,00	0,00	60 045 000,00	60045000	-2 949 945 438	-2 949 945 438
0,05	<b>1 277 220 537,23</b>			<b>513 528 233,40</b>		<b>5 971 322 412,16</b>	<b>-3 881 576 119</b>	<b>-5 502 871 215,16</b>

CP	Capital Próprio	Activo	Activo Intangível	Passivo	Aumento de capital pelo estado	VAL Aumento C.
1990	253 485 792,42	850 496 583,60	84 036,63	597 010 791,17		0,00
1991	224 034 161,14	1 037 611 955,03	208 600,98	813 577 793,89	27 433 884,34	152 249 815,56
1992	284 781 730,08	1 278 965 783,47	967 639,01	994 184 053,39	135 174 230,11	637 905 071,37
1993	219 634 720,32	1 449 670 304,57	2 481 195,32	1 230 035 584,24		0,00
1994	90 029 937,85	1 678 732 549,56	3 100 502,79	1 588 702 611,71	112 119 307,47	410 372 818,13
1995	50 895 536,76	2 197 460 570,03	6 173 102,82	2 146 565 033,27	140 675 536,96	465 250 503,38
1996	178 892 484,11	2 657 187 129,02	2 794 260,83	2 478 294 644,91	233 650 856,44	706 282 798,88
1997	641 247 109,47	3 135 912 012,05	3 925 649,19	2 494 664 902,58	788 478 875,91	2 201 675 706,71
1998	257 721 000,00	2 394 210 000,00	9 549 000,00	2 136 489 000,00	598 557 476,48	1 555 980 732,47
1999	37 135 593,22	1 993 126 520,09	7 749 812,95	1 955 990 926,87	149 695 778,17	360 516 788,34
2000	-190 633 260,00	1 726 660 077,00	8 344 526,00	1 917 293 337,00	349 158 527,95	782 841 178,97
2001	-497 069 416,00	1 568 739 108,00	6 967 815,00	2 065 808 524,00	100 020 233,00	207 555 476,28
2002	-725 082 019,00	1 620 138 568,00	5 600 842,00	2 345 220 587,00	0,00	0,00
2003	-972 870 808,00	1 622 919 861,00	5 686 392,00	2 595 790 669,00	0,00	0,00
2004	-1 238 952 332,00	1 484 992 173,00		2 723 944 505,00	0,00	0,00
2005	-1 444 590 901,00	1 459 009 768,00	446 352,00	2 903 600 669,00	0,00	0,00
2006	-1 638 115 306,00	1 396 202 579,00	486 617,00	3 034 317 885,00	0,00	0,00
2007	-1 823 061 974,00	1 351 809 415,00	762 893,00	3 174 871 389,00		0,00
2008	-2 013 689 488,00	1 354 746 054,00	728 429,00	3 368 435 542,00		0,00
2009	-2 234 054 240,00	1 577 308 296,00	657 876,00	3 811 362 536,00	0,00	0,00
2010	-2 449 626 445,00	1 346 067 507,00		3 795 703 951,00		0,00
2011	-2 957 122 050,00	1 265 672 566,00		4 222 794 616,00		0,00
						<b>7 480 630 890,08</b>

Varição Valor Contabilístico	-4 635 117 291,73
Outflow	10 858 999 666,24
Inflow	2 747 308,73
Investimento Estado 1990-2011	-15 491 369 649,24
Média Por Ano	-737 684 269,01

CP	Subsídios à exploração	VAL Sub Exp	Subsídios ao investimento	VAL Sub Inv	Resultado do líquido	Imposto sobre lucros	VAL Impostos	Taxa Nominal (formula de fisher)	Fator multiplicativo
1990	98 656 338,92	653 073 553,70			-100 617 104,91	0,00		19,28%	6,62
1991	97 551 285,85	541 380 327,12			-126 294 759,17	0,00		17,60%	5,55
1992	100 892 133,54	476 123 323,18			-178 048 603,57	0,00		14,98%	4,72
1993	109 964 889,62	451 349 301,29			-270 723 032,49	0,00		12,14%	4,10
1994	104 088 681,28	380 979 569,32			-241 266 138,61	0,00		10,67%	3,66
1995	102 324 797,24	338 414 655,84			-298 086 646,18	0,00		9,41%	3,31
1996	62 498 019,77	188 919 813,96			-358 890 902,92	0,00		8,25%	3,02
1997	24 429 888,97	68 215 769,25			-359 000 264,36	0,00		7,41%	2,79
1998	11 102 000,00	28 860 216,05			-149 481 000,00	0,00		7,94%	2,60
1999	9 081 513,55	21 871 278,80	18 751 658,50	45 160 176,07	-260 449 471,77	0,00		7,41%	2,41
2000	8 135 011,00	18 239 341,42	19 379 401,00	43 450 157,77	-235 038 002,00	0,00		8,04%	2,24
2001	8 691 140,00	18 035 287,94	37 182 161,00	77 157 999,97	-268 450 017,00	0,00		9,62%	2,08
2002	10 990 431,00	20 805 169,62	31 158 851,00	58 984 509,37	-228 610 720,00	0,00		8,78%	1,89
2003	22 550 652,00	39 243 396,24	48 697 097,00	84 744 311,31	-247 125 918,00	45 239,00	78 726,4156	8,46%	1,74
2004	21 822 038,00	35 011 697,66	36 110 964,00	57 937 125,48	-265 444 781,00	61 470,00	98 623,6508	7,41%	1,60
2005	25 503 978,00	38 094 375,13	19 642 063,00	29 338 643,42	-196 826 874,00	46 960,00	70 142,4639	7,41%	1,49
2006	27 119 235,00	37 710 772,65	34 480 235,00	47 946 643,89	-192 897 562,00	294 907,00	41 0084,238	8,25%	1,39
2007	29 035 465,00	37 296 563,48	12 175 378,00	15 639 486,35	-183 888 783,00	311 521,00	400 154,182	7,62%	1,28
2008	31 181 876,00	37 215 949,83	8 526 393,00	10 176 354,18	190 385 876,00	338 112,00	403 540,801	7,73%	1,19
2009	36 631 349,00	40 582 903,94	11 400 434,00	12 630 239,69	-217 333 715,00	331 584,00	367 353,155	4,06%	1,11
2010	35 174 559,00	37 450 352,97	187 480,00	199 609,96	-199 741 200,00	407 957,00	434 351,818	6,47%	1,06
2011	37 191 001,00	37 191 001,00	2 012 452,00	2 012 452,00	-289 470 086,00	484 332,00	484 332	8,84%	1,00
		<b>2 892 991 066,69</b>		<b>485 377 709,46</b>			<b>2747308,73</b>		

CTT	Capital Próprio	Total Activo	Activo Intangível	Passivo	Aumento de Capital	Val Aumento C	Subsídios à exploração	Val Sub Exp
1993	161 693 808,86	816 127 006,54	226 428,92	654 433 197,67		0,00	713 152,88	2 927 125,70
1994	156 361 325,34	652 320 409,99	232 717,40	495 959 084,66	0,00	0,00	328 714,41	1 203 142,11
1995	159 629 284,70	645 350 154,69	207 999,96	485 720 869,99	0,00	0,00	480 860,11	1 590 329,15
1996	168 541 689,53	647 171 761,06	269 226,16	478 630 071,53	0,00	0,00	173 392,12	524 131,93
1997	174 015 597,41	656 972 286,79	1 690 181,66	656 104 300,65	0,00	0,00	143 573,99	400 902,76
1998	402 309 748,51	1 784 851 487,91	1 656 178,61	1 782 844 775,35	446 294 445,39	1 160 165 206,04	12 170,67	31 638,27
1999	420 934 353,21	1 981 144 736,19	1 459 567,44	1 979 045 124,48	0,00	0,00	127 288,24	306 552,04
2000	440 197 070,06	2 302 549 216,39	4 039 769,16	1 862 352 146,33	59 331 017,25	133 024 857,69	153 525,00	344 215,27
2001	443 009 611,84	2 297 131 986,91	9 620 514,56	1 854 122 373,00	0,00	0,00	26 800,41	55 614,47
2002	321 279 352,00	2 735 739 176,00	7 773 913,00	2 414 459 824,00	0,00	0,00	82 291,00	155 778,99
2003	58 223 935,00	1 302 641 171,00	4 328 025,00	1 244 417 236,00	0,00	0,00	30 675,00	53 381,66
2004	145 379 762,00	1 264 947 325,00	37 470 546,00	1 119 567 533,00	0,00	0,00	26 750,00	42 918,21
2005	137 296 461,00	1 281 031 365,00	77 740 384,00	1 143 734 904,00	0,00	0,00	20 411,00	30 487,18
2006	204 319 401,00	1 354 250 565,00	55 532 259,00	1 183 395 303,00	0,00	0,00	37 169,00	51 685,52
2007	252 330 314,00	1 460 210 782,00	51 985 371,00	1 207 880 468,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2008	247 464 144,00	1 303 990 333,00	36 174 852,00	1 056 526 189,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2009	200 494 661,00	1 066 504 975,00	444 314 757,00	866 010 314,00	87 325 000,00	96 745 060,81		0,00
2010	235 460 586,00	1 062 203 553,00	453 686 376,00	826 742 967,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2011	256 009 132,00	1 026 349 198,00	465 179 598,00	770 340 066,00	0,00	0,00	0,00	0,00
						<b>1 389 935 124,54</b>		<b>4 790 777,56</b>

Varição Valor Contabilístico	-407 660 771,25
Outflow	1 434 675 992,03
Inflow	467 959 234,93
Investimento Estado 1992-2011	-1 374 377 528,35
Média Por Ano	-76 354 307,13



CTT	Subsídios ao investimento	Val sub Inv	Resultados do líquido	Dividendos	Val Dividendos	Imposto sobre lucros	VAL Impostos	Taxa Nominal (formula de fisher)	Fator Multiplicativo
1993		0,00	740 049,26			7152761,844	29358407,7	12,14%	4,10
1994	1 268 713,47	4 643 674,06	-5 109 402,51	0,00		3 105 790,05	11367639	10,67%	3,66
1995	1 234 397,66	4 082 473,36	3 267 924,92	0,00		5 174 203,42	17112433,3	9,41%	3,31
1996	1 861 550,26	5 627 117,94	8 970 171,89	0,00		4 561 047,87	13787193,9	8,25%	3,02
1997		0,00	5 505 910,76			2 995 186,60	8363482,87	7,41%	2,79
1998	477 189,97	1 240 479,71	10 083 019,92			0,00	0	7,94%	2,60
1999	8 919 154,84	21 480 265,48	18 637 224,29	0,00		0,00	0	7,41%	2,41
2000	0,00	0,00	19 265 071,18	0,00		367 594,10	824175,193	8,04%	2,24
2001	22 460,87	46 609,33	2 813 389,73	0,00		414 964,93	861108,218	9,62%	2,08
2002	49 814,00	94 299,19	-32 538 655,00	0,00		-24 042 475,00	-45513026	8,78%	1,89
2003	173 002,00	301 063,85	25 538 257,00	0,00		53 776 106,00	93582972,1	8,46%	1,74
2004	1 000 000,00	1 604 419,24	50 113 332,00	0,00		16 167 947,00	25940165,3	7,41%	1,60
2005	195 695,00	292 302,59	17 342 422,00	0,00		7 693 733,00	11491852,4	7,41%	1,49
2006	58 165,00	80 881,60	66 924 367,00	0,00		38 202 361,00	53122462,7	8,25%	1,39
2007	1 611,00	2 069,36	72 743 330,00	24 773 939,00	31 822 558,67	3 721 175,00	4779914,48	7,62%	1,28
2008	0,00	0,00	58 152 857,00	58 194 664,00	69 456 042,22	25 080 163,00	29933480,8	7,73%	1,19
2009	410 186,00	454 434,23	59 932 463,00	46 522 285,00	51 540 810,67	14 990 998,00	16608130,7	4,06%	1,11
2010	0,00	0,00	56 304 948,00	21 311 499,00	22 690 352,99	-1 784 617,00	-1900081,7	6,47%	1,06
2011	0,00	0,00	56 712 195,00	36 056 944,00	36 056 944,00	16 030 623,00	16030623	8,84%	1,00
		<b>39 950 089,93</b>			<b>211 566 708,54</b>		<b>256392526</b>		

Metro	Capital Próprio	Total Activo	Activo Intangível	Passivo	Aumento de capital pelo estado	VA - Aumento Cap. Estado	Subsídios à exploração	VA - Sub. à Exp.
1990	202 507 014,52	248 811 507,13	1 402 223,50	46 304 492,62	11 472 351,63	75 943 315,27	6 983 170,56	46 226 365,82
1991	250 157 670,02	330 092 487,11	2 297 288,53	79 934 817,09	4 987 978,97	27 681 784,65	7 481 968,46	41 522 676,97
1992	292 875 993,85	415 533 095,24	2 568 200,64	137 621 038,30	13 966 341,12	65 909 011,06	8 479 564,25	40 016 185,29
1993	295 162 832,57	545 014 425,24	2 792 604,82	249 851 592,66	10 848 854,26	44 528 965,63	8 728 963,20	35 827 903,38
1994	420 185 348,31	812 512 669,47	4 524 366,28	392 327 321,16	0,00	0,00	10 118 469,49	37 035 056,07
1995	501 306 596,10	1 239 115 880,73	5 129 857,04	737 809 284,62	24 941 640,65	82 488 477,50	11 242 011,75	37 180 249,95
1996	597 078 306,28	1 738 694 511,23	6 406 874,43	1 141 616 204,95	124 699 474,27	376 943 166,60	11 169 132,39	33 762 196,32
1997	822 801 039,49	223 239 552,68	5 510 639,36	1 395 630 101,46	274 338 843,39	766 038 489,23	8 550 822,52	23 876 528,32
1998	961 647 494,54	2 517 538 861,34	2 281 302,06	1 555 891 366,81	10 973 553,74	28 526 313,43	7 125 682,11	18 523 574,59
1999	870 992 468,15	2 713 740 615,12	990 193,63	1 842 748 146,97	19 951 915,88	48 050 791,57	4 750 456,40	11 440 665,23
2000	735 551 520,83	2 763 066 574,56	681 168,38	2 027 515 053,72	49 879 789,71	111 834 454,14	4 848 215,80	10 870 085,27
2001	562 731 361,00	2 959 342 775,00	545 931,00	2 396 611 414,00	35 120 398,00	72 879 563,62	5 276 115,00	10 948 650,38
2002	517 436 439,00	3 074 269 162,00	824 642,00	2 556 832 723,00	0,00	0,00	6 176 886,00	11 693 004,67
2003	425 533 740,00	3 228 194 043,00	4 055 648,00	2 802 660 303,00	0,00	0,00	19 311 619,00	33 606 723,05
2004	290 629 912,00	3 301 294 305,00	4 864 349,00	3 010 664 393,00	0,00	0,00	19 062 859,00	30 584 817,78
2005	197 230 671,00	3 399 883 485,00	6 029 053,00	3 202 652 814,00	0,00	0,00	20 346 129,00	30 390 281,49
2006	64 742 936,00	3 420 988 726,00	5 694 999,00	3 356 245 790,00	0,00	0,00	21 641 174,00	30 093 230,61
2007	-56 678 366,00	3 459 308 048,00	3 325 911,00	3 515 986 414,00	0,00	0,00	23 147 894,00	29 733 875,38
2008	-239 677 891,00	3 494 203 329,00	382 811 942,00	3 733 881 219,00	0,00	0,00	25 060 685,00	29 910 233,62
2009	-331 109 568,00	3 739 236 251,00	354 709 491,00	4 072 345 821,00	0,00	0,00	27 540 041,00	30 510 883,95
2010	-658 437 877,00	520 115 911,00	6 871 622,00	1 178 553 788,00	0,00	0,00	29 450 415,00	31 355 856,85
2011	-840 656 298,00	492 688 158,00	6 883 717,00	1 333 344 456,00	0,00	0,00	45 179 058,00	45 179 058,00
						<b>1 624 881 017,43</b>		<b>604 061 737,19</b>
<b>Varição Valor Contabilístico</b>			<b>-2 181 188 260,45</b>					
<b>Outflow</b>			<b>3 560 303 239,94</b>					
<b>Inflow</b>			<b>925 951,03</b>					
<b>Investimentos do estado 1990-2011</b>			<b>-5 740 565 549,36</b>					
<b>Média por ano</b>			<b>-273 360 264,26</b>					

Metro	Subsidios ao investimento	VA - Subs Inv.	Resultado Líquido	VA - Res. Liq.	Imposto sobre lucros	VA - Imp. Lucros	Taxa Nominal (formula de fisher)	Fator multiplicativo
1990	498 797,90	3 301 883,27	-3 488 887,17	-10 205 904,60	0,00	0,00	19,28%	6,62
1991	5 651,38	31 363,46	-7 811 349,65	-21 762 127,90	0,00	0,00	17,60%	5,55
1992	0,00	0,00	-10 885 680,51	-28 882 951,12	0,00	0,00	14,98%	4,72
1993	13 326 158,96	54 697 026,98	-24 082 720,64	-60 855 835,63	0,00	0,00	12,14%	4,10
1994	51 714 572,88	189 282 787,15	-26 451 636,56	-63 659 017,30	0,00	0,00	10,67%	3,66
1995	33 491 959,38	110 766 600,20	-37 172 698,80	-85 200 506,56	0,00	0,00	9,41%	3,31
1996	21 223 401,60	64 154 369,96	-50 151 160,70	-109 473 694,28	0,00	0,00	8,25%	3,02
1997	14 183 976,62	39 606 028,39	-12 590 285,00	-26 174 298,27	0,00	0,00	7,41%	2,79
1998	17 590 511,87	45 727 434,06	-78 220 199,32	-154 870 644,35	0,00	0,00	7,94%	2,60
1999	3 087 558,98	7 435 859,99	-106 276 972,50	-200 401 082,04	0,00	0,00	7,41%	2,41
2000	4 585 025,09	10 279 990,78	-166 256 062,89	-298 572 002,28	0,00	0,00	8,04%	2,24
2001	59 372 408,00	123 205 755,98	-194 655 264,00	-332 926 559,28	41 102,00	85 292,19	9,62%	2,08
2002	128 683 513,00	243 601 212,34	-173 978 458,00	-283 392 575,41	43 559,00	82 458,31	8,78%	1,89
2003	76 593 323,00	133 290 253,59	-168 247 091,00	-261 006 459,52	42 724,00	74 349,73	8,46%	1,74
2004	21 811 910,00	34 995 448,11	-156 715 738,00	-231 540 520,24	41 691,00	66 889,84	7,41%	1,60
2005	42 934 601,00	64 129 870,12	-162 034 950,00	-227 999 446,63	33 423,00	49 922,73	7,41%	1,49
2006	5 306 725,00	7 379 290,01	-146 943 679,00	-196 918 583,65	32 391,00	45 041,45	8,25%	1,39
2007	53 299 636,00	68 464 316,22	-144 221 982,00	-184 067 856,53	35 408,00	45 482,20	7,62%	1,28
2008	12 948 352,00	15 454 016,25	-126 730 258,00	-154 041 420,66	53 660,00	64 043,87	7,73%	1,19
2009	4 034 401,00	4 469 606,30	-148 591 978,00	-172 013 788,53	58 620,00	64 943,55	4,06%	1,11
2010	42 447 781,00	45 194 152,43	-148 337 248,00	-163 541 815,92	217 174,00	231 225,16	6,47%	1,06
2011	69 195 103,00	69 195 103,00	-146 052 279,00	-153 354 892,95	116 302,00	116 302,00	8,84%	1,00
		<b>1 331 360 485,32</b>		<b>-3 420 861 983,65</b>		<b>925 951,03</b>		

Refer	Capital Próprio	Total Activo	Activo Intangível	Passivo	Aumento de capital pelo estado	VAL Aumento capital	Subsídios à exploração	VAL Sub. Exp.
1997	994 944 798,04	2 924 611,69	409 952,02	403 645 225,01	62 349 737,13	174 099 656,64	831 331,49	2 321 333,40
1998	2 132 120 384,87	3 243 571 547,57	2 005 232,39	1 111 451 162,70	49 879 789,71	129 665 061,04	8 526 461,23	22 164 971,47
1999	2 205 715 964,53	3 508 038 706,72	2 490 996,70	1 302 322 742,19	49 879 789,71	120 126 978,91	7 509 342,48	18 084 972,52
2000	2 334 240 560,00	4 027 057 531,00	4 779 576,00	1 692 816 971,00	94 272 802,55	211 367 118,32	7 128 605,00	15 982 899,16
2001	2 483 303 946,00	4 564 860 088,00	6 108 176,00	2 081 556 142,00	48 817 881,00	101 303 688,64	7 018 321,00	14 563 962,85
2002	2 536 236 659,00	5 147 187 848,00	9 594 419,00	2 610 951 189,00	0,00		10 816 132,00	20 475 217,12
2003	2 576 162 207,00	5 677 670 048,00	12 026 310,00	3 101 507 841,00	0,00		29 384 612,00	51 136 081,21
2004	2 445 436 818,00	6 046 155 591,00	17 007 949,00	3 600 718 773,00	0,00		28 356 213,00	45 495 253,76
2005	2 440 886 220,00	6 500 252 301,00	15 641 664,00	4 059 366 081,00	0,00		27 120 753,00	40 509 293,83
2006	2 317 036 419,00	6 914 189 105,00	9 468 022,00	4 597 152 686,00	0,00		28 997 806,00	40 323 027,90
2007	-973 754 549,00	1 358 558 886,00	2 593 203,00	2 332 313 435,00	0,00		15 000 000,00	19 267 762,79
2008	-1 155 238 515,00	1 594 811 351,00	3 419 881,00	2 750 049 866,00	0,00			0,00
2009	-1 268 018 447,00	657 044 942,00	3 141 735,00	1 925 063 389,00	0,00		36 149 308,00	40 048 863,45
2010	-1 445 955 387,00	1 266 171 636,00	2 258 601,00	2 712 127 023,00	0,00		35 850 553,00	38 170 083,78
2011	-1 792 143 923,00	5 067 987 033,00	1 944 664,00	6 860 130 956,00	0,00		36 000 000,00	36 000 000,00
						<b>562 462 846,92</b>		<b>402 222 389,84</b>

<b>Varição Valor Contabilístico</b>	<b>-4 570 336 032,25</b>
<b>Outflow</b>	<b>4 967 423 226,45</b>
<b>Inflow</b>	<b>3 272 515,72</b>
<b>Investimento Estado 1997-2011</b>	<b>-9 534 486 742,97</b>
<b>Média Por Ano</b>	<b>-681 034 767,36</b>

Refer	Subsídios ao investimento	Val Sub Inv	Resultados do líquido	Imposto sobre lucros	VAL Impostos	Taxa Nominal (formula de fisher)	Fator Multiplicativo
1997	188 506 205,05	526 367 344,64	-10 261 100,75	16 377,45	45730,9	7,41%	2,79
1998	382 505 032,87	994 341 370,05	-88 589 748,71	133 503,45	347049	7,94%	2,60
1999	173 714 523,00	418 361 844,83	-108 870 676,67	233 461,77	562253	7,41%	2,41
2000	145 196 676,01	325 542 491,26	-111 056 589,00	73 573,00	164957	8,04%	2,24
2001	218 035 284,00	452 452 627,41	-117 983 863,00	79 127,00	164199	9,62%	2,08
2002	211 676 067,00	400 708 259,69	-158 555 192,00	76 945,00	145659	8,78%	1,89
2003	163 030 778,00	283 711 593,80	-123 092 419,00	91 302,00	158887	8,46%	1,74
2004	95 276 285,00	152 863 104,95	-154 157 239,00	97 452,00	156354	7,41%	1,60
2005	155 671 940,00	232 521 580,74	-160 369 481,00	70 071,00	104663	7,41%	1,49
2006	77 848 385,00	108 252 417,45	-201 701 575,00	133 393,00	185490	8,25%	1,39
2007	142 937 779,00	183 606 081,31	-162 830 401,00	89 356,00	114779	7,62%	1,28
2008	89 773 857,00	107 146 194,75	-181 483 966,00	235 392,00	280943	7,73%	1,19
2009	129 636 952,00	143 621 354,76	-112 779 931,00	173 814,00	192564	4,06%	1,11
2010	127 299 006,00	135 535 251,69	-146 502 588,00	289 154,00	307862	6,47%	1,06
2011	64 073 817,00	64 073 817,00	-162 072 948,00	386 857,00	386857	8,84%	1,00
		<b>4 002 737 989,69</b>			<b>3272516</b>		

RTP	Capital Próprio	Activo	Activo Intangível	Passivo	Aumento Capital	VAL - Aumento C.	Sub.Exp	VAL Sub Exp
1991	3 173 489,92	8 475 832,05	916,00	5 289 333,25	0,00	0,00	984 430,37	5 131 297,83
1992	2 604 191,01	9 296 045,81	47 259,82	6 680 059,84	0,00	0,00	1 291 531,31	5 724 529,98
1993	3 18 583,54	8 369 695,47	33 847,78	8 044 673,65	1 082 602,80	4 173 501,98	1 324 584,57	5 106 356,96
1994	-1 620 238,79	7 074 582,75	21 175,51	8 707 563,78	2 004 820,00	6 892 016,56	1 437 392,79	4 941 358,77
1995	896 306,71	11 472 812,40	13 218,38	10 561 777,89	2 566 169,60	7 971 248,93	1 334 848,25	4 146 416,39
1996	-877 691,55	13 786 539,08	7 117,11	14 657 765,08	2 004 820,00	5 691 927,82	2 906 989,00	8 253 295,34
1997	-4 127 206,74	12 498 132,01	47 037,53	16 625 338,75	2 806 748,00	7 361 044,71	2 074 988,70	5 441 915,20
1998	-10 215 967,69	16 809 094,18	58 039,11	26 998 959,05	0,00	0,00	2 806 748,00	6 852 902,02
1999	-376 375 038,00	446 577 869,36	1 195 764,83	822 952 907,00	0,00	0,00	103 749 962,59	234 680 300,69
2000	-544 665 303,44	431 559 931,09	836 425,21	976 225 234,52	74 819 684,56	157 557 698,14	76 010 506,99	160 065 370,31
2001	-613 936 432,95	1 043 832 747,29	712 050,19	1 657 769 180,24	47862166	93 284 916,96	197 273 837,75	384 493 120,79
2002	-985 632 000,00	392 375 000,00	19 000,00	1 378 007 000,00	0,00	0,00	91 394 000,00	162 497 606,39
2003	-955 625 000,00	463 976 000,00	917 000,00	1 403 230 000,00	69 629 575,00	113 808 309,59	99 537 000,00	162 691 467,11
2004	-770 428 000,00	469 576 000,00	126 085 000,00	1 246 007 000,00	216 828 585,00	326 743 640,42	121 339 000,00	182 848 338,86
2005	-757 185 496,24	618 556 244,03	130 558 389,48	1 147 573 305,89	82 799 999,16	116 159 840,59	122 128 884,07	171 334 201,08
2006	-710 668 611,61	665 824 119,44	130 558 389,48	1 142 705 422,97	71 250 000,00	93 056 263,64	224 300 000,00	292 947 648,19
2007	-722 693 298,82	579 689 032,15	136 312 185,72	1 099 709 927,19	59 000 000,00	71 181 115,47	126 545 612,55	152 672 167,11
2008	-696 598 951,43	425 222 128,88	133 359 107,08	1 121 821 080,31	72 974 375,00	81 803 144,37	118 068 374,56	132 352 819,59
2009	-592 028 630,81	500 929 772,57	134 268 884,82	1 092 958 403,38	118 400 000,00	123 201 120,00	119 768 748,38	124 625 371,13
2010	-554 158 331,97	378 680 977,90	100 971 100,89	932 839 309,87	123 679 446,35	123 679 446,35	121 131 957,78	121 131 957,78
						<b>1 332 565 235,53</b>		<b>2 322 807 143,69</b>
<b>Varição Valor Contabilístico</b>			<b>-570 700 001,55</b>					
<b>Outflow</b>			<b>3 656 191 812,22</b>					
<b>Inflow</b>			<b>4 336 829,80</b>					
<b>Investimento Estado 1991-2011</b>			<b>-4 222 554 983,96</b>					
<b>Média Por Ano</b>			<b>-222 239 736,00</b>					

RTP	Sub. Inv.	VAL Sub. Inv.	Res. Liq.	Imposto - Euros	VAL Impostos	Taxa Nominal (formula de fisher)	Fator Multiplicativo
1991	0,00		222 024,99	163,39	851,677576	17,6%	5,21
1992	0,00		-771 365,12	378,11	1675,91493	15,0%	4,43
1993	0,00		-1 580 321,30	0,00	0	12,1%	3,86
1994	0,00		-3 920 972,86	35 316,71	121409,074	10,7%	3,44
1995	0,00		-5 258 426,74	21 926,32	68109,3401	9,4%	3,11
1996	0,00		-3 739 584,93	10 453,13	29677,7117	8,3%	2,84
1997	0,00		-6 460 151,50	5 069,39	13295,0983	7,4%	2,62
1998	26 472,46	64 634,65	-5 019 975,99	13 529,53	33033,4352	7,9%	2,44
1999	47 934,65	108 427,20	-123 892 219,71	14 871,04	33637,9894	7,4%	2,26
2000	47 934,65	100 942,33	-172 714 711,71	120 165,77	253048,943	8,0%	2,11
2001	64 843,73	126 382,53	-103 611 038,69	240 811,71	469349,849	9,6%	1,95
2002	18 000,00	32 003,82	-228 270 000,00	221 000,00	392935,762	8,8%	1,78
2003	0,00	0,00	-32 838 000,00	339 000,00	554089,508	8,5%	1,63
2004	25 000,00	37 673,04	-6 003 000,00	183 000,00	275766,621	7,4%	1,51
2005	0,00	0,00	-31 929 811,74	185 888,82	260782,801	7,4%	1,40
2006	23 391,30	30 550,27	-24 733 115,41	207 324,66	270776,957	8,3%	1,31
2007	123 032,00	148 433,14	-36 124 763,96	243 752,08	294077,033	7,6%	1,21
2008	62 789,47	70 386,02	-46 880 029,61	408 362,58	457768,129	7,7%	1,12
2009	0,00	0,00	-13 829 679,38	392 052,27	407949,99	4,1%	1,04
2010	100 000,00	100 000,00	15 075 324,88	399 445,64	399445,64	6,5%	1,00
		<b>819 432,99</b>			<b>4336829,8</b>		



TAP	Capital Próprio	Activo	Activo Intangível	Passivo	Aumento de capital pelo estado	VAL - Aumento Capital	Subsídios à exploração	VAL - Sub. Exp
1992	-82 269 974,36	652 341 442,12	450 209,99	734 611 371,59			30 605 111,68	144 429 570,16
1993	-270 730 853,64	765 170 588,88	254 825,87	1 035 901 442,52			26 542 168,37	108 941 946,76
1994	-208 185 522,89	1 041 423 010,54	188 625,41	1 249 608 533,43			25 046 502,93	91 673 809,11
1995	-23 231 796,37	1 100 218 837,60	113 745,87	1 123 450 633,97			24 617 826,04	81 417 538,58
1996	87 066 539,64	1 030 812 237,51	58 109,96	943 745 697,87			39 774 807,71	120 231 797,76
1997	297 902 884,05	1 263 402 809,23	43 734,60	965 499 925,18	897 836 214,72	2 507 035 055,67	35 321 998,98	98 629 892,88
1998	297 236 819,27	1 327 827 356,07	500 708,29	1 042 438 328,63			39 407 891,98	102 442 828,03
1999	192 602 198,70	1 475 885 291,45	620 729,04	1 279 860 615,92			22 101 380,67	53 227 411,46
2000	77 715 964,53	1 609 553 620,77	1 662 094,35	1 526 346 285,45			23 962 520,33	53 725 875,67
2001	5 053 464,00	1 560 070 637,00	4 452,19	1 555 017 173,00	11 521 024,00	23 907 678,99	23 667 804,00	49 113 886,10
2002	14 118 941,00	1 373 493 308,00	4 452,19	1 359 374 367,00			18 714 638,00	35 427 292,89
2003	18 247 113,00	1 257 831 991,00	23 553,36	1 234 392 098,00			17 906 944,00	31 162 260,80
2004	12 739 810,00	1 182 641 731,00	23 345,03	1 162 724 870,00			16 600 179,00	26 633 646,61
2005	21 224 943,00	1 347 969 494,00	74 624,83	1 319 907 517,00			14 225 227,00	21 247 710,21
2006	16 532 378,00	1 728 817 705,00	67 274,19	1 705 422 474,00			12 819 954,00	17 826 843,96
2007	101 493 000,00	2 262 067 000,00	0,00	2 160 574 000,00				0,00
2008	-188 070 000,00	2 240 841 000,00	448 576,08	2 428 911 000,00				0,00
2009	-204 626 000,00	2 024 395 000,00	410 776,48	2 229 021 000,00			3 559 000,00	3 942 922,09
2010	-264 811 000,00	2 086 823 000,00	0,00	2 351 634 000,00			4 565 000,00	4 860 355,50
2011	-343 245 000,00	1 981 964 000,00	0,00	2 325 209 000,00			3 253 000,00	3 253 000,00
						<b>2 530 942 734,67</b>		<b>903 759 018,41</b>
<b>Varição Valor Contabilístico</b>			<b>44 997 890,86</b>					
<b>Outflow</b>			<b>5 871 733 900,63</b>					
<b>Inflow</b>			<b>111 937 034,10</b>					
<b>Investimento Estado 1992-2011</b>			<b>-5 714 798 975,67</b>					
<b>Média Por Ano</b>			<b>-300 778 893,46</b>					



TAP	Subsídios ao investimento	VAL - Sub Inv	Resultados do líquido	Dividendos	Val Dividendos	Imposto sobre lucros	VAL - Impostos	Factor Multiplicativo	Taxa Nominal
1992	0,00		-26 430 347 000,00	0,00		326 617,85	1 541 352,84	4,72	0,1498
1993	0,00		-36 386 742 000,00	0,00		539 594,58	2 214 758,15	4,10	0,1214
1994	249 398 948,53	912 836 082,02	-29 913 464 000,00	0,00		558 159,83	2 042 945,41	3,66	0,1067
1995	249 398 948,53	824 827 037,15	-10 833 624 000,00	0,00		538 547,10	1 781 115,01	3,31	0,0941
1996	199 519 158,83	603 109 066,56	-10 685 298,00	0,00		323 206,07	976 991,45	3,02	0,0825
1997	0,00	0,00	1 476 334 000,00			539 025,95	1 505 126,35	2,79	0,0741
1998	0,00	0,00	1 651 799 000,00	0,00		1 336 474,10	3 474 232,68	2,60	0,0794
1999	0,00	0,00	-19 931 410 000,00			1 514 230,70	3 646 766,78	2,41	0,0741
2000	0,00	0,00	-24 475 149 000,00	0,00		1 172 663,88	2 629 205,65	2,24	0,0804
2001	0,00	0,00	-43 614 339,00	0,00		1 174 764,00	2 437 793,78	2,08	0,0962
2002	196 025,00	371 080,39	-6 028 606,00	0,00		8 164 613,00	15 455 823,20	1,89	0,0878
2003	49 084,00	85 417,61	19 732 300,00	1 931 146,00	3 360 644,64	1 874 729,00	3 262 465,89	1,74	0,0846
2004	119 740,00	192 113,16	8 657 535,00	465 651,00	747 099,42	1 991 233,00	3 194 772,54	1,60	0,0741
2005	41 861,00	62 526,27	-9 973 512,00	1 155 205,00	1 725 488,18	981 548,00	1 466 102,96	1,49	0,0741
2006	0,00	0,00	7 310 677,00	1 352 829,00	1 881 182,37	2 945 822,00	4 096 325,86	1,39	0,0825
2007	0,00	0,00	24 532 000,00	1 942 000,00	2 494 533,02	5 511 000,00	7 078 976,05	1,28	0,0762
2008	0,00	0,00	-289 352 800,00	2 516 000,00	3 002 876,73	5 341 000,00	6 374 548,73	1,19	0,0773
2009	32 641 000,00	36 162 101,69	-3 542 000,00	3 989 000,00	4 419 307,73	7 287 000,00	8 073 074,81	1,11	0,0406
2010	28 141 000,00	29 961 722,70	-57 103 000,00	3 464 000,00	3 688 120,80	8 497 000,00	9 046 755,90	1,06	0,0647
2011	29 425 000,00	29 425 000,00	-76 807 000,00	4 160 000,00	4 160 000,00	7 700 000,00	7 700 000,00	1,00	0,0884
		<b>2 437 032 147,55</b>			<b>25 479 252,90</b>		<b>86 457 781,20</b>		