

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO DE NEGÓCIOS

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: PRINCIPAIS ELEMENTOS QUE
INFLUENCIAM A ANÁLISE**

PAULA LANGER ROSSI

SÃO PAULO
2019

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO DE NEGÓCIOS

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: PRINCIPAIS ELEMENTOS QUE
INFLUENCIAM A ANÁLISE**

Dissertação apresentada à Faculdade FIA de Administração e Negócios, mantida pela Fundação Instituto de Administração, como requisito para obtenção do certificado de conclusão do curso Mestrado Profissional em Gestão de Negócios.
Orientador: Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo

SÃO PAULO
2019

FOLHA DE APROVAÇÃO

Título: Avaliação de Empresas: principais elementos que influenciam a análise.

Nome: Paula Langer Rossi

Dissertação apresentada à Faculdade FIA de Administração e Negócios, mantida pela Fundação Instituto de Administração, como requisito para obtenção do certificado de conclusão do curso Mestrado Profissional em Gestão de Negócios.
Orientador: Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo

Aprovado em: 27 de junho de 2019

Banca Examinadora

Prof. Dr. Rodolfo Leandro Faria de Olivo
Faculdade FIA

Prof. Dr. Daniel Estima de Carvalho
Faculdade FIA

Prof. Dr. George André Willrich Sales
Faculdade FIPECAFI

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ter me proporcionado saúde, força e determinação para alcançar meus objetivos, iluminando sempre meu caminho.

Ao meu pai por sempre me incentivar a crescer e ser meu maior exemplo de determinação; à minha mãe por nunca me deixar perder a fé e estar ao meu lado tornando os momentos difíceis mais brandos; ao meu irmão que foi meu grande parceiro nessa jornada me impulsionando a cada passo percorrido; à minha irmã pela amizade e colaboração; e ao meu namorado por todo apoio, compreensão e estímulo.

À Fundação Instituto de Administração que, através de colaboradores tão prestativos e gentis, me proporcionou a oportunidade de expandir meus horizontes através de um ambiente criativo e amigável.

Aos professores do Mestrado Profissional de Gestão de Negócios pelas contribuições e ensinamentos, especialmente ao meu orientador, Prof. Dr. Rodolfo Olivo, por compartilhar com tanta dedicação seu tempo e sua sabedoria, me dando todo suporte e incentivo necessários.

Aos meus colegas da Turma 4 por dividirem suas experiências e serem fonte de inspiração, fazendo com que esta trajetória acadêmica se tornasse muito mais leve e divertida, e tornando-se grandes amigos que pretendo levar para minha vida inteira.

Aos respondentes do questionário por terem dedicado seu tempo para me auxiliar a elaborar esta pesquisa; e a todos que leram as versões preliminares deste trabalho, contribuindo com sugestões de melhoria e aprimoramento até esta versão final.

Meu mais sincero obrigada, sem vocês nada disso teria sido possível!

“Por vezes, sentimos que aquilo que fazemos não é, senão, uma gota de água no mar. Mas o mar seria menor se lhe faltasse uma gota.”

Madre Teresa de Calcutá

RESUMO

Em detrimento do foco exclusivo no lucro, a busca por valor cresceu significativamente dentro do contexto empresarial nos últimos anos. Apesar de existirem diversas técnicas para calcular este valor, não há um consenso por parte dos pesquisadores sobre qual o melhor procedimento a ser utilizado. Diante disto, este estudo visa analisar quais os principais elementos que são verificados pelos analistas responsáveis por realizar avaliação de empresas no que se refere a instituições financeiras bancárias e empresas não financeiras. Inicialmente, foi realizado um levantamento bibliográfico a fim de observar quais os elementos sugeridos pelos principais autores do tema. Em seguida, através de um questionário, foram verificados quais destes elementos são considerados mais relevantes pelos respondentes quando estes estão realizando a análise na prática. Como resultado, obteve-se um comparativo entre os elementos mais utilizados para realizar avaliação de empresas não financeiras e os que são mais relevantes para realizar avaliação de empresas financeiras bancárias.

Palavras-Chave: Avaliação de Empresas; Avaliação de Bancos; Métodos de Avaliação.

ABSTRACT

With the diminishing of the exclusive focus on profit, the search for value has grown significantly within the business environment in recent years. Despite the several techniques developed for calculating this value, there is no consensus among researchers as to the best procedure to be used. In view of this, this study aims to analyze the main elements which are verified by the analysts responsible for conducting business valuation regarding financial institutions and non-financial companies. Initially, a bibliographical survey was carried out in order to observe the elements suggested by the main authors about the theme. Then, through a Survey, it is analyzed which of these elements are considered most relevant by the respondents when they are doing the analysis in practice. As a result, a comparison was made between the elements most used to carry out valuations of non-financial companies and those that are most relevant for the valuation of financial banking companies.

Keywords: *Valuation; Bank Valuation; Valuation Methods.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional	18
Figura 2: Composição do IBOVESPA 2019	20

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Pesquisa de palavras-chave	19
Tabela 2: Pesquisa de palavras-chave específicas	19
Tabela 3: Tipos de analistas	69
Tabela 4: Tipo de empresa em que os respondentes trabalham	70
Tabela 5: Tempo de experiência	70
Tabela 6: Comparativo dos Elementos de Macroanálise	73
Tabela 7: Comparativo dos Elementos de Fluxo de Caixa	76
Tabela 8: Comparativo dos Elementos de Dividendos	78
Tabela 9: Comparativo dos Elementos de Índices e Múltiplos	81
Tabela 10: Comparativo dos Elementos de Operações da Empresa	84
Tabela 11: Comparativo dos Elementos de Ativos Intangíveis	87
Tabela 12: Elementos com melhor classificação	89
Tabela 13: Elementos com pior classificação	89
Tabela 14: Fatores de Subjetividade	93

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Fatores que influenciam na Avaliação de Empresas	24
Quadro 2: Classificação dos principais métodos de Avaliação de Empresas	26
Quadro 3: Elementos de Macroanálise	30
Quadro 4: Fluxo de Caixa utilizado	32
Quadro 5: Elementos de Fluxo de Caixa	37
Quadro 6: Elementos de Dividendos	41
Quadro 7: Formação dos Múltiplos	43
Quadro 8: Elementos de Índices e Múltiplos	46
Quadro 9: Elementos de Operações da Empresa	50
Quadro 10: Elementos de Ativos Intangíveis	55
Quadro 11: Principais técnicas de Estatística Descritiva	68
Quadro 12: Ordem de relevância das categorias	91

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Elementos de Macroanálise – Empresas Não Financeiras	71
Gráfico 2: Elementos de Macroanálise – Empresas Financeiras Bancárias	72
Gráfico 3: Elementos de Fluxo de Caixa – Empresas Não Financeiras	74
Gráfico 4: Elementos de Fluxo de Caixa – Empresas Financeiras Bancárias	75
Gráfico 5: Elementos de Dividendos – Empresas Não Financeiras	77
Gráfico 6: Elementos de Dividendos – Empresas Financeiras Bancárias	77
Gráfico 7: Elementos de Índices e Múltiplos – Empresas Não Financeiras	79
Gráfico 8: Elementos de Índices e Múltiplos – Empresas Financeiras Bancárias	80
Gráfico 9: Elementos de Operações da Empresa – Empresas Não Financeiras	82
Gráfico 10: Elementos de Operações da Empresa – Empresas Financeiras Bancárias	83
Gráfico 11: Elementos de Ativos Intangíveis – Empresas Não Financeiras	85
Gráfico 12: Elementos de Ativos Intangíveis – Empresas Financeiras Bancárias	86
Gráfico 13: Média por categoria	90

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	14
1.1. Contextualização	14
1.2. Problema de Pesquisa	16
1.3. Objetivos do Estudo	17
1.4. Delimitação do Escopo	18
1.5. Justificativa	19
1.6 Estrutura do Trabalho	21
2. REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1. Avaliação de Empresas (<i>Valuation</i>)	23
2.2. Macroanálise	28
2.2.1. Elementos de Macroanálise	30
2.3. Fluxo de Caixa	31
2.3.1. Elementos de Fluxo de Caixa	36
2.4. Dividendos	37
2.4.1. Elementos de Dividendos	41
2.5. Índices e Múltiplos	42
2.5.1. Elementos de Índices e Múltiplos	46
2.6. Operações da Empresa	46
2.6.1. Elementos de Operações da Empresa	49
2.7. Ativos Intangíveis	50
2.7.1. Elementos de Ativos Intangíveis	55
2.8. Subjetividade na Avaliação de Empresas	55
3. MÉTODO DE PESQUISA	60
3.1. Tipologia da Pesquisa	60
3.2. Descrição do Método	61
3.2.1. Etapa 1 – Pesquisa Bibliográfica	61

3.2.2. Etapa 2 – Levantamento (<i>survey</i>)	62
3.3. Universo e Amostra	62
3.4. Coleta de Dados	64
3.4.1. Pré-teste	66
3.4.2. Tratamento dos Dados	67
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	68
4.1. Perfil da Amostra	69
4.2. Elementos de Macroanálise	71
4.3. Elementos de Fluxo de Caixa	74
4.4. Elementos de Dividendos	76
4.5. Elementos de Índices e Múltiplos	79
4.6. Elementos de Operações da Empresa	81
4.7. Elementos de Ativos Intangíveis	85
4.8. Principais Elementos	88
4.9. Categorias	90
4.10. Fatores de Influência	93
5. CONCLUSÃO	95
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	101
APÊNDICE	112

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

A administração financeira empresarial foi considerada durante muito tempo como uma parte do estudo das Ciências Econômicas. A partir dos anos 20, devido à crescente complexidade assumida pelos negócios e operações de mercado, as finanças das empresas foram motivadas a evoluir e passaram a ser entendidas como uma área independente de estudo. Neste período, sua principal função estava voltada aos instrumentos e procedimentos de captação de recursos (ASSAF NETO, 2014).

Após a crise mundial de 1929 e diante da depressão econômica que se enfrentava, a administração financeira passa a estar mais focada na liquidez e solvência das empresas. Já na década de 50, o objetivo das finanças corporativas volta-se para aspectos externos das empresas e passa a buscar a seleção mais adequada das fontes de financiamento e a alocação mais eficiente dos recursos. A partir do início da década de 90, a gestão do risco passa a ser priorizada devido à grande volatilidade apresentada pelos principais indicadores econômicos e financeiros de mercado (ASSAF NETO, 2014).

De acordo com Ross, Westerfield e Jordan (1998), Gitman (2004) e Teixeira e Amaro (2013), no momento atual acredita-se que o maior objetivo empresarial é a maximização do lucro. Ribeiro (2003) complementa alegando que os indicadores econômicos e financeiros são normalmente as medidas utilizadas quando se pretende avaliar a performance de uma organização. Entretanto, Argyris (1952), Ridgway (1956), Haynes e Abernathy (1980) e Matano e Yamamoto (2007) defendem que estes métodos de medição de desempenho com base quase exclusiva em métricas financeiras fazem com que as organizações adotem um comportamento que conduz à destruição de valor, pois concentram-se apenas nos resultados de curto prazo e impedem um desenvolvimento contínuo e sustentável.

Gitman (2004) e Assaf Neto (2014) explicam esta afirmação ao demonstrar que a maximização do lucro é falha, pois ignora a data da ocorrência dos retornos, o fluxo de caixa disponível, efetiva capacidade de pagamento e o risco inerente à atividade da empresa. Chandler

(1977) acrescenta evidenciando que os princípios contabilísticos se encontram praticamente inalterados desde a sua criação. Desta forma, Ghoshal e Bartlet (1997), Perez e Martins (2005) e Neves (2012) defendem que o novo papel da gestão rompe com os pressupostos econômicos limitados do passado tornando necessária uma gestão empresarial com foco na criação de valor. É cada vez mais consensual a ideia de que os lucros só são benéficos se forem capazes de garantir a perpetuidade da organização, havendo criação de valor (NEVES, 2012).

Além disso, segundo Rodrigues (2000) e Neves (2012), a maximização do valor de mercado de uma empresa não beneficia somente seus acionistas (*shareholders*), mas também os diversos agentes com que se relaciona como, por exemplo, funcionários, clientes e fornecedores (*stakeholders*). Desta forma, acredita-se que a busca constante pela criação de valor melhora a performance global da empresa e desenvolve vantagens competitivas de longo prazo.

Diante deste cenário, é possível identificar uma necessidade de mercado e uma questão acadêmica que se encontra em aberto: como calcular o valor de uma organização. O processo de tentar determinar este valor de forma justa e precisa é bastante complexo, porém, como visto anteriormente, é extremamente necessário. Ademais, o crescimento da economia, da competitividade empresarial e das informações disponíveis para o mercado fez com que esta avaliação se tornasse imprescindível para a tomada de decisão nos mais diversos âmbitos.

Para Assaf Neto (2014), a avaliação de empresas não pode ser considerada uma ciência exata, pois não há como obter uma comprovação absoluta dos resultados. Na busca destes, são utilizadas hipóteses e premissas que auxiliam em sua mensuração, mas que entregam apenas expectativas sobre o valor analisado.

Póvoa (2007) complementa alegando que o que mais intriga na avaliação de empresas é que não existe resposta ou metodologia que possa ser considerada como a única correta. Desta forma, ao selecionar e aplicar algum dos modelos existentes, não se chega necessariamente a um preço específico, mas a uma região de preços para o ativo em questão.

No entanto, de acordo com Perez e Famá (2004), alguns métodos de avaliação se mostram mais consistentes e tecnicamente mais adequados com relação às circunstâncias da

avaliação e à qualidade das informações disponíveis. Costa, Costa e Alvim (2010) acrescentam que a qualidade da avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, das informações e do tempo empregado no entendimento do objeto avaliado, destacando que cada modelo de avaliação possui suas características próprias.

Além disso, ao se realizar a avaliação de determinada empresa, diversos outros fatores que podem influenciar neste valor são observados. A verificação destes elementos é influenciada tanto pelo modelo que está sendo utilizado, como pelas características do avaliador responsável pelo processo.

Diante disto, observa-se a importância de estar constantemente verificando quais são os modelos de avaliação de empresas e os demais elementos observáveis que melhor se adequam ao contexto que se está vivenciando e às características internas da organização naquele momento. Assim sendo, é possível obter mais assertividade no processo de tomada de decisão tanto para os gestores, quanto para os investidores.

1.2. Problema de Pesquisa

Segundo Bastardo e Gomes (1996), a avaliação de empresas objetiva determinar o valor de uma organização levando em consideração sua situação particular. O problema de pesquisa que será abordado neste estudo busca verificar as particularidades analisadas durante o processo de avaliação de empresas, estabelecendo um comparativo com um setor específico da economia: as instituições financeiras bancárias.

De acordo com Damodaran (2009), a complexidade em se avaliar instituições financeiras é consequência de três características centrais. A primeira é que a natureza do negócio faz com que conceitos como dívida e reinvestimento não estejam claramente definidos, tornando mais difícil estimar seu fluxo de caixa. A segunda é que as empresas de serviços financeiros operam sob uma forte normatização e mudanças neste ambiente regulatório podem ter um efeito significativo sobre o valor. A terceira é que as regras contábeis que se aplicam às instituições financeiras tem sido historicamente muito diferentes das que se aplicam para outras empresas.

Diante disto, a pergunta de pesquisa que servirá como base para o desenvolvimento desta dissertação é: Quais os principais elementos que são verificados pelos analistas responsáveis por realizar avaliação de empresas no que se refere a instituições financeiras bancárias e empresas não financeiras?

Estes elementos serão apresentados e abordados em maior profundidade no Capítulo 2 deste estudo. Nesse mesmo capítulo também será proposta a divisão destes elementos em categorias que auxiliem na elaboração do estudo em questão. Além disso, será realizada uma análise sobre a subjetividade envolvida no processo de avaliação de empresas, e de que forma o processo é influenciado por esta.

1.3. **Objetivos do Estudo**

Considerando o contexto apresentado e a pergunta de pesquisa proposta, o objetivo geral desta dissertação é: analisar quais os principais elementos que são verificados pelos analistas responsáveis por realizar avaliação de empresas no que se refere a instituições financeiras bancárias e empresas não financeiras.

A fim de operacionalizar o atingimento do objetivo geral, foram estipulados quatro objetivos específicos:

1. Verificar, na literatura acadêmica, quais os elementos de avaliação de empresas relacionados pelos autores como observáveis e categorizá-los;
2. Analisar quais destes elementos são mais utilizados pelos analistas de avaliação de empresas para análise de instituições financeiras bancárias;
3. Analisar quais destes elementos são mais utilizados pelos analistas de avaliação de empresas para análise de empresas não financeiras;
4. Avaliar criticamente e estabelecer um comparativo entre os principais elementos utilizados no processo de avaliação de instituições financeiras bancárias e de empresas não financeiras.

1.4. Delimitação do Escopo

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é composto por um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas, as quais atuam por meio de diversos instrumentos financeiros na captação de recursos, distribuição e transferências de valor entre os agentes econômicos (ASSAF NETO, 2014). O SFN está dividido da seguinte forma:

Figura 1: Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: Banco Central do Brasil (2017).

Apesar desta pesquisa abranger a avaliação de empresas de uma maneira geral, o único setor que será estudado especificamente são as instituições financeiras bancárias, as quais estão representadas na Figura 1 como “Bancos e caixas econômicas”. Para efeitos de comparação, todas as demais organizações foram classificadas como “empresas não financeiras”, não havendo, desta forma, distinção entre os demais setores da economia.

Esta delimitação deu-se a fim de tentar identificar as peculiaridades existentes na hora de avaliar o valor de empresas deste setor específico da economia em relação às demais. Também não serão verificados neste estudo os aspectos contábeis, bem como não serão realizadas análises a respeito das demonstrações econômicas e financeiras das empresas.

1.5. Justificativa

Para o desenvolvimento deste estudo, foram pesquisadas nas bases de dados EBSCO, Dedalus - USP, *Scientific Electronic Library Online* (SciELO) e *Science Direct* as seguintes palavras-chave: *Valuation*, *Valuation Models*, *Firm Value* e *Company Value*, para o período de 2007 a 2017. A Tabela 1 apresenta os resultados obtidos:

Tabela 1: Pesquisa de palavras-chave

	EBSCO	DEDALUS	SCIELO	SCIENCE DIRECT	TOTAL
Valuation	13226	74	1127	527	14954
Valuation Models	416	10	87	195	708
Firm Value	2740	21	173	431	3365
Company Value	15827	26	407	1076	17336

Fonte: elaborado pela autora.

No entanto, ao se pesquisar, nas mesmas bases de dados, palavras-chave mais específicas com relação ao tema objeto deste estudo, para o mesmo intervalo de tempo, houve uma redução significativa na quantidade de resultados apresentados:

Tabela 2: Pesquisa de palavras-chave específicas

	EBSCO	DEDALUS	SCIELO	SCIENCE DIRECT	TOTAL
Bank Valuation	156	5	5	14	180
Financial Institution Valuation	14	0	2	5	21
Bank Value	516	19	161	264	960
Financial Institution Value	64	1	13	65	143

Fonte: elaborado pela autora.

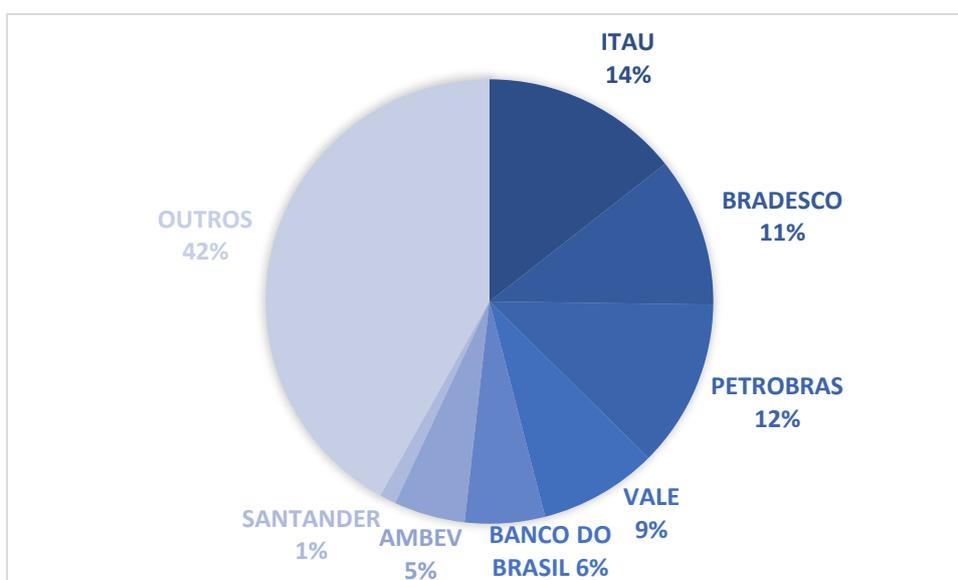
Ainda assim, após a verificação e leitura de todos os artigos obtidos por meio da pesquisa de palavras-chave específicas, pode-se constatar que nenhum deles apresenta um estudo sobre os elementos verificados no momento de realizar o processo de avaliação de

empresas, conforme exposto neste trabalho. Também não foi identificado nenhum estudo que estabeleça um comparativo entre as instituições financeiras bancárias e as empresas não financeiras. Desta forma, há uma relevância acadêmica neste estudo visto que irá contribuir para elucidar as peculiaridades que existem na avaliação de instituições financeiras.

Além disso, segundo Damodaran (2012), é um mito acreditar que uma avaliação bem pesquisada e realizada será eterna. Portanto, o estudo também irá auxiliar a trazer o tema para o contexto atual. Ademais, não há um consenso, tanto na academia quanto no mercado, sobre qual o melhor método a ser utilizado para avaliar instituições financeiras e quais os principais fatores a serem observados.

Este estudo também se justifica mercadologicamente devido à relevância das instituições financeiras bancárias para a economia brasileira. Segundo Cury (2014), baseado em dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), a soma do lucro em 2013 dos quatro principais bancos brasileiros é maior que o Produto Interno Bruto estimado de 83 países no mesmo ano. Além disso, estes bancos representam, em 2019, 32% da composição do índice IBOVESPA, o que demonstra sua representatividade para a economia como um todo:

Figura 2: Composição do IBOVESPA 2019



Fonte: BM&F Bovespa (2019).

Isto posto, ao se analisar quais os principais elementos que são verificados pelos analistas responsáveis por realizar avaliação de empresas no que se refere a instituições financeiras bancárias e empresas não financeiras, espera-se que as conclusões apresentadas neste estudo possam ter contribuições relevantes para o mercado na figura de investidores, empresas corretoras, setores internos ligados a mercado de capitais, dirigentes de organizações deste segmento, entre outros. Assim sendo, os mesmos poderão otimizar seus tempos de análise e obter melhores resultados gerais, a partir da verificação de quais as práticas adotadas pelo mercado.

1.6. **Estrutura do Trabalho**

O presente estudo encontra-se dividido em cinco capítulos principais, conforme detalhado a seguir:

O Capítulo 1 refere-se à Introdução, no qual é apresentada a contextualização do assunto abordado, a fim de expô-lo ao leitor. A seguir, apresenta-se o problema de pesquisa bem como os objetivos geral e específicos que serviram de base para o desenvolvimento do estudo. Além disso, são apresentadas as delimitações e justificativas do trabalho, finalizando com a presente organização dos capítulos.

O Capítulo 2 apresenta o Referencial Teórico que servirá como base para a construção do trabalho. Neste capítulo é realizada a revisão bibliográfica do que já foi estudado sobre os elementos utilizados para realizar avaliação de empresas, dividindo-os em seis categorias principais, as quais serão utilizadas para verificar os que possuem maior relevância para o mercado.

O Capítulo 3 expõe os Métodos de Pesquisa que foram utilizados. Desta forma, poderão ser observadas as técnicas, meios e procedimentos metodológicos empregados com a intenção de responder o problema de pesquisa apontado no capítulo 1. Além disso, são apresentadas as etapas percorridas durante o estudo.

O Capítulo 4 relata a Análise dos Resultados obtidos. Isto é, os dados coletados são examinados e discutidos considerando a base teórica levantada no capítulo 2. A partir da análise

crítica e comparativa entre os dados teóricos e práticos, será possível chegar ao resultado da pesquisa realizada.

Finalmente, o Capítulo 5 apresenta a Conclusão do estudo com base na pesquisa apresentada no capítulo 4. Diante disto, será apresentada a resposta ao problema de pesquisa relatado no capítulo 1, bem como o atingimento ou não dos objetivos propostos. Ademais, são demonstradas as limitações encontradas no desenvolvimento do estudo e são sugeridas pesquisas futuras sobre o tema.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Avaliação de Empresas (*Valuation*)

Avaliação de empresas, ou *valuation*, é a maneira pela qual especialistas de finanças buscam calcular ou estimar o valor de mercado de uma empresa. Esta avaliação ocorre a partir de premissas, as quais refletem as expectativas do analista e do mercado em relação ao futuro da companhia (MIYAZAKI, 2009).

Segundo Damodaran (2007):

Conhecer o valor de um ativo e o que determina esse valor são pré-requisitos para uma decisão inteligente – na escolha de uma carteira de investimentos, na definição do preço justo a se pagar ou a receber em uma aquisição e na opção por investimentos, financiamentos e dividendos ao se administrar uma empresa (DAMODARAN, 2007, p. 1).

Para Assaf Neto (2014), o valor de uma empresa é definido de acordo com o que ela é capaz de produzir de benefícios econômicos futuros, ou seja, pelos seus resultados esperados. Desta forma, o patrimônio físico de uma empresa, como, por exemplo, prédios, terrenos, máquinas, etc., somente tem valor se estes forem capazes de gerar resultados futuros para a companhia.

A partir da década de 1960, surgiram diversas abordagens de avaliação de empresas e muitas metodologias foram criadas (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Costa, Costa e Alvim (2010) defendem que, apesar de existirem diferentes métodos com técnicas avançadas para determinar o valor de uma empresa, nenhum exprime o seu valor exato. Isto ocorre, pois, ao adotar um modelo, são tomadas como base algumas premissas e hipóteses que fazem com que se chegue apenas a um valor aproximado.

Além disso, o Boletim IOB *apud* Almeida e Straioto (2002, p. 25), relaciona alguns fatores que influenciam no processo de avaliação de empresas, os quais podem ser observados no Quadro 1:

Quadro 1: Fatores que influenciam na Avaliação de Empresas

Externos	Internos
<ul style="list-style-type: none"> • Econômicos: recessão, crescimento, inflação, taxa de juros. • Políticos: estabilidade, interferência ou presença do Estado, leis. • Sociais: mudança de comportamento dos consumidores. • Tecnológicos: inovações na produção, robotização, tecnologias de distribuição, capacidade de processamento dos computadores. • Concorrência: mercado global, patentes, produtos diferenciados, monopólios, oligopólios. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pesquisa e Desenvolvimento: programas de aperfeiçoamento profissional, laboratórios de pesquisa, planos de gratificação. • Instalações: localização, espaço, idade dos equipamentos. • Mão de Obra: nível de especialização, influência sindical. • Contratos: dependência de clientes, dependência de fornecedores, terceirização, endividamento, aplicações. • Produto: relação no fornecimento de matéria prima, obsolescência do produto.

Fonte: Boletim IOB *apud* Almeida e Straioto (2002, p. 25).

As situações em que a avaliação de uma empresa se faz necessária podem ser resumidas por Martins (2001), Martelanc, Pasin e Pereira (2010) e Costa, Costa e Alvim (2010) como:

- a) Compra e Venda de Negócios;
- b) Fusão, Cisão e Incorporação de Empresas;
- c) Dissolução de Sociedade;
- d) Liquidação de Empreendimentos;
- e) Privatizações;
- f) Formação de Parcerias e Joint-Ventures;
- g) Gestão da Carteira de Investimentos;
- h) Abertura e Fechamento de Capital;
- i) Liquidação Judicial;
- j) Aquisição de Carteiras de Clientes e Linhas de Negócios;
- k) Ferramenta de Gestão e Planejamento Financeiro;
- l) Avaliação dos Gestores para Gerar Riqueza para os Acionistas.

Esta última vem ganhando bastante relevância no mercado. Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que, na maioria dos países desenvolvidos, houve um aumento da importância dada aos acionistas. Com isso, um número cada vez maior de administradores passou a concentrar-se na criação de valor como sendo a medida mais importante do desempenho corporativo.

Estes autores acrescentam que o valor da empresa deve ser compreendido claramente por seus CEOs (*Chief Executive Officers*) e administradores. Isto se dá, pois, esta informação é fundamental para a tomada de decisão organizacional e porque suas habilidades quanto à criação de valor são fatores indispensáveis para acionistas e investidores que tem interesse no desempenho da organização. Diante disto, Falcini (1995) afirma que o valor da empresa serve como balizador para a negociação entre compradores e vendedores.

Conforme Martins (2001), o objetivo ao se avaliar uma empresa é alcançar o valor justo de mercado. Isto é, busca-se determinar, de modo equilibrado, o valor que representar a potencialidade econômica de determinada companhia. No entanto, no processo de compra e venda, o preço do negócio só será definido com base na interação entre as expectativas os compradores e dos vendedores, considerando as perspectivas dos interessados e o propósito específico.

No que tange às instituições financeiras, Copeland, Koller e Murrin (2002) alegam que existem alguns pontos que dificultam sua avaliação. O primeiro é que, como os bancos possuem autorização para emprestar um determinado percentual de seus passivos a fim de gerar receita financeira, não há uma diferenciação clara entre seus ativos e seus passivos. Além disso, há uma dificuldade em determinar a qualidade da carteira de crédito destas instituições, bem como qual dos segmentos do banco que mais influenciam no direcionamento do valor destas instituições.

Koller, Goedhart e Wessels (2010) concordam e acrescentam que a avaliação de instituições financeiras ou do sistema bancário demanda maior complexidade e cuidado em sua análise. Isto se dá, pois, suas fontes de resultados são oriundas de diversas origens, incluindo atividades de empréstimos e várias taxas de serviço.

Atualmente, há na literatura diversos métodos que se propõem a realizar a avaliação de uma empresa. Segundo Fernandez (2001), estes modelos podem ser classificados em seis grupos distintos, os quais serão apresentados no Quadro 2.

Quadro 2: Classificação dos principais métodos de Avaliação de Empresas

Balço Patrimonial	Resultado Econômico	Misto (<i>Goodwill</i>)	Fluxo de Caixa Descontado	Criação de Valor	Opções
Modelo do valor contábil	Modelo do valor dos lucros	Modelo clássico	Fluxo de Caixa Livre	Economic Value Added - EVA	Black e Scholes
Modelo do valor contábil ajustado	Modelo do valor dos dividendos	Modelo simplificado da União Européia	<i>Equity Cash Flow</i>	Cash Flow Return On Investment – CFROI	Opção de Investimento
Modelo do valor de liquidação	Modelo dos múltiplos de vendas	Modelo dos peritos contábeis europeus	<i>Capital Cash Flow</i>	Outros modelos	Expansão de Projeto
Modelo do valor substancial	Outros modelos de múltiplos	Método indireto	Modelo de dividendos		Adiamento de Investimento
		Método de compra de lucros anuais	Adjusted Present Value - APV		Usos alternativos
		Modelo da taxa de risco relativo e de risco livre	Outros modelos		
		Outros modelos			

Fonte: Fernandez (2001, p. 3).

Estes modelos são baseados em princípios fundamentalistas. Segundo Damodaran (2007), a análise fundamentalista está sustentada pela premissa de que o valor real da empresa está relacionado às suas características financeiras como, por exemplo, a perspectiva de crescimento, o perfil de risco, os fluxos de caixa, entre outros. Por outro lado, os analistas grafistas creem que os preços são impulsionados tanto pela psicologia do investidor quanto por quaisquer variáveis financeiras subjacentes.

Apesar da precificação de ativos ser considerada uma parte muito relevante no campo das finanças, de acordo com Costa Junior (2010), não existe resposta ou metodologia que possa ser considerada como a única correta. De acordo com Müller e Teló (2003), o valor de uma companhia pode ser calculado através de algum dos modelos de avaliação de empresas, no

entanto, a aplicação de uma simples equação ou metodologia pode não ser considerada o suficiente.

Diante disto, Lemme (2001) aponta que cabe ao analista ou pesquisador juntar as diferentes abordagens apresentadas pelos modelos de maneira a reunir o máximo possível de informação para a tomada de decisão. É dentro desta ótica que se verifica a necessidade de um estudo analítico constante dos modelos de avaliação de empresas. Assim sendo, é possível afirmar que os modelos de avaliação não são alternativos ou concorrentes, e sim complementares.

Perez e Famá (2004) complementam afirmando que:

O crescente número de fusões e aquisições em uma economia globalizada, o processo brasileiro de privatizações, o grande número de processos judiciais de cisão, dissolução parcial ou total de sociedades, além das enormes oscilações de preços das ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo, principalmente nas ações da nova economia, são razões que justificam a elaboração de trabalhos acadêmicos sobre avaliação de empresas (PEREZ; FAMÁ, 2004, p. 102).

Visando responder à pergunta de pesquisa, bem como atingir o objetivo deste estudo, os elementos de avaliação de empresas a serem analisados neste estudo foram divididos em seis categorias distintas, as quais serão apresentadas nos tópicos que seguem:

- a) Macroanálise
- b) Fluxo de Caixa
- c) Dividendos
- d) Índices e Múltiplos
- e) Operações da Empresa
- f) Ativos Intangíveis

2.2. Macroanálise

Apesar da literatura especializada sugerir diversas metodologias de avaliação de empresas, avaliar uma organização como um todo é algo extremamente difícil e subjetivo. Por se tratar de um processo complexo, é fundamental que o avaliador conheça as ferramentas e os métodos a serem utilizados. Isto se dá, pois, cada organização possui as suas limitações e peculiaridades e a verificação de qual o método mais eficiente para realizar sua avaliação depende do tipo de empresa que está sendo analisada. Além disso, a qualidade da avaliação está ligada proporcionalmente à qualidade das informações e dos dados adquiridos (ECKERT *et al.*, 2011).

Desta forma, embora a literatura tenha se concentrado nos méritos técnicos de modelos alternativos de avaliação, o uso real de modelos de avaliação pelos analistas também requer uma compreensão do contexto e das motivações sociais e econômicas. (IMAM; BARKER; CLUBB, 2008). Segundo Danielson e Heck (2014), em um contexto econômico competitivo, o valor da empresa pode ser prejudicado por fatores como erros internos, inovações de outras empresas e choques macroeconômicos.

Portanto, é fundamental que, previamente à análise da empresa em si e ao cálculo de seu valor, seja verificado o profundo conhecimento do negócio, principalmente no que se refere ao setor em que a mesma atua e a sua participação de mercado (MÜLLER; TELÓ, 2003). Damodaran (2007) defende que comparações setoriais são úteis para verificar se a organização está sub ou superavaliada, relativamente a outras do seu setor.

Outro fator a se considerar é que, de acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), uma organização raramente consegue manter um desempenho superior ao de seus pares por um longo período de tempo. Estes autores consideram que a capacidade de manter vantagens competitivas e gerar valor para o acionista está estreitamente relacionada ao desenvolvimento de estratégias corporativas.

Além disso, de acordo com Martelanc, Pasin e Pereira (2010), a liquidez de um investimento também é fator que exerce influência sobre a avaliação do mesmo. Uma empresa que não tenha suas ações negociadas publicamente em bolsa ou que não as possua em volumes

satisfatórios carece de liquidez e isso faz com que o investidor aplique um desconto em seu valor, o qual ocorre devido à impossibilidade de transformar este investimento com rapidez em caixa.

No processo de avaliação de empresas, também há que se considerar o efeito da inflação. A maior parte dos analistas responsáveis pelo cálculo do valor das empresas projeta o fluxo de caixa diretamente em moeda real, isto é, considerando a inflação como neutra. Isto se dá, pois, a avaliação torna-se mais simples, já que os efeitos da inflação são de difícil entendimento, e por ser possível expressar com maior precisão os efeitos microeconômicos (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

No entanto, segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2010), para que a projeção em moeda real seja possível, há de se considerar de maneira explícita os efeitos da inflação, o que é feito por meio de alguns ajustes. A ausência destes ajustes pode gerar importantes distorções no cálculo do valor de uma organização. Apesar disso, estes são poucos conhecidos e praticados pelos avaliadores de empresas.

Brach (2003), por sua vez, aponta que aspectos como a dinâmica de mercado, as incertezas políticas e regulatórias, as capacidades organizacionais, o conhecimento e a evolução do mercado competitivo, são fatores que exercem grande influência no processo de avaliação de empresas. Adicionalmente, Lopes e Galdino (2016) elencam que o tempo de existência da organização, sua participação no mercado e sua credibilidade são variáveis que devem ser levadas em consideração para realizar uma avaliação eficiente.

Horvátová (2010) acredita que cada abordagem reflète maior ou menor grau de precisão dependendo do método utilizado e das premissas adotadas, porém, esta questão tem sido pouco tratada em trabalhos e metodológicos abrangentes. Leister (2014) aponta ainda que realizar a avaliação de um banco é uma tarefa bastante desafiadora, visto que estes diferem de outras empresas de várias maneiras, fazendo com que sejam necessárias diferentes abordagens de avaliação.

Adams e Rudolf (2010) distinguem o setor bancário devido a quatro fatores: é uma indústria fortemente regulada; os bancos operam em ambos os lados de seus balanços, buscando

ativamente lucros não apenas em empréstimos, mas também em levantar capital; os bancos estão expostos ao risco de inadimplência de crédito, mas também buscam ativamente o risco como parte de seu modelo de negócios; e o lucro e o valor de um banco dependem muito mais do risco de taxa de juros do que outros setores. Diante disto, devem ser selecionados modelos de avaliação de empresas que sejam capazes de refletir estas características (DEEV, 2011).

Desta forma, é possível verificar a necessidade de se avaliar cada banco individualmente em relação à competitividade, atratividade em relação ao cliente, desafios regulatórios, situação econômica do setor e do país em que o banco está operando (LEISTER, 2014).

2.2.1. Elementos de Macroanálise

O Quadro 3, a seguir, apresenta os principais elementos que são utilizados no processo de avaliação de empresas no que se refere a Macroanálise, conforme o levantamento bibliográfico realizado:

Quadro 3: Elementos de Macroanálise

Elemento	Autor(es)
Análise do Setor (<i>Industry Analysis</i>)	Copeland, Koller e Murrin (2002); Brach (2003); Leister (2014)
Contexto Econômico	Perez e Famá (2004); Imam, Barker e Clubb (2008); Danielson e Heck (2014)
Estratégia Corporativa	Copeland, Koller e Murrin (2002)
Tempo de Existência da Empresa	Lopes e Galdino (2016)
Participação de Mercado	Müller e Teló (2003); Lopes e Galdino (2016)
Inflação	Martelanc, Pasin e Pereira (2010)
Liquidez das Ações	Martelanc, Pasin e Pereira (2010)

Fonte: elaborado pela autora.

2.3. Fluxo de Caixa

Segundo Damodaran (2002, p. 214), “o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida”. Desta forma, uma das maneiras de se avaliar uma empresa é através do modelo de Fluxo de Caixa Descontado.

Este método procura determinar o valor de uma organização através da estimativa dos fluxos de caixa que a mesma será capaz de gerar no futuro. Assim sendo, as empresas são vistas como geradoras de fluxos de caixa e seu valor é obtido a partir do valor presente dos mesmos. Para tal, estes valores são descontados a uma taxa de desconto condizente com o grau de risco dos fluxos de caixa futuros (MÜLLER; TELÓ, 2003; DAMODARAN, 2007).

Para Póvoa (2007), o modelo de Fluxo de Caixa Descontado é o instrumento de precificação de ativos mais completo. Apesar de existirem argumentos negativos com relação à precisão do modelo, seu objetivo é proporcionar uma faixa de “valores justos” (considerando o risco e o retorno esperados) e não o “valor justo” exato. Campos *et al.* (2010) defendem que este é o método mais reconhecido e utilizado por analistas e acadêmicos na avaliação de empresas, visto que considera toda a complexidade macroeconômica e organizacional, e pode ser empregado em praticamente qualquer ativo.

Existem duas maneiras de se avaliar uma empresa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado: uma delas baseia-se em avaliar a participação do acionista no negócio (*equity valuation*) e a outra consiste em avaliar a empresa como um todo (*firm valuation*), o que inclui, tanto a participação acionária (capital próprio) como a dos demais credores (capital de terceiros). Ainda que os fluxos de caixa e as taxas de desconto utilizados em cada uma das abordagens sejam distintos, a segunda forma (FCFF) é a mais utilizada pelo mercado financeiro (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Martelanc *et al.* (2005) demonstraram esta proposição em sua pesquisa:

Quadro 4: Fluxo de Caixa utilizado

Fluxo de Caixa	Respostas (total)	Respostas (%)
Da empresa	19	65,5%
Dos sócios	8	27,6%
Depende	2	6,9%
TOTAL	29	100,0%

Fonte: Martelanc *et al.* (2005, p. 6).

O Fluxo de Caixa Livre para a Empresa pode ser definido como o montante de recursos que pode ser extraído da mesma, sem que seu valor seja reduzido. Ele é um conceito semelhante ao lucro, porém, em regime de caixa, e não de competência (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 136), o Fluxo de Caixa para a Empresa é determinado como sendo “o valor de suas operações (o valor empresarial disponível para todos os investidores) menos o valor do endividamento e outras formas de passivo de prioridade superior à do capital ordinário (como, por exemplo, ações preferenciais)”. Desta forma, o Fluxo de Caixa para a Empresa é considerado como se a empresa não tivesse nenhuma dívida, nem os benefícios fiscais provenientes de despesas com juros (DAMODARAN, 2007).

Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 19) explicam que, para obter o valor da organização através do Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa, deve-se descontar “os fluxos de caixa residuais após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas, pelo custo médio ponderado de capital” (WACC).

Para obter o WACC, é necessário estimar os custos dos componentes da estrutura de capital que estão fora do patrimônio líquido, em adição ao custo do patrimônio líquido, e tirar a média ponderada (DAMODARAN, 2007). Com isso, é possível refletir o custo de oportunidade de todos os provedores de capital, ponderando por sua contribuição relativa para o capital total da empresa (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), taxa de desconto utilizada para avaliações de empresas com base no Fluxo de Caixa para a Empresa, pode ser obtido através da seguinte equação:

$$r = \frac{E}{(D + E)} * r_e + \frac{D}{(D + E)} * r_d$$

Onde:

r = custo médio ponderado do capital

r_e = custo do capital próprio

r_d = custo do capital de terceiros

E = capital próprio

D = capital de terceiros

Conforme descrito, para realizar a avaliação de empresas através do modelo do Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa, são necessários três inputs básicos: o fluxo de caixa projetado, a taxa de desconto que reflita o risco deste fluxo de caixa e uma estimativa de valor terminal, visto que, considera-se que a organização não possui vida útil determinada.

Martelanc, Pasin e Pereira (2010) explicam que é difícil projetar fluxos de caixa para períodos suficientemente extensos, capazes de refletir a perpetuidade das organizações. Por isso, nestes casos, as avaliações projetam fluxos de caixa por um determinado período e, após o ano estabelecido, é calculado o valor terminal, também chamado de valor residual. Desta forma, tem-se que o valor da empresa é igual a soma do valor presente do período explícito mais o valor presente da perpetuidade:

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF}{(1+r)^t} + \frac{FCFF (1+g)}{(r-g)}$$

Onde:

VE = valor da empresa

FCFF = fluxo de caixa para a empresa

r = custo médio ponderado do capital

n = período explícito

g = taxa de crescimento na perpetuidade

O que difere o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista é que, para chegar no último, são subtraídos do primeiro os juros e pagamentos feitos em cada período aos credores, líquidos de tributação, e adicionadas as novas provisões realizadas. Isto é, o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista é o fluxo de caixa remanescente na empresa após a cobertura dos investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro, bem como após o pagamento de juros sobre financiamentos. Nesse caso, são considerados fluxos previstos para a manutenção da capacidade financeira da empresa em termos de capital de giro (MÜLLER; TELÓ, 2003).

Póvoa (2007) corrobora esta visão alegando que, no Fluxo de Caixa para o Acionista, são considerados os valores dos fluxos de capital próprio da empresa e, portanto, os valores após os pagamentos referentes à capital de terceiros (despesas financeiras). Em outras palavras, “o Fluxo de Caixa para o Acionista representa o fluxo de caixa líquido, após computados os efeitos de todas as dívidas para complementar o financiamento da empresa” (MARTINS, 2001, p. 25).

Para se obter o valor da empresa através do método do Fluxo de Caixa Descontado para os Acionistas, é necessário descontar a valor presente o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista, isto é, os valores de caixa residuais após a dedução de todas as despesas e pagamentos de juros e do principal (MARTINS, 2001; MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Este desconto deve ocorrer pela taxa de retorno exigida pelos investidores sobre o capital próprio (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010), ou seja, o retorno desejado sobre o patrimônio líquido (MÜLLER; TELÓ, 2003).

Neste sentido, Póvoa (2007) defende que, quando se utiliza o Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista, a taxa de desconto a ser utilizada é o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), o qual é calculado a partir da seguinte equação:

$$r = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Onde:

r = taxa de retorno exigida sobre o capital próprio

r_f = taxa livre de risco

β = coeficiente de volatilidade em relação a um *benchmark*

r_m = taxa de retorno médio do mercado

O cálculo do CAPM assume quatro hipóteses fundamentais: a inexistência de custos de transação, total liquidez de compra e venda nos mercados secundários, simetria de informações no mercado e possibilidade de eliminar o risco sistêmico de um portfólio por meio da diversificação (PÓVOA, 2007). Este risco não diversificável é calculado através do beta (DAMODARAN, 2007).

Conforme explicado anteriormente, neste modelo, o valor da empresa é obtido descontando o Fluxo de Caixa para o Acionista pela taxa de retorno exigida sobre o capital próprio (CAPM). No entanto, para a maior parte das organizações, entende-se que as mesmas não têm um período de vida útil estabelecido e que, portanto, existirão para sempre (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Devido a impossibilidade de projetar fluxos de caixas longos o bastante para serem tidos como “infinito”, neste modelo também é determinado um horizonte de projeção para a análise e adiciona-se o valor residual (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Desta forma, tem-se que o valor da empresa pode ser calculado através da seguinte equação:

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1+r)^t} + \frac{FCFE (1+g)}{(r-g)}$$

Onde:

VE = valor da empresa

FCFE = fluxo de caixa para o acionista

r = taxa de retorno exigida sobre o capital próprio

n = período explícito

g = taxa de crescimento na perpetuidade

Copeland, Koller e Murrin (2002) defendem que, ao estimar o custo do capital, este deve estar condizente com a abordagem geral de avaliação e com a definição do fluxo de caixa a ser descontado. Müller e Teló (2003) concordam ao afirmar que a determinação da taxa de desconto leva em consideração cada tipo de fluxo de caixa. Diante disto, tem-se que essa determinação

é um dos mais importantes detalhes na aceitação desses modelos pelos consultores e avaliadores de empresas.

Serra e Wickert (2014) alegam que os dois métodos de avaliação de empresas por Fluxo de Caixa Descontado deveriam chegar ao mesmo resultado final, visto que, só se é possível gerar valor através de melhorias estratégicas, operacionais e financeiras. Diante disto, tem-se que a forma como é realizado o cálculo, não deve ser capaz de mudar o valor de uma organização.

Copeland, Koller e Murrin (2002) agregam ao afirmar que uma das principais vantagens dos métodos de Fluxo de Caixa Descontado é que estes permitem a avaliação plena da empresa, levando em consideração perspectivas de longo prazo e propiciando a análise da sensibilidade às mudanças nas variáveis. Por outro lado, sua maior desvantagem está relacionada à grande complexidade na projeção de dados, já que pequenas alterações provocam grande distorção nos valores finais.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), apesar de o Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa ser o modelo mais utilizado pelo mercado financeiro, ao se avaliar bancos deve ser empregado o Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista. Isto se dá, pois, uma das principais fontes de financiamento dos bancos são os depósitos livres de juros, cujo custo do capital é difícil de avaliar e o qual seria necessário numa estimativa do ponto de vista empresarial. Além disso, utilizando este modelo, é possível refletir o fato de que os bancos podem criar valor a partir do lado do passivo do balanço.

2.3.1. Elementos de Fluxo de Caixa

O Quadro 5, a seguir, apresenta os principais elementos que são utilizados no processo de avaliação de empresas no que se refere a Fluxo de Caixa, conforme o levantamento bibliográfico realizado:

Quadro 5: Elementos de Fluxo de Caixa

Elemento	Autor(es)
Fluxo de Caixa para a Empresa	Copeland, Koller e Murrin (2002); Damodaran (2007); Martelanc, Pasin e Pereira (2010)
Fluxo de Caixa para o Acionista	Martins (2001); Copeland, Koller e Murrin (2002); Müller e Teló (2003); Póvoa (2007)
Custo Médio do Capital (WACC)	Copeland, Koller e Murrin (2002); Damodaran (2007); Martelanc, Pasin e Pereira (2010)
Custo do Capital Próprio (CAPM)	Müller e Teló (2003); Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005); Póvoa (2007)
Taxa de Crescimento (g)	Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005)
Beta	Damodaran (2007); Póvoa (2007)

Fonte: elaborado pela autora.

2.4. Dividendos

Segundo Serra e Wickert (2014), o valor de um título depende diretamente de sua capacidade de gerar caixa. Quando se trata de ações, o fluxo de caixa gerado são seus dividendos. Ross, Westerfield e Jaffe (2008) e Damodaran (2012) complementam que quando um investidor compra uma ação, ele geralmente espera obter dois tipos de fluxo de caixa: dividendos que forem distribuídos durante o período em que ele mantiver esta ação e um preço de venda esperado no momento em que irá se desfazer da ação.

No entanto, observa-se que o preço de venda de uma ação é determinado em função dos dividendos futuros que se esperar obter da mesma. Desta forma, pode considerar que o valor de uma ação/empresa é igual ao valor presente dos dividendos futuros que se espera obter através do infinito (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2008; DAMODARAN, 2012). Para Bergeron (2013), o preço de equilíbrio de uma ação é determinado por seus dividendos atuais, a taxa de crescimento dos dividendos de longo prazo e o risco de longo prazo (*long-run risk*).

Diversos autores, dentre os quais Brealey, Myers e Marcus (2001), Fernández (2005), Simonassi e Gonçalves (2009) e Damodaran (2012), descrevem o Modelo de Desconto de Dividendos explicando que, neste modelo, o valor de uma ação de determinada empresa é o valor presente dos dividendos futuros esperados sobre ela.

De acordo com Damodaran (2012), a justificativa para o modelo está na regra de valor presente: o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, descontado a uma taxa apropriada ao risco destes fluxos de caixa. O Modelo de Desconto de Dividendos é um caso especializado da avaliação do fluxo de caixa líquido do acionista, em que o valor das ações é representado pelo valor presente dos dividendos futuros esperados de serem recebidos pelos acionistas (FERNANDES, 2008).

Desta forma, há dois *inputs* básicos para o modelo: dividendos esperados e custo sobre o capital próprio, isto é, taxa de retorno exigida pelo acionista (NEIVA, 1999; DAMODARAN, 2012):

$$\text{Valor da ação} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{DPS}_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

DPS = dividendos esperados por ação

r = taxa exigida de retorno sobre ações

O fluxo de dividendos futuros pode ser obtido em função das taxas de crescimento esperadas para os lucros e pelas razões de *payout* (parcela do lucro distribuída aos acionistas) adotadas pela empresa. Já a taxa de retorno exigida pelo acionista é a taxa de desconto utilizada para trazer o fluxo de caixa a valor presente e depende, portanto, do grau de risco destes fluxos futuros. Esta taxa pode ser mensurada de diferentes formas através de diversos modelos (NEIVA, 1999).

Apesar da existência de diversos métodos para calcular a taxa de desconto, há um consenso por parte da maioria dos teóricos, entre eles Cornell (1994), Martins (2001),

Copeland, Koller e Murrin (2002) e Damodaran (2012), sobre a utilização e aceitação do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Isto se dá, pois, este modelo considera a taxa livre de risco, o prêmio de mercado e o grau de sensibilidade de um ativo em relação às variações de mercado (CAMPOS *et al.*, 2010).

O Modelo de Desconto de Dividendos é o mais apropriado quando estamos avaliando não apenas uma empresa que paga dividendos, como também, quando a política de dividendos desta organização é consistente com a lucratividade da mesma (SIMONASSI; GONÇALVES, 2009). Portanto, quando se pretende avaliar empresas que não pagam dividendos ou que pagam dividendos baixos, faz-se necessário ajustar o índice de pagamento de dividendos de forma a refletir mudanças na taxa de crescimento esperada. Caso contrário, o valor das ações ficará subestimado (DAMODARAN, 2012).

Neiva (1999) alerta para o fato de que muitas empresas optam por reter o caixa que poderiam distribuir aos acionistas. Assim, embora os acionistas possam não ter o direito explícito sobre os saldos de caixa, eles efetivamente possuem uma parcela destes através do patrimônio líquido. Há também o caso de empresas que pagam muito mais dividendos do que realmente tem disponível em fluxos de caixa, o que culmina na distorção da determinação do valor.

Além disso, este modelo traz outras limitações visto que o mesmo reflete o valor de “ativos não utilizados” e, não considera em seu cálculo ativos intangíveis como, por exemplo, o valor da marca. Também não estão incorporados ao modelo outras formas de devolver dinheiro aos acionistas como a recompra de ações (DAMODARAN, 2012).

Sobre os pontos fortes do Modelo de Desconto de Dividendos, Neiva (1999) expõe inicialmente a sua simplicidade lógica intuitiva. Afinal, os dividendos representam o único fluxo de caixa da empresa que é tangível aos acionistas. Ademais, há necessidade de se obter menos premissas para a previsão de dividendos do que a previsão do fluxo de caixa livre. Por fim, pode-se argumentar que os gerentes costumam ajustar os dividendos em níveis que possam sustentar, mesmo com lucros voláteis.

Damodaran (2012) corrobora a visão de que a forma mais simples de determinar o valor de uma empresa é através do Modelo de Desconto de Dividendos. No entanto, o autor argumenta que as projeções dos dividendos são impossíveis de serem feitas para o infinito. Por isso, várias versões do Modelo de Desconto de Dividendos foram desenvolvidas tendo como base as diferentes suposições sobre o crescimento futuro. Uma extensão do Modelo de Desconto de Dividendos foi proposta por Gordon em 1962.

O denominado Modelo de Gordon serve para avaliar uma empresa cuja atividade pode ser classificada como estando em uma situação de estado estacionário (*steady-state*). Isto é, as principais métricas da economia da empresa como, por exemplo, os dividendos, devem estar crescendo a uma taxa constante/estável e que pode ser sustentada eternamente. Seguindo estes argumentos a proposta consiste em determinar o valor do ativo a partir dos “infinitos” fluxos de recursos gerados pelo mesmo (SIMONASSI; GONÇALVES, 2009; DAMODARAN, 2012).

Segundo Damodaran (2012), este modelo relaciona o valor de uma ação com seus dividendos esperados no próximo período, o custo do capital próprio e a taxa de crescimento esperada nos dividendos, conforme segue:

$$\text{Valor da ação} = \frac{\text{DPS}_t (1 + g)}{r - g}$$

Onde:

DPS = dividendos esperados por ação

r = taxa exigida de retorno para investidores em patrimônio líquido

g = taxa de crescimento perpétua dos dividendos

Ao utilizar este modelo, deve-se definir qual taxa de crescimento é razoável como uma taxa de crescimento “estável”. No entanto, devido às incertezas associadas às estimativas de inflação esperada e crescimento real da economia, pode haver diferenças na taxa de crescimento de referência usada por diferentes analistas (DAMODARAN, 2012). Apesar disto, tem-se sempre que a taxa de crescimento deve ser menor que o custo de capital, isto é, a taxa de retorno exigida pelos acionistas (FARINHA, 1993).

Apesar do modelo oferecer uma simples e poderosa previsão do valor de uma empresa, seu uso está limitado a organizações que estão crescendo a uma taxa estável. Uma vez que se espera que a taxa de crescimento dos dividendos durará para sempre, pode-se considerar que as outras medidas de performance da empresa também irão crescer à mesma taxa. Desta forma, apesar do modelo exigir a taxa de crescimentos dos dividendos, se a empresa for realmente de crescimento estável, os analistas podem substituí-la pela taxa de crescimento esperada do lucro, por exemplo, e obter o mesmo resultado (DAMODARAN, 2012).

Além disso, este modelo é mais adequado para empresas que crescem a uma taxa comparável ou menor do que o crescimento nominal da economia, e que têm políticas bem estabelecidas de pagamento de dividendos que pretendem continuar no futuro (NOGUEIRA, 1999; DAMODARAN, 2012).

2.4.1. Elementos de Dividendos

O Quadro 6, a seguir, apresenta os principais elementos que são utilizados no processo de avaliação de empresas no que se refere a Dividendos, conforme o levantamento bibliográfico realizado:

Quadro 6: Elementos de Dividendos

Elemento	Autor(es)
Dividendos Atuais	Bergeron (2013)
Dividendos Esperados	Ross, Westerfield e Jaffe (2008); Damodaran (2012)
Taxa de Retorno sobre as Ações	Neiva (1999); Damodaran (2012)
Taxa de Crescimento dos Dividendos no Longo Prazo	Gordon (1962); Damodaran (2012); Bergeron (2013)
Política de Distribuição de Dividendos	Neiva (1999); Nogueira (1999); Damodaran (2007)

Fonte: elaborado pela autora.

2.5. Índices e Múltiplos

A avaliação por múltiplos deve ser entendida como uma análise relativa a uma amostra e, por isso, é fundamental que as empresas que fazem parte desta amostra sejam similares à companhia que está sendo avaliada, geralmente pertencendo ao mesmo setor (SERRA; WICKERT, 2014). Martelanc, Pasin e Pereira (2010) concordam ao afirmar que esse método presume que o valor da companhia avaliada pode ser estimado em função dos múltiplos de outras empresas comparáveis.

Este modelo baseia-se na ideia de que empresas semelhantes deveriam possuir preços semelhantes. Isto é, ao obter-se o valor médio de bens equivalentes negociados no mercado, este valor pode servir de referência para calcular o preço de outro bem semelhante (DAMODARAN, 2002; MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Na definição de Cornell (1994):

O método da comparação direta, ajustado por diferenças de escala, envolve duas quantidades, que são um indicador de valor e uma variável observável que seja relacionada a valor. Para viabilizar comparações diretas, tanto os dados para o indicador de valor quanto para a variável observável devem estar disponíveis para o ativo comparável, e os dados para a variável observável precisam estar disponíveis para o objeto da avaliação (CORNELL, 1994, p. 56).

Os múltiplos são formados por um preço (valor) dividido por um parâmetro. Os parâmetros mais comumente utilizados são: lucro líquido, EBITDA, patrimônio líquido e vendas. Este último usualmente empregue para avaliar empresas novas que, eventualmente, ainda possam estar apresentando prejuízo ou lucros incipientes, ou empresas alocadas em países que não se conhece a contabilidade e, por consequência, a forma como se calcula o lucro (SERRA; WICKERT, 2014).

Além disso, podem ser utilizados parâmetros que são indicadores de capacidade de geração de vendas como, por exemplo, tamanho de loja, número de usuários, etc. Estes são

conhecidos como múltiplos específicos, pois, são característicos de determinado setor (SERRA; WICKERT, 2014).

Para Martelanc, Pasin e Pereira (2010), só é possível comparar o valor de mercado com indicadores formados após o efeito da dívida. Da mesma forma, o valor de uma empresa antes do efeito da dívida apenas pode ser obtido a partir de indicadores operacionais, conforme mostra o Quadro 7:

Quadro 7: Formação dos Múltiplos

	Valor antes da dívida (valor empresarial)	Valor após a dívida (valor de mercado)
Indicadores antes da dívida (ativos, receita, EBITDA, EBIT, NOPAT e fluxo de caixa para as empresas)	Múltiplo correto, usado do ponto de vista de todos os investidores (acionistas e credores). Ideal para a avaliação de empresas para fins de fusões e aquisições.	Múltiplos irreais (subestimados) por considerarem o efeito da dívida no valor das empresas, e não no indicador.
Indicadores após a dívida (patrimônio líquido, lucro líquido e fluxo de caixa para os acionistas)	Múltiplos irreais (superestimados) por considerarem o efeito da dívida no indicador, e não no valor.	Múltiplo correto, usado do ponto de vista somente do acionista. Muito usado para avaliação de desempenho de ações de empresas. Útil para fins de fusões e aquisições somente quando as empresas (avaliada e comparáveis) têm graus de alavancagem semelhantes.

Fonte: Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 187).

Diante disto, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) elencam as principais combinações possíveis de múltiplos:

Principais múltiplos de valor empresarial:

- VE/ativo total
- VE/valor patrimonial dos ativos
- VE/receita
- VE/EBITDA
- VE/EBIT
- VE/NOPAT
- VE/fluxo de caixa para a empresa
- VE/variáveis específicas do setor

Principais múltiplos de valor de mercado:

- Preço/patrimônio líquido (P/PL ou P/book value)
- Preço/lucro líquido (P/E)
- Preço/fluxo de caixa para o acionista

Os múltiplos baseados no valor empresarial, requerem dois inputs: no numerador, uma estimativa do valor da organização ou seu ativo operacional, e, no denominador, uma estimativa de receitas, lucros ou valor contábil do ativo (DAMODARAN, 2007).

O múltiplo VE/EBITDA é o mais utilizado para determinar o valor de empresas para fins de fusões, aquisições e vendas (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Adicionalmente, Kim e Ritter (1999) demonstraram em seu estudo que, este múltiplo, é o que oferece maior precisão para avaliar empresas bem estabelecidas que estão abrindo capital (fazendo IPOs).

Para analisar o desempenho das ações, os múltiplos de capitalização de mercado são mais indicados, visto que, levam em consideração o valor das empresas nas bolsas de valores. O mais utilizado pelos bancos de investimentos é o múltiplo Preço/Lucro Líquido, o qual pode ser pensado como o número de anos necessários para reaver todo o capital investido (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

No que se refere a avaliação de instituições financeiras, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) e Serra e Wickert (2014) defendem que o múltiplo Preço/Patrimônio Líquido é o mais utilizado pelo mercado. Isto se dá pois, devido à natureza dos ativos bancários e ao estabelecimento de um nível máximo de alavancagem pelo Índice da Basileia, este múltiplo tende a ser o mais preciso.

Conforme explica Damodaran (2002), uma vez selecionado o indicador de referência das empresas comparáveis, deve-se dividi-lo pelo valor de mercado de tais empresas e multiplicar o dado encontrado pelo indicador de referência da empresa objeto, assim:

$$V_{alvo} = X_{alvo} * \frac{V_{comparável}}{X_{comparável}}$$

Onde:

V_{alvo} = valor da empresa alvo

X_{alvo} = variável utilizada (por exemplo, o lucro)

$V_{comparável}$ = valor das empresas comparáveis

$X_{comparável}$ = variável das empresas comparáveis

De acordo com Serra e Wickert (2014), os pontos fortes da avaliação por múltiplos são a simplicidade do cálculo e a disponibilidade de informações. Ross, Westerfield e Jaffe (2008) e Martelanc, Pasin e Pereira (2010) concordam com a afirmação e acrescentam a rapidez na precificação de novas informações, as quais podem ser incorporadas de maneira instantânea, e a necessidade de poucas informações.

Por outro lado, os pontos fracos derivam da ausência de teoria financeira, da dificuldade de obtenção de empresas comparáveis, da qualidade das informações e do “efeito manada”, visto que um setor inteiro pode estar super ou subavaliado (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, (2008); MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010; SERRA; WICKERT, 2014). Martelanc, Pasin e Pereira (2010) explicam que em países subdesenvolvidos, como o Brasil, a baixa liquidez das ações e seu alto grau de volatilidade também prejudicam o uso desta metodologia.

Além disso, a avaliação por múltiplos é falha em capturar as particularidades das empresas, pois esta se trata de uma análise relativa. Diante disto, torna-se necessário ajustar

estas especificidades antes de calcular o múltiplo médio que será aplicado à empresa que está sendo avaliada (SERRA; WICKERT, 2014).

Segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2010), as organizações comparáveis precisam apresentar linhas de negócios, características de risco, crescimento e fluxo de caixa semelhantes. Para Cornell (1994) este é um importante obstáculo devido à complexidade inerente à estrutura de uma empresa.

2.5.1. Elementos de Índices e Múltiplos

O Quadro 8, a seguir, apresenta os principais elementos que são utilizados no processo de avaliação de empresas no que se refere a Índices e Múltiplos, conforme o levantamento bibliográfico realizado:

Quadro 8: Elementos de Índices e Múltiplos

Elemento	Autor(es)
Relação Preço / Lucro (P/E)	Martelanc, Pasin e Pereira (2010)
Relação Preço / Patrimônio Líquido	Martelanc, Pasin e Pereira (2010); Serra e Wickert (2014)
Valor da Empresa (EV) / EBITDA	Kim e Ritter (1999); Martelanc, Pasin e Pereira (2010)
Múltiplo Específico do Setor	Serra e Wickert (2014)
Ativos Comparáveis/Similares	Damodaran (2002); Martelanc, Pasin e Pereira (2010)

Fonte: elaborado pela autora.

2.6. Operações da Empresa

Na busca pela maximização do valor, os administradores precisam explorar as vantagens estratégicas da organização. Para tal, deve-se buscar incansavelmente por oportunidades de desenvolvimento do desempenho e administrar um fluxo de crescimento (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002). Damodaran (2007) concorda ao afirmar que, em uma gestão eficiente, são criadas estratégias que busquem identificar novos mercados para se

explorar as vantagens competitivas correntes, encontrar novas fontes de vantagens competitivas e retardar a perda destas vantagens com o tempo.

De acordo com Eckert *et al.* (2011), um dos fatores de maior influência no valor da empresa é a perspectiva de ganhos futuros. Desta forma, um processo de avaliação de empresas eficiente está baseado na busca por um valor econômico que expresse este potencial de futura geração de riqueza da organização. Portanto, a avaliação de determinada empresa “deve representar de forma clara e objetiva o potencial, a qualidade e a perspectiva de crescimento que a empresa tem, demonstrando todos os fatores envolvidos na mensuração do valor” (ECKERT, 2011, p. 1).

Segundo Müller e Teló (2003), há diversos fatores que contribuem com adições ao valor de uma empresa comparativamente a outras do mesmo segmento de atividade. Um destes fatores é a carteira de clientes que esta possui (MÜLLER; TELÓ, 2003; LOPES; GALDINO, 2016). Executivos, gerentes de marketing e profissionais financeiros estão cada vez mais convencidos de que os relacionamentos atuais e futuros com os clientes são um ativo valioso, se não o mais valioso, de uma organização (BLATTBERG; DEIGHTON, 1996).

Além disso, há um interesse crescente em “avaliação corporativa baseada no cliente”, ou seja, vincular explicitamente o valor da base de clientes de uma empresa à sua avaliação financeira geral usando dados divulgados publicamente (MCCARTHY; FADER, 2018). Binder (2017) afirma que, em empresas de serviços, o relacionamento com os clientes responde por 38% do valor da organização.

Para Kaplan e Norton (2000) e Lopes e Galdino (2016), além do relacionamento com os clientes, a carteira de fornecedores também exerce influência na avaliação de determinada empresa. Isto se dá devido à natureza da relação existente entre as partes em que, fatores como qualidade, poder de persuasão e reputação podem interferir diretamente umas nas outras tanto positivamente, quanto negativamente.

Nesta mesma linha, Müller e Teló (2003) defendem que também é possível agregar valor para a organização através de alianças estratégicas. Até o início dos anos 80, poucas empresas se preocupavam com a formação de boas alianças para complementar suas

capacidades (HARBISON; PEKAR, 1999). No entanto, com o desenvolvimento das mudanças tecnológicas, a abertura das economias anteriormente protegidas, o surgimento de mercados consumidores potenciais e a intensificação da concorrência, diversas organizações viram-se obrigadas a obter rapidamente capacidades ou competências que anteriormente não possuíam, nos mais diversos segmentos de atividades de negócios (PORTER, 1990).

Nesse contexto surgem então as alianças estratégicas. Através delas, as organizações são capazes de obter maior potencialidade em vários fatores estratégicos que compõem a competitividade das empresas envolvidas sob a forma de trocas de experiências, aprendizado comum, entre outros (HAMEL; DOZ, 2000). Harbison e Pekar (1999) argumentam que, cada vez mais, as empresas que formam suas alianças estratégicas conseguem crescer a um custo muito menor do que isoladamente. Desta forma, é possível gerar vantagens competitivas e agregar valor.

Entretanto, para fazer acontecer este valor, a comunicação com os colaboradores deve ocorrer de forma clara e transparente. Para tal, recomenda-se uma estrutura organizacional achatada e descentralizada (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002). De acordo com Damodaran (2007), uma empresa com uma força de trabalho bem treinada, leal e inteligente vale mais do que outra similar, mas que tenha um pessoal menos especializado.

Outro fator a ser observado no processo de avaliação de empresas, é o investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). Para Damodaran (2007), há uma incerteza quanto aos benefícios futuros do investimento em P&D, bem como quanto ao tempo que este investimento irá demorar para se converter em valor.

No entanto, um estudo realizado por Jan e Ou (2012) demonstrou que o gasto em P&D acumulado nos três anos mais recentes tem um poder explicativo substancialmente maior para o valor de mercado de uma organização do que outros atributos de valor, como vendas e ativos totais. Além disso, é permitido às empresas deduzir todo o seu gasto de P&D a fim de obter benefícios fiscais (DAMODARAN, 2007).

Além do gasto em P&D, o endividamento também apresenta vantagens fiscais, o que faz com que a dívida seja uma fonte de financiamento mais barata do que o capital próprio.

Entretanto financiar a empresa por meio de capital de terceiros, aumenta o risco, a probabilidade de falência e pode reduzir a flexibilidade da organização no pagamento de dividendos a seus acionistas. O *mix* ótimo de financiamento é aquele em que o custo de capital é minimizado. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002; DAMODARAN, 2007).

No setor bancário existem diferenças significativas na proporção de capital próprio e de terceiros em comparação com outros negócios. Devido à natureza do negócio, o índice de alavancagem dos bancos costuma ser bastante elevado e, conseqüentemente, modelos que utilizem o custo do capital próprio são mais indicados (HORVÁTOVÁ, 2010).

Além disso, “é difícil determinar a qualidade de suas carteiras de empréstimos, descobrir que porcentagem de seus lucros contábeis resulta de ganhos decorrentes do descasamento de taxas de juros e compreender que unidade de negócios estão criando ou destruindo valor” (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002, p. 438). Os autores defendem que o segredo para lidar com este problema está na elaboração de uma boa previsão que leve em conta “as entradas de recursos de empréstimos que estão sendo quitados e a saída de recursos a novas taxas, com a concessão de novos empréstimos” (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002, p. 441).

2.6.1. Elementos de Operações da Empresa

O Quadro 9, a seguir, apresenta os principais elementos que são utilizados no processo de avaliação de empresas no que se refere a Operações da Empresa, conforme o levantamento bibliográfico realizado:

Quadro 9: Elementos de Operações da Empresa

Elemento	Autor(es)
Eficiência Organizacional	Copeland, Koller e Murrin (2002); Damodaran (2007)
Carteira de Clientes	Kaplan e Norton (2000); Müller e Teló (2003); Lopes e Galdino (2016); McCarthy e Fader (2018)
Carteira de Fornecedores	Kaplan e Norton (2000); Lopes e Galdino (2016)
Relação com os Consumidores	Blattberg e Deighton (1996); Binder (2017)
Probabilidade de Falha	Shaffer (2006)
Política de Gestão de Pessoas	Copeland, Koller e Murrin (2002); Damodaran (2007)
Investimento em Pesquisa e Desenvolvimento	Damodaran (2007); Jan e Ou (2012)
Alianças Estratégicas	Harbison e Pekar (1999); Hamel e Doz (2000); Müller e Teló (2003)
Fontes de Financiamento / Índice de Endividamento	Copeland, Koller e Murrin (2002); Damodaran (2007)
Potencial/Perspectiva de Crescimento	Copeland, Koller e Murrin (2002); Eckert <i>et al.</i> (2011)

Fonte: elaborado pela autora.

2.7. Ativos Intangíveis

Apesar da ampla diversidade de métodos e modelos de *valuation*, Damodaran (2012) discute ser um mito acreditar que a avaliação de empresas será objetiva, considerando o fato de que os modelos utilizam dados quantitativos. Isto ocorre, pois, o valor de uma organização não está restrito à soma dos seus ativos tangíveis (JOHNSON; KAPLAN, 1993) e, atualmente, as demonstrações contábeis não abrangem todos os fatores que contribuem significativamente com os resultados da empresa (PAIVA, 2000).

Neiva (1999, p. 19) explica que “se o valor total da empresa excede a soma dos valores dos ativos avaliados separadamente, este excesso deve representar o valor de todos os fatores positivos que tornam a empresa mais valorizada que a soma dos ativos específicos”. Neste sentido, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) defendem que a abordagem patrimonial ignora a existência de valiosos ativos intangíveis, os quais não estão refletidos no balanço patrimonial da organização, mas que fazem com que esta apresente um valor adicional.

O uso exclusivo de indicadores financeiros era suficiente para realizar avaliações de empresas em um cenário em que os ativos físicos eram os mais relevantes. No entanto, sob o prisma da Nova Economia, a criação de valor passou a decorrer dos ativos intangíveis (KAPLAN; NORTON, 2000). O crescente reconhecimento de que fatores extra contábeis pudessem representar uma importante participação no valor de uma empresa, fez com que os gestores passassem a dar mais atenção a estes ativos intangíveis (EDVINSSON; MALONE, 1998).

Portanto, para realizar uma avaliação eficiente, além dos valores dos ativos, passivos e patrimônio líquido, devem ser levados em conta outras variáveis importantes, como, por exemplo, a credibilidade e reputação da organização, o valor da marca, o capital intelectual dos funcionários, entre outras. Estas variáveis são consideradas ativos intangíveis e não estão refletidas no balanço patrimonial da empresa sendo assim, ignoradas na abordagem patrimonial. No entanto, são itens que fazem com que a organização apresente um valor adicional, um *goodwill* (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010; LOPES; GALDINO, 2016).

Na definição de Iudícibus (1998), ativo intangível é aquele que consome recursos financeiros para sua geração, porém, não é físico, e que gera possibilidade de lucros futuros. No entanto, segundo Martins (1972), uma das maiores características dos ativos intangíveis é que é impossível ter certeza a respeito dos prováveis resultados que se pode esperar dele futuramente.

Rezende (2001, p. 14) corrobora esta visão ao alegar que os ativos físicos deixaram de ser um fator de diferenciação entre as empresas. Diante do novo cenário, o que passa a predominar é “o somatório do conhecimento coletivo gerado e adquirido, as habilidades

criativas e inventivas, os valores, atitudes e motivação das pessoas que as integram e o grau de satisfação dos clientes”.

Lev (2001) argumenta que os ativos intangíveis aumentam o valor da organização devido aos resultados futuros que possibilitam obter, oriundos de suas mais variadas formas e aplicações no cotidiano empresarial. Além disso, os ativos intangíveis têm capacidade de interagir com os demais ativos da empresa, favorecendo a geração de valor. Sá (2000) concorda ao afirmar que existem organizações que tem mais valor de mercado devido aos bens imateriais que possuem. De acordo com Binder (2017), enquanto os ativos tangíveis, entre eles os ativos fixos e os recebíveis, respondem por 20% do valor da empresa, os intangíveis podem representar até 45% deste valor.

Segundo Davenport e Prusak (1998), todos os aspectos intangíveis que agregam valor a uma empresa são fundamentados ou mantêm estreita ligação com o conhecimento como, por exemplo, habilidade técnica (*know-how*), criatividade e capacidade de inovação. De acordo com Kaplan e Norton (2000) e Kezner (2015), o capital humano tem nesta habilidade de inovação um dos seus principais alicerces.

A agregação de valor por meio do capital humano ocorre através da “contribuição efetiva ao patrimônio de conhecimentos que permite à organização manter suas vantagens competitivas no tempo” (DUTRA, 2002, p. 126). Apesar de os elementos intangíveis não existirem sem o suporte dos demais, entende-se que o capital humano é fundamental para a existência dos demais componentes dos intangíveis, bem como para a integração e sinergia entre eles (VARGAS *et al.*, 2008).

Lin e Huang (2011) conceituam capital humano/intelectual como um tipo de recurso intangível que conduz a geração de vantagens competitivas em relação aos concorrentes, quando há um retorno maior que o custo total de capital. Em uma economia que se baseia cada vez mais no conhecimento, o talento administrativo é, em si, uma importante fonte de valor e, portanto, as empresas precisam atrair e reter seus talentos (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Desta forma, para promover a criação de valor, é necessário que o administrador pense e atue como dono da organização. Esta perspectiva é caracterizada pela capacidade de ver o negócio pelo lado de fora e por sua disposição para tomar atitudes em relação a oportunidades de criar valor incremental (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002). Damoradan (2007) concorda ao afirmar que:

O valor de um negócio é determinado pelas decisões tomadas pelos administradores desse negócio sobre onde investir os recursos, como financiar esses investimentos e quanto de caixa devolver aos proprietários do negócio. Conseqüentemente, quando avaliamos um negócio, levamos em conta as premissas implícitas e explícitas sobre quem vai dirigir o negócio e como isso será feito. O valor esperado do controle é produto de duas variáveis: a alteração do valor da empresa em função da mudança da maneira como a empresa é administrada e da probabilidade de que essa mudança venha a ocorrer no futuro (DAMODARAN, 2007, p. 317).

Diante disso, é possível perceber, apesar de ser amplamente utilizada pelo mercado, a análise patrimonial e a abordagem pelo Fluxo de Caixa Descontado, aplicadas de forma estrita, subestimam o valor da organização, visto que, deixam de considerar o rico conjunto de opções de flexibilidade que envolvem as decisões empresariais (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002; SIMONASSI; GONÇALVES, 2009).

Para Meirelles, Rebelatto e Matias (2003), esta flexibilidade decorre das possibilidades gerenciais que permitem aos administradores revisarem suas decisões em resposta às mudanças ocorridas na conjuntura econômica. À medida que novas informações surgem e as incertezas sobre o fluxo de caixa revelam-se, o gerente pode tomar decisões que influenciarão positivamente o valor final calculado (CASTRO, 2000).

Adicionalmente, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) defendem que, na avaliação, deve-se levar em consideração as probabilidades dos eventos inerentes à vida da empresa e o poder de decisão que os administradores têm, seja em resposta às mudanças no mercado ou à atitude dos concorrentes. Brookfield (1995) concorda que, quando há flexibilidade, há criação adicional de valor.

No entanto, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) alertam para o fato de que, quando há sócios controladores, estes podem auferir compensações além do fluxo de dividendos, como grandes salários e benefícios, empregar seus familiares, desviar fraudulentamente os recursos da sociedade e receber maior valorização ou *status* nos ambientes político e social em que a empresa atua.

Isso se dá, pois, o valor do controle advém da possibilidade de expropriação do acionista minoritário pelo controlador. Caso haja diferenças genuínas em relação a preferências por rumos estratégicos, tendem a prevalecer as posições dos controladores e a serem frustradas as dos minoritários. O poder de dar a última palavra sobre uma decisão importante também é fator essencial para justificar a existência de valor do controle de uma empresa (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Além disso, muitas vezes, a complexidade é utilizada pela administração para ocultar notícias ruins ou desagradáveis. Assim sendo, as organizações devem evitar a complexidade desnecessária. Para que a empresa seja considerada transparente, a informação necessária à sua avaliação deve não só estar disponível e acessível de forma oportuna, como também deve ser relativamente simples de interpretar e aplicar nos modelos de avaliação de empresas (DAMODARAN, 2007).

No entanto, a forma de assegurar isso, em geral, não é uma nova legislação nem mais regras contábeis, visto que, elas possuem efeitos colaterais contrários. Em vez disso, os investidores e analistas devem exigir mais das empresas e fomentar a governança corporativa. Se houverem fortes mecanismos para a governança corporativa, pode-se pressupor que o valor da organização convergirá para o valor ótimo (DAMODARAN, 2007).

Para Hendriksen e Van Breda (1999) e Rezende (2001), avaliar corretamente os ativos intangíveis é um dos grandes desafios da atualidade. Isto ocorre, em parte, em virtude das dificuldades de definição dos mesmos, mas principalmente por causa das incertezas a respeito da mensuração de seus valores e da dificuldade de isolá-los dos demais ativos, especialmente em empresas que detêm elevado conhecimento técnico. Oliveira (1999) corrobora esta visão ao ressaltar a carência de ferramentas para avaliação e quantificação dos ativos intangíveis.

2.7.1. Elementos de Ativos Intangíveis

O Quadro 10, a seguir, apresenta os principais elementos que são utilizados no processo de avaliação de empresas no que se refere a Ativos Intangíveis, conforme o levantamento bibliográfico realizado:

Quadro 10: Elementos de Ativos Intangíveis

Elemento	Autor(es)
Poder dos Acionistas	Martelanc, Pasin e Pereira (2010)
Credibilidade da Organização / Reputação da Empresa	Martelanc, Pasin e Pereira (2010); Lopes e Galdino (2016)
Qualidade da Gestão / Flexibilidade Gerencial	Castro (2000); Copeland, Koller e Murrin (2002), Simonassi e Gonçalves (2009)
Sucessão da Administração	Damodaran (2007)
Valor da Marca	Martelanc, Pasin e Pereira (2010); Lopes e Galdino (2016)
Capital Humano/Intelectual	Dutra (2002), Vargas <i>et al.</i> (2008), Martelanc, Pasin e Pereira (2010), Lin e Huang (2011)
Índice de Governança	Damodaran (2007)
Estilo de Liderança	Copeland, Koller e Murrin (2002)
Capacidade de Inovação	Davenport e Prusak (1998); Kaplan e Norton (2000), Kezner (2015)

Fonte: elaborado pela autora.

2.8. Subjetividade na Avaliação de Empresas

Segundo Assaf Neto (2014), a definição do valor de uma companhia é uma tarefa complexa, a qual exige coerência e rigor conceituais na formulação dos modelos de cálculo. Existem diversos métodos de avaliação de empresas, porém, em todos eles se encontram certos pressupostos e níveis variados de subjetividade. Isto ocorre, porque o processo de avaliação é uma metodologia que se baseia em resultados esperados obtidos a partir do comportamento do

mercado e, portanto, não há como prescindir de certa dose de subjetividade na definição do valor de uma empresa.

Martelanc, Pasin e Pereira (2010) concordam ao afirmar que, apesar dos modelos de avaliação serem essencialmente quantitativos, o processo de avaliação contempla muitos aspectos subjetivos, inseridos nas premissas de tais modelos. Assim sendo, estas premissas devem ser analisadas cuidadosamente, pois são fundamentais para a qualidade do modelo e para a confiabilidade dos resultados.

Da mesma maneira, Damodaran (2012) discute ser um mito acreditar que a avaliação de empresas será objetiva baseado no fato dos modelos utilizarem dados quantitativos. Isto ocorre porque há algumas tendências inseridas no processo, as quais devem ser minimizadas ao máximo, eliminando a preconcepção que se possui da empresa antes de avaliá-la. Para Müller e Teló (2003), além dos métodos variarem muito entre si, frequentemente estes envolvem a utilização de ajustes arbitrários baseados em evidências empíricas limitadas e no instinto.

Portanto, Damodaran (2012) considera que avaliar uma empresa é um processo essencialmente subjetivo pois é influenciado por fatores como a ótica e as características pessoais do avaliador, o contexto econômico, social e político em que a avaliação é feita, as circunstâncias que promovem a necessidade da avaliação, a seleção e a aplicação dos modelos escolhidos e a definição dos parâmetros dos modelos de avaliação aplicados. Reis e Armond (2012) explicam:

O valor de uma empresa depende de diversos fatores que ela não pode controlar ou influenciar, sendo que os principais são: quem está avaliando (se sob a ótica do comprador, vendedor ou de um analista “neutro”), suas preferências, valores, interesses, objetivos pessoais, o contexto em que a avaliação está sendo feita (momento histórico, econômico, político, social, pessoal, etc.) (REIS; ARMOND, 2012, p. 88).

Para Holanda *et al.* (2007), o uso de conceitos científicos e de ferramentas consagradas, especialmente as derivadas de métodos quantitativos, não impede que o agente avaliador incorpore premissas subjetivas e hipóteses que variam conforme os interesses e os objetivos

dos possíveis compradores e analistas, situando-se, assim, em ponto distante do conceito de exatidão. Diante disso, diferentes avaliadores, analistas ou interessados no negócio, utilizando os mesmos conceitos e metodologias, podem chegar a diferentes valores de avaliação para uma mesma empresa, pois partem de premissas, objetivos e perspectivas diferentes.

Martelanc, Pasin e Pereira (2010) acreditam ser natural que pessoas diferentes, com a mesma metodologia básica, cheguem a resultados diferentes, pois, a definição de cada uma das premissas é objeto de julgamento por parte dos avaliadores. Desta forma, por mais cuidadosas que sejam as previsões para a avaliação de uma empresa, esta sempre terá um lado subjetivo. A inevitável subjetividade deste processo, principalmente na escolha das premissas das projeções, faz com que dois avaliadores bem formados e experientes possam chegar a valores diferentes para uma mesma empresa.

Adicionalmente, Damodaran (2007) alega que é raro iniciar a avaliação de uma empresa a partir do zero. Algumas opiniões sobre a empresa já são formadas antes. O viés se estende por quando se inicia o processo de coleta de informações sobre a empresa. O relatório anual e outras demonstrações financeiras incluem não apenas os números contábeis, como também as discussões gerenciais em torno do desempenho, que frequentemente manipulam os números da melhor forma possível. Além disso, para a maioria das empresas de grande porte, é fácil acessar o que outros analistas, que monitoram as ações, pensam sobre aquelas empresas, fornecendo resumos de suas apostas de tendências e, inclusive, suas avaliações completas.

Outra fonte de viés advém da própria estimativa do mercado sobre o valor da empresa, visto que, avaliações que desviam muito desse número podem refletir tanto erros de avaliação, como equívocos de mercado. Também há fatores institucionais e pressão dos gestores de carteiras. Este fator pode ser agravado quando os analistas recebem remuneração variável dependente da estimativa a menos ou a maior (DAMODARAN, 2007).

O autor explica que, estes vieses manifestam a percepção que o avaliador tem sobre a empresa através dos *inputs* que utilizados durante o processo, levantando hipóteses mais pessimistas ou mais otimistas. Além disso, na tentativa de chegar a um valor mais próximo do que se esperava inicialmente, o analista pode se valer de “remendos” pós-avaliação, isto é, rever

suas hipóteses, ou atribuir a diferença de valor a um fator qualitativo como, por exemplo, sinergias ou questões estratégicas.

Portanto, observa-se embora se trabalhe com métodos quantitativos e ferramentas científicas, as avaliações de empresas incorporam premissas subjetivas e hipóteses que variam conforme os interesses e os objetivos dos possíveis compradores e analistas, não estando exclusivamente fundamentadas nas técnicas das ciências exatas (PEREZ; FAMÁ, 2004). Isto se dá, pois, pequenas modificações nas variáveis de entrada, podem afetar significativamente o valor final da análise (DEEV, 2011).

Além disso, o “valor justo” de uma empresa, estabelecido pelo processo de avaliação da mesma, representa o valor potencial de um negócio em função da expectativa de geração de resultados futuros. Entretanto, em uma negociação entre comprador e vendedor, o preço pelo qual estes concordam em realizar a operação não precisa necessariamente coincidir com o valor calculado através dos métodos de avaliação de empresas, até porque cada agente pode calcular este valor com base em suas próprias premissas e critérios. Portanto, o valor de uma empresa pode ser diferente para cada comprador potencial (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Outro ponto fraco da estimativa de valor de determinada empresa é que o futuro é muito difícil de prever. É necessário um entendimento amplo das operações da organização, bem como de suas estratégias e negócios, para fazer projeções coerentes com suas possibilidades reais. No entanto, as previsões podem se mostrar pouco realistas, visto que, fatos inesperados modificam o cenário considerado (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Segundo Damodaran (2007):

A incerteza faz parte do processo de avaliação, tanto no momento em que avaliamos um negócio quanto na forma como esse valor evolui ao longo do tempo, à medida que obtemos novas informações que exercem impacto na avaliação. Essa informação pode ser específica da empresa em avaliação, ser mais genérica sobre o segmento de atuação ou, ainda, conter informações gerais de mercado (DAMODARAN, 2007, p. 3).

Portanto, ao avaliar um ativo, fazemos previsões para o futuro, buscando operar nossas melhores estimativas de acordo com as informações disponíveis naquele momento. No entanto, estas estimativas podem estar erradas, visto que, mesmo que as fontes de informação sejam precisas, os dados brutos são convertidos em *inputs* para serem utilizados nos modelos, processo este passível de equívocos. Além disso, tanto o futuro da empresa, quanto os fatores macroeconômicos, podem mudar de maneira imprevisível, afetando o valor da organização. Desta forma, devido ao fluxo constante de informações, a avaliação de uma empresa fica rapidamente obsoleta (DAMODARAN, 2007).

No próximo capítulo, serão abordados os procedimentos realizados e as técnicas utilizadas na elaboração do presente estudo, no que se refere à tipologia da pesquisa e à descrição do método. Isto é, serão descritas as etapas percorridas desde as estratégias para coleta, avaliação e análise de dados, até os passos e processos utilizados para interpretação dos resultados obtidos, com base no referencial teórico aqui apresentado.

3. MÉTODO DE PESQUISA

Segundo Marconi e Lakatos (2010, p.65), o método de pesquisa pode ser definido como “um conjunto de atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista”. Adicionalmente, Rudio (2007) declara que o método constitui o caminho a ser trilhado e, portanto, deve ser utilizado como um guia para o estudo de determinado problema organizando os procedimentos que irão orientar o pesquisador.

3.1. Tipologia da Pesquisa

“Pesquisa é um conjunto de procedimentos sistemáticos, críticos e empíricos aplicados no estudo de um fenômeno” (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013, p. 30). A pesquisa realizada neste trabalho pode ser dividida em quatro dimensões distintas. Quanto à sua natureza esta pesquisa pode ser classificada como aplicada, visto que objetiva gerar conhecimentos para aplicações práticas na resolução de problemas específicos (GIL, 2010).

Com relação à sua forma de abordagem, este estudo é quantitativo, pois irá utilizar procedimentos estruturados e instrumentos formais para a coleta de dados, enfatizando a objetividade e analisando os dados numéricos através de procedimentos estatísticos permitindo, assim, generalizações a respeito do fenômeno estudado (POLIT; BECK; HUNGLER, 2004). Segundo Cooper e Schindler (2011) e Sampieri, Collado e Lucio (2013), a pesquisa quantitativa costuma ser usada para testar teorias e deve ser o mais “objetiva” possível. Isto é, os fenômenos observados não podem ser influenciados por crenças e tendências do pesquisador, o qual deve se manter distante o suficiente para evitar vieses nos resultados.

No tocante aos objetivos, esta pesquisa pode ser considerada descritiva. Este tipo de estudo se dá quando o pesquisador pretende detalhar como são e como se manifestam determinados fenômenos, situações, contextos ou eventos, buscando especificar suas propriedades e relevância (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013). Para Forza (2002), neste tipo de estudo não se objetiva o desenvolvimento de teorias, no entanto, os fatos descritos na pesquisa podem acabar fornecendo dicas úteis tanto para o refinamento de uma teoria já existente, como para a construção de uma nova.

No que diz respeito aos procedimentos técnicos, será realizado um Levantamento (*survey*). De acordo com Nielsen, Olivo e Morilhas (2017), este tipo de estudo é utilizado para verificar diretamente a opinião ou comportamento das pessoas diante de certa situação. Forza (2002) defende que a pesquisa do tipo *survey* contribui com o conhecimento em uma área específica de interesse. Para isso, utiliza-se um instrumento de coleta de dados, geralmente um questionário para levantar estes dados através de uma amostra e, em seguida, mediante análises, obter resultados sobre o problema em estudo (BERTO; NAKANO, 2000; GIL, 2010).

3.2. Descrição do Método

Com o intuito de responder ao problema de pesquisa e atingir os objetivos geral e específicos levantados, este estudo será dividido em duas etapas. A primeira trata-se de uma Pesquisa Bibliográfica, a qual foi apresentada no Capítulo 2 desta pesquisa. Na segunda etapa, foi realizado um Levantamento (*survey*) através de um questionário eletrônico estruturado (Apêndice A).

3.2.1. Etapa 1 – Pesquisa Bibliográfica

Visando o cumprimento do Objetivo Específico 1, a Etapa 1 deste estudo consistiu em um levantamento bibliográfico no que se refere aos elementos de avaliação de empresas elencados pelos principais autores. Ou seja, foi verificado o que estes autores alegam que deve ser observado pelos analistas no momento em que estes estão realizando a avaliação de uma empresa. Para fins desta pesquisa, todos estes fatores observáveis foram chamados de “elementos”.

Como forma de auxiliar na análise, os elementos levantados foram divididos em seis categorias, conforme segue:

1. Macroanálise
2. Fluxo de Caixa
3. Dividendos
4. Índices e Múltiplos
5. Operações da Empresa

6. Ativos Intangíveis

Nesta etapa, a coleta de dados deu-se a partir de dados secundários, através de livros, publicações e artigos acadêmicos, tanto de literatura nacional, como internacional. O resultado desta compilação serviu como base para a Etapa 2 do estudo.

3.2.2. Etapa 2 – Levantamento (*survey*)

De forma a verificar a aplicação prática do que se estabelece teoricamente, na Etapa 2 foi realizada uma pesquisa *survey* por meio de um questionário eletrônico estruturado (Apêndice A), aplicado por meio da ferramenta *online Survey Monkey*. Segundo Tanur *apud* Pinsonneault e Kraemer (1993), a pesquisa *survey* pode ser definida como a obtenção de dados e informações, por meio de instrumento de pesquisa, normalmente um questionário, sobre características, ações ou opiniões de determinado grupo de pessoas que represente a população alvo.

Neste estudo, a presente etapa foi desenvolvida objetivando obter informações de como o processo de avaliação de empresas é realizado na prática pelos analistas de mercado, estabelecendo uma diferenciação para quando a análise está sendo realizada para instituições financeiras bancárias, ou para as empresas não-financeiras. Além disso, buscava-se obter informações a respeito dos métodos e técnicas mais utilizados.

Para tal, todos os elementos identificados na Etapa 1 foram apresentados duas vezes para qualificação dos analistas: uma vez considerando a análise de instituições financeiras bancárias e a outra vez considerando as empresas não financeiras. Com isso, foi possível atingir o que se propunha nos Objetivos Específicos 2 e 3 desta pesquisa.

3.3. Universo e Amostra

O universo, ou população, é a totalidade de elementos que possuem os atributos relativos ao objeto de estudo, e a amostra, ou população amostral, é uma fração do universo explicitado, selecionada a partir de um critério de representatividade (VERGARA, 1997). Desta forma, o

universo da pesquisa em questão são todos os analistas de mercado que trabalham com avaliação de empresas, independentemente do motivo pelo qual a análise é realizada.

No entanto, considerando as restrições de tempo e custo existentes, se justifica a utilização de uma amostra nas pesquisas (THEÓPHILO; MARTINS, 2009). Quando se possui uma boa amostra, é possível elaborar conclusões sobre a população a partir desta seleção de alguns elementos dela (COOPER; SCHINDLER, 2011). Contudo, nenhuma amostra é perfeita, havendo diferentes variações no grau de erro ou viés. Desta forma, os critérios de elegibilidade dos respondentes, isto é, as condições que definem se uma pessoa pode ou não participar da amostra, devem ser definidos objetivamente (FLICK, 2012).

As amostras podem ser classificadas em probabilísticas e não probabilísticas. Na primeira, todos os elementos da população têm exatamente a mesma probabilidade de serem selecionados para compor a amostra, portanto, este tipo de amostragem é utilizado para garantir a representatividade da amostra quando o pesquisador pretende generalizar os resultados. Quando o tempo ou outros fatores prevalecem sobre as considerações de generalização, a amostragem não probabilística é geralmente escolhida (FORZA, 2002).

Devido às restrições existentes nos recursos disponíveis, para realizar esta pesquisa foi utilizada uma amostra não probabilística e, portanto, nem todos os elementos da população tiveram a mesma chance de serem selecionados. De acordo com Bickman e Rog (1997), este tipo de amostra pode ser classificado como segue:

- Por conveniência: os participantes são escolhidos por estarem disponíveis, são mais acessíveis;
- Mais similares ou mais diferentes: os participantes são escolhidos por julgar-se que representam uma situação similar ou uma situação muito diferente;
- Por quotas: os participantes são escolhidos proporcionalmente a determinado critério, a amostra é composta por subgrupos;
- Bola de neve: os participantes iniciais indicam novos participantes;
- Casos típicos: os participantes são escolhidos por representarem a situação típica, não incluindo extremos.

Para este estudo a seleção dos respondentes ocorreu por conveniência, isto é, foram selecionados os participantes que eram mais acessíveis para a pesquisadora, mas também foi utilizado o critério bola de neve. Desta forma, foi solicitado aos respondentes iniciais que compartilhassem o link da pesquisa com demais potenciais respondente que eles viessem a conhecer.

3.4. Coleta de Dados

O processo de coleta de dados deste estudo ocorreu através de um levantamento do tipo *survey*, o qual representa um dos diversos processos investigativos possíveis na pesquisa quantitativa (ALRECK; SETTLE, 2004). Para Cooper e Schindler (2011), *survey* é um processo de mensuração apropriado para o levantamento de informações altamente estruturadas, com ou sem o envolvimento do entrevistador. Flick (2012) afirma que, quando se utiliza este método, há um interesse em produzir descrições quantitativas de uma população, através de um instrumento predefinido.

Conforme Malhotra (2004), o método *survey* apresenta diversas vantagens, visto que, sua aplicação e a interpretação e análise dos dados obtidos são relativamente simples, estes dados são confiáveis porque as respostas estão limitadas às alternativas propostas, e o uso de perguntas fixas reduz a variabilidade nos resultados que podem ser causados pelas diferenças entre os entrevistados. Além disso, através deste método é possível descrever as características e medir determinadas variáveis de um grupo, utilizando um instrumento de coleta rápido e de baixo custo (RICHARDSON, 1999).

Um dos instrumentos que podem ser utilizados para a realização do *survey* é o questionário. Para esta pesquisa, foi utilizado um questionário eletrônico estruturado (Apêndice A), aplicado por meio da ferramenta *online Survey Monkey*, a qual facilita a condução, o gerenciamento e a análise de questionários. Nesta etapa, foram coletados dados primários que, de acordo com Nielsen, Olivo e Morilhas (2017), são aqueles coletados direto da fonte e que ainda não receberam nenhum tipo de tratamento, estudo ou análise.

Para coletar estes dados, foi utilizado o *link* fornecido pela ferramenta *Survey Monkey*, o qual redireciona o respondente automaticamente para o questionário. Este *link* foi enviado

aos potenciais participantes através de aplicativo de mensagens instantâneas (*Whatsapp*) e correio eletrônico (*e-mail*), juntamente com uma breve explicação do objetivo da pesquisa e o público alvo do questionário. Além disso, os participantes foram convidados a repassar o *link* para pessoas que estes consideravam como aptas a respondê-lo. Os dados foram coletados no período de 21 de março de 2019 a 25 de abril de 2019.

O questionário em questão (Apêndice A) foi elaborado com o objetivo de identificar se os elementos apontados pela literatura como relevantes para a realização de um processo de avaliação de empresas são os mesmos elementos que os analistas consideram como relevantes no momento que este processo é realizado na prática. Além disso, também buscava-se verificar se há diferenciação na análise quando o processo é realizado para uma instituição financeira bancária ou para uma empresa de outro setor.

Para tal, as principais questões do questionário (4 a 15) foram compostas por uma escala de múltiplos itens do tipo Likert com cinco pontos. Segundo Malhotra (2004), a utilização desta escala serve para exigir dos participantes a indicação de um grau de concordância ou de discordância com cada uma das séries de afirmações relacionadas com os objetos de estímulo. Para Gil (2010, p. 136), através da escala de Likert é possível “medir a intensidade das opiniões e atitudes de maneira mais objetiva possível”.

A escala de Likert possui vantagens na sua utilização devido à simplicidade de construção e à amplitude das respostas possíveis, que permite maior precisão dos respondentes em relação à afirmação. Porém, uma desvantagem é o fato de a escala não permitir afirmar quanto um respondente é mais favorável do que outro (MATTAR, 2001).

As três primeiras perguntas do questionário (Apêndice A) foram definidas como qualificadoras ou questões de classificação. Segundo Cooper e Schindler (2011, p. 337), estas perguntas “geralmente abrangem variáveis sociodemográficas que permitem que as respostas dos participantes sejam agrupadas”. Na maior parte dos casos, estas perguntas envolvem questões relacionadas a gênero, idade, localização geográfica, classe social, etc., porém, estes fatores não são considerados relevantes para este estudo. Desta forma, as questões qualificadoras desta pesquisa estão apenas relacionadas às atividades profissionais dos respondentes.

Nas questões seguintes (4 a 15), foi solicitado aos participantes que estes atribuíssem uma nota, em uma escala de 1 a 5 (escala de Likert), para cada um dos elementos apresentados conforme seu grau de utilização do mesmo ao realizar a avaliação de uma empresa, sendo 1 os que ele considerava que tem menos/nenhuma importância neste processo, e 5 para os elementos considerados mais relevantes/indispensáveis. Todos os elementos foram apresentados duas vezes: uma considerando que a avaliação seria realizada para uma instituição financeira bancária e outra vez considerando para as demais empresas.

Ao final do questionário foram incluídas algumas questões (16 a 20) que não se relacionam diretamente com os objetivos propostas nesta pesquisa, no entanto, foram importantes para auxiliar a elucidar alguns fatores adicionais. Desta forma, estas perguntas não foram consideradas de preenchimento/resposta obrigatórios, sendo apenas utilizadas como forma de agregar mais informações sobre como o processo de avaliação de empresas é realizado na prática.

3.4.1. Pré-teste

Antes de iniciar de fato o processo de coleta de dados, o questionário foi submetido ao pré-teste. Esta etapa consiste em “administrar o instrumento a uma pequena amostra para testar sua pertinência e eficácia, assim como as condições da aplicação e os procedimentos envolvidos” (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013, p. 228). Segundo Gil (2010), devem ser considerados no pré-teste os seguintes aspectos: clareza e precisão dos termos, qualidade e forma das perguntas, ordem das perguntas e introdução.

Forza (2002) defende que o pré-teste deve ser conduzido em duas fases, as quais são completamente diferentes, mas possuem objetivos complementares. Na primeira fase, o questionário “final” foi submetido a três colegas acadêmicos, com o objetivo de apurar se o questionário atendia aos objetivos da pesquisa, e a três especialistas do setor/potenciais respondentes para verificar se haviam perguntas óbvias e se era possível entender o que estava sendo solicitado.

Os respondentes preencheram o questionário como fariam se fizessem parte da pesquisa planejada, no entanto, a pesquisadora estava presente observando como eles o preenchiam e

registrando os *feedbacks*. Ao final, foi perguntado se as perguntas e instruções eram claras, e se houve alguma dificuldade em fornecer respostas às questões colocadas ou entender que tipo de respostas era esperado.

Para a segunda fase do pré-teste, foi estabelecido um ponto de verificação quando o questionário atingiu 15 respostas. Nesta análise preliminar dos dados foi possível verificar se as respostas a certas perguntas estavam muito concentradas devido à escolha da escala, se o conteúdo das respostas era muito diferente do esperado, e se o contexto modificava a adequação das questões. Além disso, foi possível ver os efeitos da falta de dados e da não resposta, a fim de definir contramedidas adequadas.

3.4.2. Tratamento dos Dados

Anteriormente à efetiva análise dos dados, foi realizada a eliminação dos questionários considerados como inválidos. São estes: questionários com respostas em branco para as perguntas obrigatórias e questionários em que, para todas as respostas do questionário ou de uma mesma categoria, foram atribuídas a mesma nota. Após esta verificação, a coleta de dados resultou em um total de 109 questionários válidos.

Para Flick (2012), o tamanho da amostra refere-se ao número de respondentes necessários para que os resultados obtidos sejam precisos e confiáveis. Apesar de o aumento do tamanho da amostra diminuir os erros de generalização, esta tendência tem limites. Depois de certa quantidade não se tem mais uma forte contribuição agregada por coletar-se maior número de questionários. Segundo Sampieri, Collado e Lucio (2013), o poder estatístico se torna aceitável com amostras de 100 ou mais respondentes. Portanto, pode-se afirmar que esta pesquisa é considerada estatisticamente válida.

A partir da exploração dos dados coletados nos questionários considerados válidos, será possível atingir o que foi proposto no Objetivo Específico 4 desta pesquisa. Para tal, será verificado o conceito atribuído a cada um dos elementos de avaliação de empresas apresentados no Capítulo 2 deste estudo e, no próximo capítulo, será efetuada uma análise comparativa no que se refere a empresas financeiras e não-financeiras, buscando investigar suas especificidades.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Cooper e Schindler (2011, p. 93) definem a análise de dados como “a redução dos dados acumulados a um tamanho administrável, criação de resumos, busca de padrões e aplicação de técnicas estatísticas”. Nesta pesquisa, será utilizada a Estatística Descritiva, a qual, segundo Guimarães (2008), objetiva resumir as principais características de um conjunto de dados por meio de tabelas, gráficos e resumos numéricos:

Quadro 11: Principais técnicas de Estatística Descritiva

Tabelas de Frequência	Apropriada para resumir um grande conjunto de dados, agrupando informações em categorias. As classes que compõem a tabela podem ser categorias pontuais ou por intervalos.
Gráficos	Possibilita uma visualização das principais características da amostra.
Medidas Descritivas	Por meio de medidas ou resumos numéricos podemos levantar importantes informações sobre o conjunto de dados, tais como: a tendência central, variabilidade, simetria, valores extremos, valores discrepantes, etc.

Fonte: Guimarães (2008).

As medidas descritivas estão divididas em duas categorias: medidas de tendência central e medidas de dispersão ou de variabilidade. O primeiro conjunto representa os valores médios ou centrais de uma distribuição que servem para posicioná-la dentro da escala de medição. São elas: média, mediana e moda. Já as medidas de dispersão descrevem como os valores se agrupam ou se espalham em uma distribuição. As mais utilizadas são: amplitude, desvio padrão e variância (COOPER; SCHINDLER, 2011; SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013).

Estas medidas serão aplicadas aos dados colhidos na pesquisa de campo e, a partir delas, será possível realizar análises e extrair conclusões sobre quais elementos de avaliação de empresas, levantados no Capítulo 2 deste estudo, são mais utilizados na prática pelos analistas que trabalham nesta área. Além disso, será verificado se há diferenças na análise quando esta é realizada para empresas financeiras bancárias ou para empresas não financeiras.

4.1. Perfil da Amostra

O perfil dos respondentes foi verificado a partir de três fatores: tipo de analista, empresa em que trabalha e tempo de experiência no ramo. Fatores comumente utilizados para qualificação da amostra, tais como gênero, faixa etária, grau de instrução, renda, etc., não foram ponderados neste estudo, visto que, não foram considerados relevantes para a análise.

A Tabela 3, a seguir, apresenta quais tipos de analistas responderam ao questionário utilizado para a coleta de dados e sua proporção, sendo elencados apenas os participantes que responderam a questionários considerados válidos, conforme apresentado anteriormente:

Tabela 3: Tipos de analistas

Tipo de analista	Frequência absoluta	Frequência relativa
Analista independente	17	15,60%
Assessor de investimentos	28	25,69%
Buy Side	30	27,52%
Sell Side	17	15,60%
Investidor profissional	5	4,59%
Outro	12	11,00%
TOTAL	109	100%

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Pode-se verificar uma distribuição entre os diversos tipos de respondentes, apenas com frequência inferior para “Investidor Profissional”. No entanto, este público não era o foco principal do estudo. Entre os respondentes que se classificaram como “Outro” há analistas contábeis, dirigentes, analistas comerciais e consultores.

Com relação à empresa em que estes profissionais trabalham, não há uma distribuição tão equilibrada, notando-se uma participação expressiva, com quase 24%, de respondentes que trabalham em Bancos de Investimentos. Além disso, entre os analistas que responderam “Outro” para esta questão, 8 especificaram a resposta com “Banco Comercial”. Considerando também os analistas que trabalham em “Private Bank”, a porcentagem de respondentes provenientes de bancos sobe para 37,61%. Esta participação elevada de respondentes que

trabalham em bancos é explicada pelo fato de a pesquisadora trabalhar em uma instituição financeira bancária e, portanto, é onde possui sua maior rede de contatos.

Os outros respondentes da categoria “Outro” classificaram suas empresas como fundos de previdência e consultorias. A Tabela 4, a seguir, resume estas informações:

Tabela 4: Tipo de empresa em que os respondentes trabalham

Empresa	Frequência absoluta	Frequência relativa
Asset Manager	14	12,84%
Banco de Investimentos	26	23,85%
Casa de Análise / Publicadora de Conteúdo	9	8,26%
Corretora de Valores	18	16,52%
Private Bank	7	6,42%
Private Equity	11	10,09%
Não se aplica	7	6,42%
Outro	17	15,60%
TOTAL	109	100%

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Também foi verificado o tempo de experiência dos respondentes no ramo de avaliação de empresas. Há uma concentração entre os respondentes que possuem entre 5 e 10 anos de experiência, representando 50% da amostra. No entanto, entre as demais faixas observa-se uma distribuição homogênea. A Tabela 5, a seguir, apresenta os resultados:

Tabela 5: Tempo de experiência

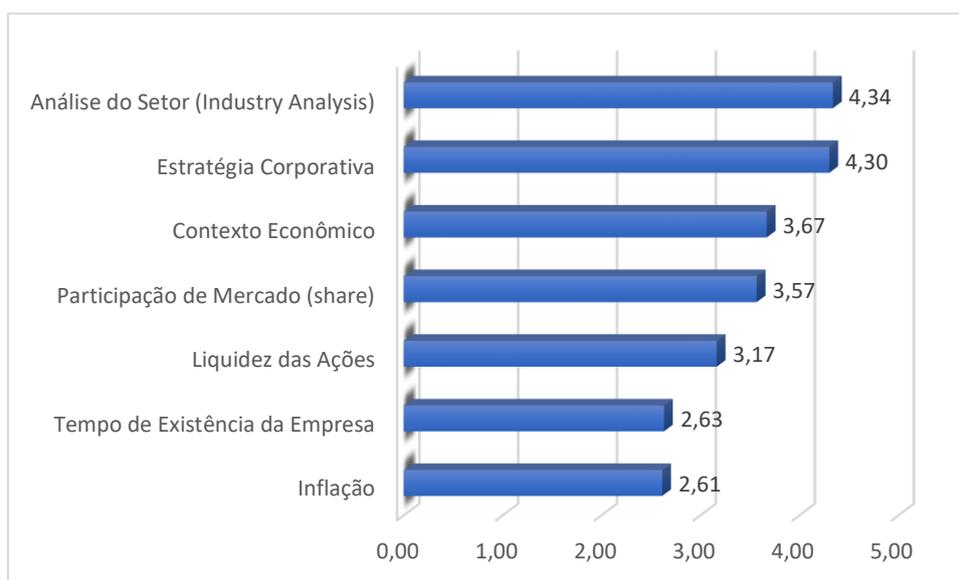
Tempo (anos)	Frequência absoluta	Frequência relativa	Frequência acumulada
0 – 4	17	15,60%	15,60%
5 – 10	55	50,45%	66,05%
11 – 15	17	15,60%	81,65%
16 – 20	12	11,01%	92,66%
Acima de 20	8	7,34%	100%
TOTAL	109	100%	100%

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

4.2. Elementos de Macroanálise

O Gráfico 1, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Macroanálise que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas não financeiras:

Gráfico 1: Elementos de Macroanálise – Empresas Não Financeiras



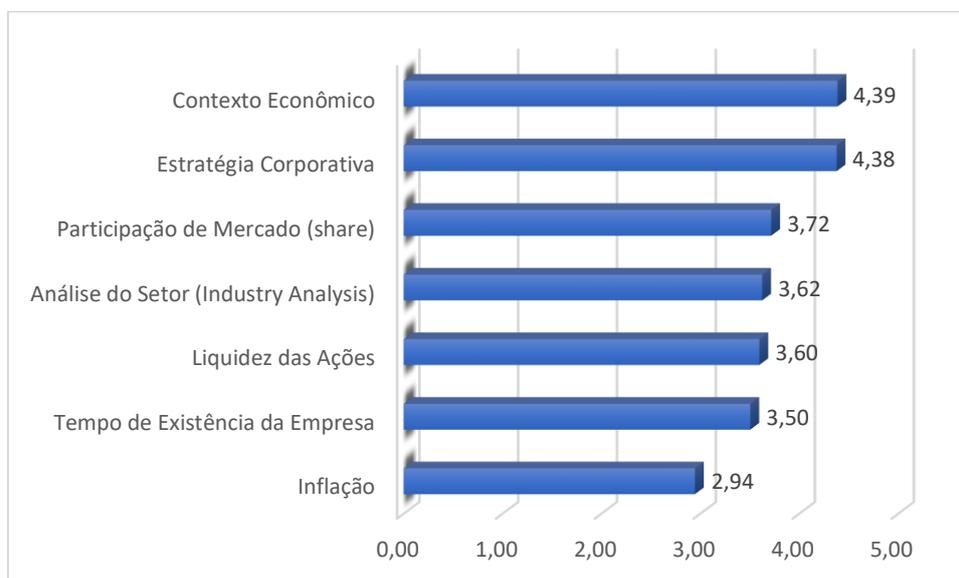
Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Para empresas não financeiras, os fatores de Macroanálise mais observados pelos analistas são a Análise do Setor e a Estratégia Corporativa. De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), a análise do setor é relevante, visto que, uma organização raramente consegue manter um desempenho superior ao de seus pares por um longo período de tempo. Estes autores consideram ainda que a capacidade de manter vantagens competitivas e gerar valor para o acionista está estreitamente relacionada ao desenvolvimento de estratégias corporativas.

A Inflação e o Tempo de Existência da Empresa são os elementos considerados menos relevantes para realizar o processo de avaliação de empresas não financeiras. Alguns respondentes justificaram esta colocação devido ao número cada vez maior de empresas com pouco tempo de existência, mas que apresentam um elevado valor de mercado.

Complementarmente, o Gráfico 2, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Macroanálise que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas financeiras bancárias:

Gráfico 2: Elementos de Macroanálise – Empresas Financeiras Bancárias



Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

É possível observar que, quando a avaliação de empresas é feita para instituições financeiras bancárias, o Contexto Econômico passa a assumir uma posição de relevância na análise. Isto se dá, pois, segundo Adams e Rudolf (2010), os bancos estão mais expostos ao risco de inadimplência de crédito, e o lucro e o valor de um banco dependem muito mais do risco de taxa de juros do que outros setores.

Assim como ocorre para as empresas não financeiras, a Estratégia Corporativa destacou-se como um dos principais elementos observados.

A fim de estabelecer um comparativo entre os principais elementos utilizados no processo de avaliação de instituições financeiras bancárias e de empresas não financeiras, a Tabela 6, a seguir, apresenta o cálculo das medidas descritivas para as respostas observadas em cada elemento de Macroanálise:

Tabela 6: Comparativo dos Elementos de Macroanálise

Elemento	Empresa	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Amplitude
Análise do Setor	Não Financeiras	4,34	5,00	5,00	0,75	2,00
	Financeiras	3,62	4,00	4,00	0,96	4,00
Contexto Econômico	Não Financeiras	3,67	4,00	3,00	0,85	4,00
	Financeiras	4,39	4,00	5,00	0,64	2,00
Estratégia Corporativa	Não Financeiras	4,30	4,00	5,00	0,78	3,00
	Financeiras	4,38	5,00	5,00	0,91	3,00
Tempo de Existência da Empresa	Não Financeiras	2,63	2,00	2,00	1,06	4,00
	Financeiras	3,50	3,00	3,00	0,96	4,00
Participação de Mercado	Não Financeiras	3,57	4,00	4,00	0,85	4,00
	Financeiras	3,72	4,00	4,00	0,86	3,00
Inflação	Não Financeiras	2,61	3,00	3,00	0,89	4,00
	Financeiras	2,94	3,00	2,00	1,09	4,00
Liquidez das Ações	Não Financeiras	3,17	3,00	4,00	1,13	4,00
	Financeiras	3,60	4,00	4,00	1,22	4,00

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

As medidas apresentadas acima corroboram a visão de que o elemento de Macroanálise mais relevante para a avaliação de empresas não financeiras é a Análise do Setor e, para empresas financeiras bancárias, é o Contexto Econômico. Nestes elementos são onde se observa, inclusive, o maior nível de concordância entre os entrevistados, não havendo sido relacionadas notas baixas (1 e 2).

Com exceção da Análise do Setor, todos os elementos de Macroanálise mostraram-se mais relevantes em avaliações feitas para empresas financeiras bancárias. Além do Contexto Econômico, os que apresentaram maior disparidade entre as notas, quando comparado às empresas não financeiras, foram o Tempo de Existência da Empresa, a Inflação e a Liquidez das Ações, no entanto, para as duas últimas, o desvio padrão foi mais elevado.

Tanto para empresas financeiras, como para empresas não financeiras, a Inflação foi o item que recebeu as piores notas, em média. Este fato corrobora a visão de Martelanc, Pasin e Pereira (2010), os quais alegam que apesar de a ausência de ajustes considerando os efeitos da inflação gerarem importantes distorções no cálculo do valor de uma organização, estes são poucos conhecidos e praticados pelos avaliadores de empresas.

4.3. Elementos de Fluxo de Caixa

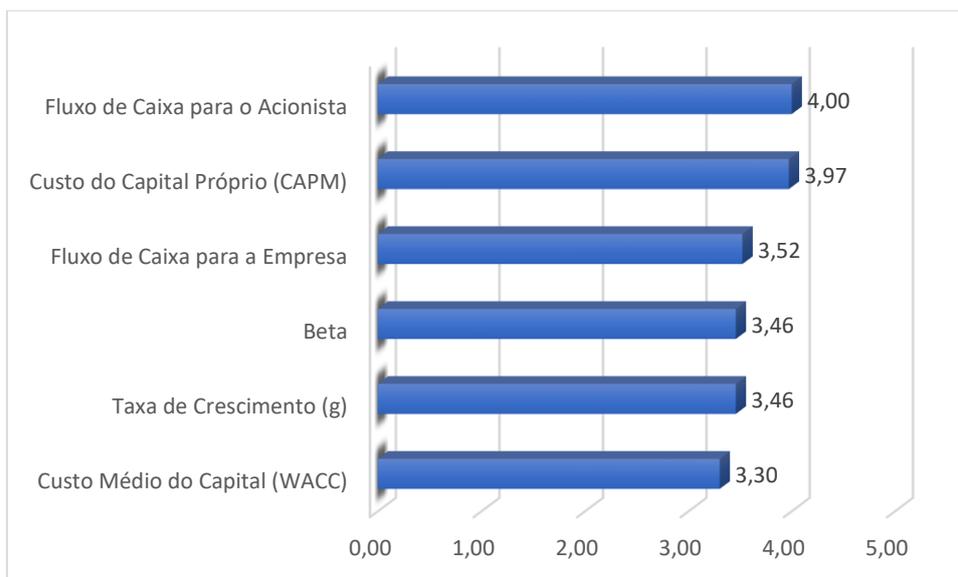
O Gráfico 3, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Fluxo de Caixa que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas não financeiras:

Gráfico 3: Elementos de Fluxo de Caixa – Empresas Não Financeiras



Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Complementarmente, o Gráfico 4, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Fluxo de Caixa que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas financeiras bancárias:

Gráfico 4: Elementos de Fluxo de Caixa – Empresas Financeiras Bancárias

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Para os elementos de Fluxo de Caixa, não foram observadas grandes variações entre os dados. No entanto, o Fluxo de Caixa para a Empresa e o Custo Médio do Capital (WACC) apresentaram maiores médias para empresas não financeiras. Já o Fluxo de Caixa para o Acionista e o Custo do Capital Próprio (CAPM) se mostraram mais relevantes para instituições financeiras bancárias.

Esta demonstração condiz com o que defendem Copeland, Koller e Murrin (2002): apesar de o Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa ser o modelo mais utilizado pelo mercado financeiro, ao se avaliar bancos deve ser empregado o Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista.

A fim de estabelecer um comparativo entre os principais elementos utilizados no processo de avaliação de instituições financeiras bancárias e de empresas não financeiras, a Tabela 7, a seguir, apresenta o cálculo das medidas descritivas para as respostas observadas em cada elemento de Fluxo de Caixa:

Tabela 7: Comparativo dos Elementos de Fluxo de Caixa

Elemento	Empresa	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Amplitude
Fluxo de Caixa para a Empresa	Não Financeiras	4,04	4,00	5,00	1,18	4,00
	Financeiras	3,52	4,00	5,00	1,53	4,00
Fluxo de Caixa para o Acionista	Não Financeiras	3,12	4,00	4,00	1,41	4,00
	Financeiras	4,00	4,00	4,00	0,78	3,00
Custo Médio do Capital (WACC)	Não Financeiras	3,95	4,00	4,00	1,04	4,00
	Financeiras	3,30	4,00	5,00	1,57	4,00
Custo do Capital Próprio (CAPM)	Não Financeiras	3,20	3,00	4,00	1,44	4,00
	Financeiras	3,97	4,00	4,00	1,05	4,00
Taxa de Crescimento (g)	Não Financeiras	3,61	3,00	3,00	1,01	3,00
	Financeiras	3,46	3,00	4,00	0,99	3,00
Beta	Não Financeiras	3,04	3,00	3,00	1,15	4,00
	Financeiras	3,46	4,00	4,00	0,83	4,00

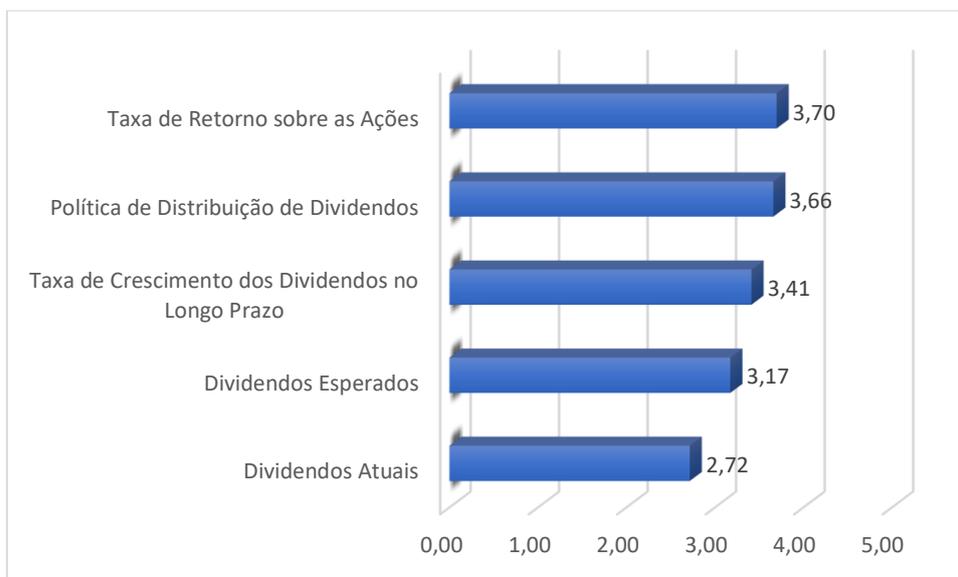
Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Apesar de, em média, os resultados serem compatíveis com o que foi levantado no Referencial Teórico, não se observa uma concordância entre os respondentes. Todos os elementos apresentam amplitude e desvio padrão elevados. Além disso, pode ser observada uma maior relevância do Beta quando a análise é realizada para bancos, em comparação com as empresas não financeiras.

4.4. Elementos de Dividendos

O Gráfico 5, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Dividendos que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas não financeiras:

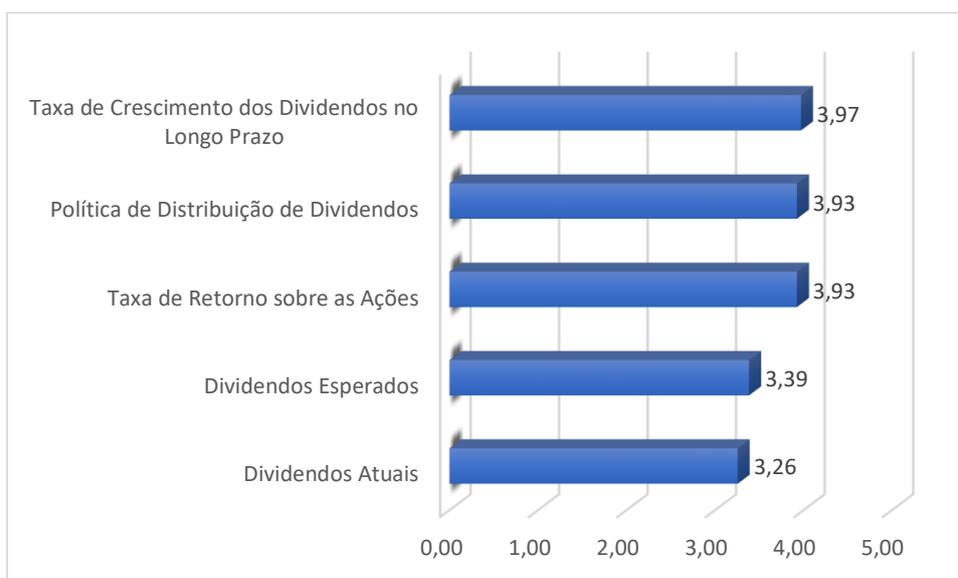
Gráfico 5: Elementos de Dividendos – Empresas Não Financeiras



Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Complementarmente, o Gráfico 6, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Dividendos que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas financeiras bancárias:

Gráfico 6: Elementos de Dividendos – Empresas Financeiras Bancárias



Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Tanto na avaliação de empresas financeiras, como na de não financeiras, têm-se que os dividendos em si, sejam eles atuais ou esperados, não são os fatores mais observados no

momento de realizar o processo. Fatores como a Taxa de Retorno sobre as Ações, a Taxa de Crescimento dos Dividendos no Longo Prazo e a Política de Distribuição de Dividendos mostram-se mais relevantes.

Desta forma, pode-se inferir que estes elementos são mais adequados para empresas que crescem a uma taxa comparável ou menor do que o crescimento nominal da economia, e que têm políticas bem estabelecidas de pagamento de dividendos que pretendem continuar no futuro (NOGUEIRA, 1999; DAMODARAN, 2012).

A fim de estabelecer um comparativo entre os principais elementos utilizados no processo de avaliação de instituições financeiras bancárias e de empresas não financeiras, a Tabela 8, a seguir, apresenta o cálculo das medidas descritivas para as respostas observadas em cada elemento de Dividendos:

Tabela 8: Comparativo dos Elementos de Dividendos

Elemento	Empresa	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Amplitude
Dividendos Atuais	Não Financeiras	2,72	3,00	3,00	0,90	4,00
	Financeiras	3,26	3,00	4,00	1,02	4,00
Dividendos Esperados	Não Financeiras	3,17	3,00	2,00	1,17	4,00
	Financeiras	3,39	4,00	4,00	1,11	4,00
Taxa de Retorno sobre as Ações	Não Financeiras	3,70	4,00	3,00	1,13	4,00
	Financeiras	3,93	4,00	4,00	1,01	4,00
Taxa de Crescimento dos Dividendos LP	Não Financeiras	3,41	3,00	3,00	0,93	4,00
	Financeiras	3,97	4,00	4,00	0,88	4,00
Política de Distribuição de Dividendos	Não Financeiras	3,66	4,00	3,00	0,96	4,00
	Financeiras	3,93	4,00	4,00	0,97	4,00

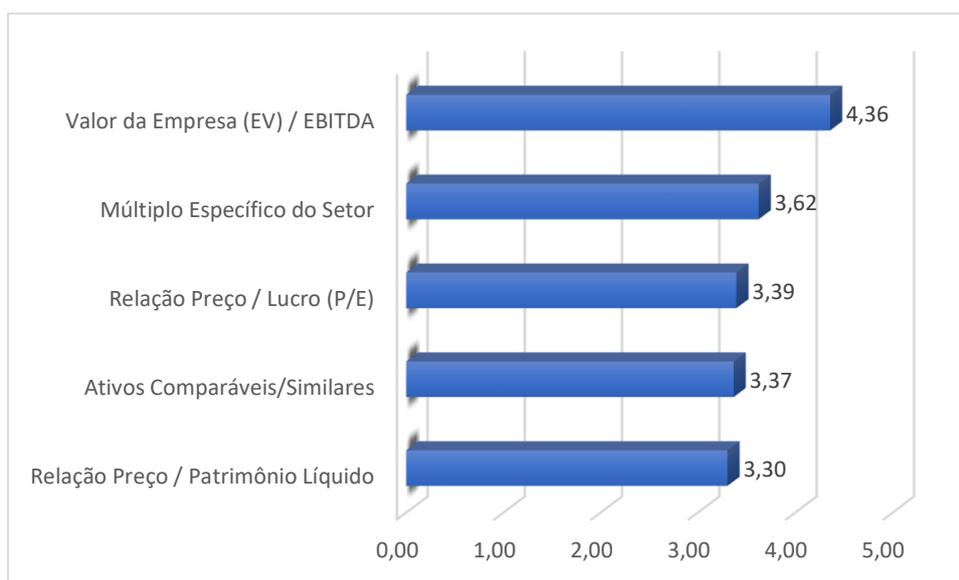
Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

A amplitude observada demonstra que, para os elementos elencados na categoria Dividendos, também não há concordância entre os participantes da pesquisa. Todos elementos receberam notas variadas (entre 1 e 5), no entanto, em média, as notas foram maiores quando se aplicavam a avaliação de empresas financeiras bancárias.

4.5. Elementos de Índices e Múltiplos

O Gráfico 7, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Índices e Múltiplos que os analistas consideraram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas não financeiras:

Gráfico 7: Elementos de Índices e Múltiplos – Empresas Não Financeiras



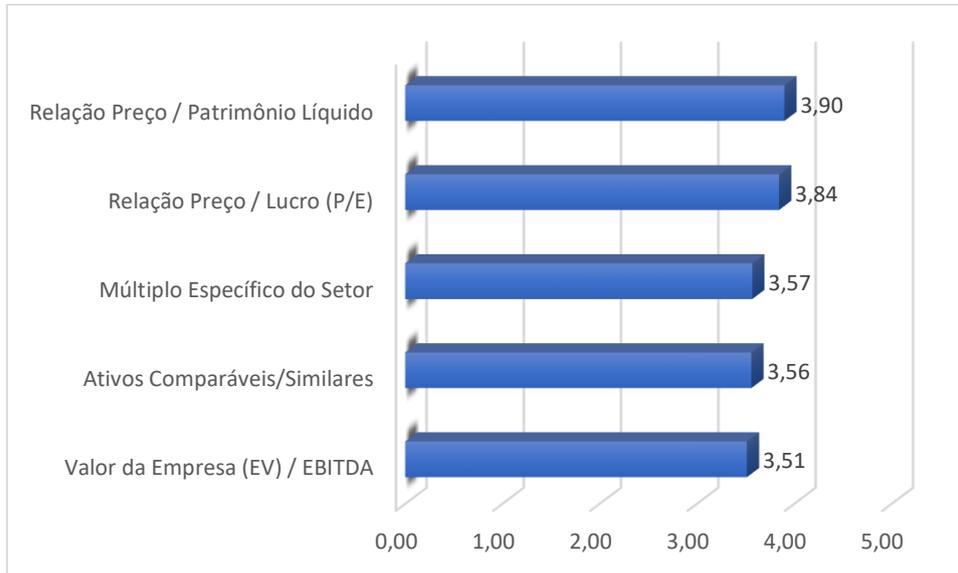
Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Neste gráfico, observa-se uma clara preferência pela utilização do múltiplo Valor da Empresa / EBITDA para a avaliação de empresas não financeiras. De acordo com Kim e Ritter (1999), este múltiplo é o mais preciso para avaliar empresas que estão abrindo capital (fazendo IPO). Portanto, a relevância apresentada por este elemento, pode estar sendo influenciada pelo perfil dos respondentes desta pesquisa, visto que, mais de 23% destes são provenientes de bancos de investimentos.

Também se destacam nesta categoria os Múltiplos Específicos de determinado Setor. Esta constatação é explicada pelo fato de que cada setor da economia possui características bastante peculiares e, portanto, espera-se que entre as empresas do mesmo setor observe-se similaridades em seus preços (DAMODARAN, 2002; MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Complementarmente, o Gráfico 8, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Índices e Múltiplos que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas financeiras bancárias:

Gráfico 8: Elementos de Índices e Múltiplos – Empresas Financeiras Bancárias



Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Ao avaliar empresas financeiras bancárias a partir de múltiplos, é possível identificar uma predominância na utilização dos múltiplos Preço / Patrimônio Líquido, o qual Martelanc, Pasin e Pereira (2010) e Serra e Wickert (2014) defendem como o mais indicado para avaliar instituições financeiras, e Preço / Lucro, o qual se mostrou igualmente utilizado na prática pelo mercado.

A fim de estabelecer um comparativo entre os principais elementos utilizados no processo de avaliação de instituições financeiras bancárias e de empresas não financeiras, a Tabela 9, a seguir, apresenta o cálculo das medidas descritivas para as respostas observadas em cada elemento de Índices e Múltiplos:

Tabela 9: Comparativo dos Elementos de Índices e Múltiplos

Elemento	Empresa	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Amplitude
Relação Preço / Lucro (P/E)	Não Financeiras	3,39	3,00	4,00	1,01	4,00
	Financeiras	3,84	4,00	4,00	0,96	3,00
Relação Preço / Patrimônio Líquido	Não Financeiras	3,30	3,00	3,00	1,22	4,00
	Financeiras	3,90	4,00	4,00	0,94	4,00
Valor da Empresa / EBITDA	Não Financeiras	4,36	5,00	5,00	0,95	3,00
	Financeiras	3,51	4,00	3,00	1,21	4,00
Múltiplo Específico do Setor	Não Financeiras	3,62	3,00	3,00	0,93	3,00
	Financeiras	3,57	4,00	3,00	1,22	4,00
Ativos Comparáveis / Similares	Não Financeiras	3,37	4,00	4,00	0,95	4,00
	Financeiras	3,56	3,00	3,00	1,01	4,00

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Apesar da literatura indicar o múltiplo Preço / Patrimônio Líquido como o mais recomendado para avaliar instituições financeiras, para o múltiplo Preço / Lucro Líquido houve mais consistência nas respostas, fato este observado pela menor amplitude dos dados. Além disso, estes dois elementos se mostraram pouco relevantes para a avaliação de empresas não financeiras.

Os dados também sugerem uma grande discrepância no grau de utilização do múltiplo Valor da Empresa / EBITDA para empresas financeiras e não financeiras. Para as últimas, também se observa um maior nível de concordância entre os respondentes.

4.6. Elementos de Operações da Empresa

O Gráfico 9, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Operações da Empresa que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas não financeiras:

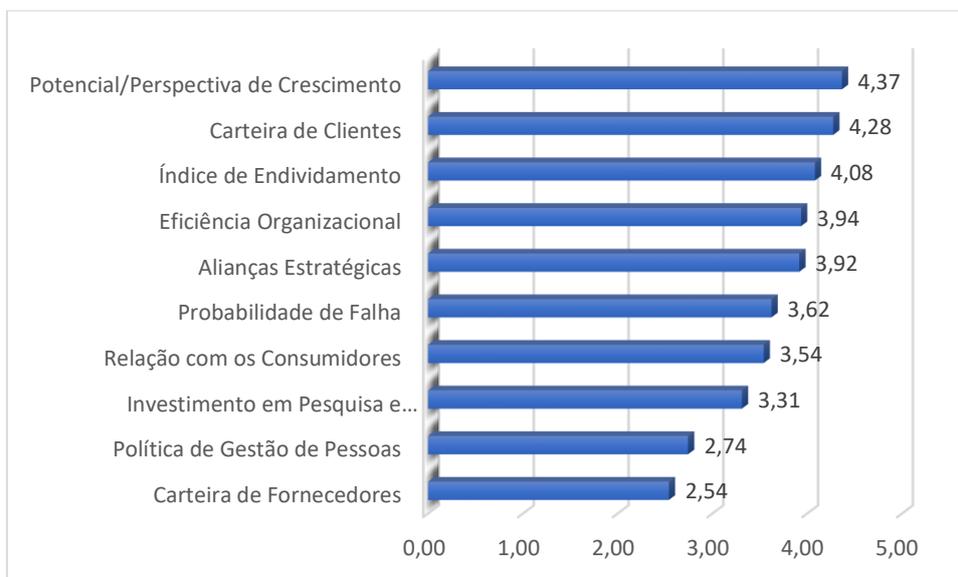
Gráfico 9: Elementos de Operações da Empresa – Empresas Não Financeiras

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Os dados coletados vão ao encontro da afirmação de Eckert *et al.* (2011) de que um dos fatores de maior influência no valor da empresa é a perspectiva de ganhos futuros. Além deste elemento, os participantes da pesquisa também indicaram que a Eficiência Organizacional, o Índice de Endividamento e a formação de Alianças Estratégicas são elementos relevantes para a avaliação de empresas não financeiras.

A Carteira de Clientes e o Relacionamento com os Consumidores se mostraram relevantes para o processo de avaliação de empresas, no entanto, não corroboram a visão de McCarthy e Fader (2018) de que é possível vincular explicitamente o valor da base de clientes de uma empresa à sua avaliação financeira geral.

Complementarmente, o Gráfico 10, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Operações da Empresa que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas financeiras bancárias:

Gráfico 10: Elementos de Operações da Empresa – Empresas Financeiras Bancárias

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

No contexto de empresas financeiras bancárias, os dados sugerem que a carteira de clientes que o banco possui assume uma importância muito mais significativa do que o relacionamento que estes bancos buscam estabelecer com seus consumidores.

Também foram considerados relevantes o Potencial/Perspectiva de Crescimento, o Índice de Endividamento, a Eficiência Organizacional e as Alianças Estratégicas. Já a Carteira de Fornecedores, é o elemento que apresenta menor relevância para a avaliação de empresas financeiras bancárias.

A fim de estabelecer um comparativo entre os principais elementos utilizados no processo de avaliação de instituições financeiras bancárias e de empresas não financeiras, a Tabela 10, a seguir, apresenta o cálculo das medidas descritivas para as respostas observadas em cada elemento de Operações da Empresa:

Tabela 10: Comparativo dos Elementos de Operações da Empresa

Elemento	Empresa	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Amplitude
Eficiência Organizacional	Não Financeiras	4,38	5,00	5,00	0,77	2,00
	Financeiras	3,94	4,00	4,00	1,03	4,00
Carteira de Clientes	Não Financeiras	3,89	4,00	4,00	0,94	3,00
	Financeiras	4,28	5,00	5,00	0,94	3,00
Carteira de Fornecedores	Não Financeiras	3,23	3,00	3,00	0,72	3,00
	Financeiras	2,54	3,00	3,00	1,09	4,00
Relação com os Consumidores	Não Financeiras	4,03	4,00	5,00	0,96	4,00
	Financeiras	3,54	4,00	3,00	1,04	4,00
Probabilidade de Falha	Não Financeiras	3,45	3,00	3,00	0,95	3,00
	Financeiras	3,62	4,00	3,00	1,01	3,00
Política de Gestão de Pessoas	Não Financeiras	2,92	3,00	2,00	0,92	3,00
	Financeiras	2,74	3,00	3,00	0,98	3,00
Investimento em P&D	Não Financeiras	3,48	3,00	3,00	0,69	3,00
	Financeiras	3,31	3,00	3,00	0,91	4,00
Alianças Estratégicas	Não Financeiras	3,86	4,00	4,00	0,63	4,00
	Financeiras	3,92	4,00	4,00	0,68	2,00
Índice de Endividamento	Não Financeiras	4,24	4,00	5,00	0,96	4,00
	Financeiras	4,08	4,00	4,00	0,93	4,00
Potencial de Crescimento	Não Financeiras	4,70	5,00	5,00	0,46	1,00
	Financeiras	4,37	5,00	5,00	0,99	3,00

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

No geral, os elementos considerados mais relevantes e os que foram avaliados como menos relevantes no momento da avaliação são os mesmos, tanto para empresas financeiras, como para empresas não financeiras. Apesar disso, a Eficiência Organizacional, o Índice de Endividamento e o Potencial de Crescimento assumem maior importância na avaliação de empresas não financeiras.

Considerando ainda as empresas não financeiras, cabe destacar que, para o elemento Eficiência Organizacional, não foram atribuídas notas baixas (1 e 2) e, para o elemento Potencial/Perspectiva de Crescimento, apenas foram imputadas notas altas (4 e 5), destacando um elevado grau de concordância entre os respondentes.

A Carteira de Clientes e as Alianças Estratégicas, apesar de serem destaque para todos os tipos de empresas, apresentaram maior relevância na avaliação de empresas financeiras

bancárias do que para as não financeiras. A utilização do elemento Alianças Estratégicas para a avaliação de bancos também apresentou um alto nível de homogeneidade nas respostas coletadas.

Os elementos Política de Gestão de Pessoas e Carteira de Fornecedores foram os que se mostraram pouco relevantes tanto para a avaliação de empresas não financeiras, como para a avaliação de instituições financeiras bancárias. No entanto, para estes dois elementos, a relevância é ainda menor quando se considera a avaliação para bancos.

4.7. Elementos de Ativos Intangíveis

O Gráfico 11, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Ativos Intangíveis que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas não financeiras:

Gráfico 11: Elementos de Ativos Intangíveis – Empresas Não Financeiras



Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Para empresas não financeiras, os elementos considerados mais relevantes pelos analistas foram o Valor da Marca, a Credibilidade da Organização e a Capacidade de Inovação. No entanto, apesar de não se apresentarem elementos com avaliação média ou baixa, o Estilo

de Liderança, o Poder dos Acionistas e a Sucessão da Administração foram os fatores com menor avaliação.

Complementarmente, o Gráfico 12, a seguir, apresenta a média das respostas de cada um dos elementos de Ativos Intangíveis que os analistas consideram mais relevantes quando o processo de avaliação de empresas está sendo realizado para empresas financeiras bancárias:

Gráfico 12: Elementos de Ativos Intangíveis – Empresas Financeiras Bancárias



Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Para as empresas financeiras bancárias, os elementos considerados mais relevantes pelos analistas foram o Índice de Governança, a Credibilidade da Organização, a Capacidade de Inovação e o Capital Humano. Da mesma forma, não se apresentaram elementos com avaliações médias ou baixas. Apesar disso, o Estilo de Liderança e a Sucessão da Administração foram os fatores com menor avaliação.

A fim de estabelecer um comparativo entre os principais elementos utilizados no processo de avaliação de instituições financeiras bancárias e de empresas não financeiras, a Tabela 11, a seguir, apresenta o cálculo das medidas descritivas para as respostas observadas em cada elemento de Ativos Intangíveis:

Tabela 11: Comparativo dos Elementos de Ativos Intangíveis

Elemento	Empresa	Média	Mediana	Moda	Desvio Padrão	Amplitude
Poder dos Acionistas	Não Financeiras	3,75	4,00	4,00	0,66	2,00
	Financeiras	3,91	4,00	4,00	0,77	3,00
Credibilidade da Organização	Não Financeiras	4,31	5,00	5,00	0,86	3,00
	Financeiras	4,26	5,00	5,00	1,09	3,00
Qualidade da Gestão	Não Financeiras	3,98	4,00	4,00	0,76	2,00
	Financeiras	3,92	4,00	4,00	0,66	3,00
Sucessão da Administração	Não Financeiras	3,77	4,00	4,00	0,88	3,00
	Financeiras	3,65	4,00	4,00	0,95	3,00
Valor da Marca	Não Financeiras	4,36	5,00	5,00	0,80	3,00
	Financeiras	3,97	4,00	4,00	1,16	4,00
Capital Humano / Intelectual	Não Financeiras	3,84	4,00	4,00	0,76	2,00
	Financeiras	4,06	4,00	4,00	0,61	2,00
Índice de Governança	Não Financeiras	3,84	4,00	4,00	0,88	3,00
	Financeiras	4,45	5,00	5,00	0,82	3,00
Estilo de Liderança	Não Financeiras	3,45	4,00	3,00	1,15	4,00
	Financeiras	3,39	3,00	3,00	1,09	4,00
Capacidade de Inovação	Não Financeiras	4,08	4,00	4,00	0,81	3,00
	Financeiras	4,08	4,00	4,00	0,63	3,00

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

De maneira geral, todos os elementos da categoria de Ativos Intangíveis foram classificados com um grau de relevância elevado. Os que mais se destacam são o Valor da Marca para empresas não financeiras, e o Índice de Governança para empresas financeiras. O primeiro é apontado por diversos autores como um dos principais ativos intangíveis que uma organização pode possuir. No entanto, o Índice de Governança, apesar de os dados apresentados sugerirem uma elevada relevância para o mercado, ainda se encontra pouco explorado pela literatura sobre avaliação de empresas.

Já os elementos relacionados aos líderes das organizações (Estilo de Liderança e Sucessão da Administração), embora abordados de forma abrangente por diversos autores citados no Referencial Teórico desta pesquisa, foram os fatores considerados menos relevantes pelos respondentes para a avaliação de empresas na prática.

O Capital Humano, apesar de não ter recebido nenhuma nota baixa (1 e 2), não foi considerado, em média, como o elemento mais relevante para nenhum tipo de empresa. Ainda

assim, é possível observar sua elevada relevância no processo de avaliação de empresas, o que explica a visão de Vargas *et al.* (2008) de que o capital humano é fundamental para a existência dos demais componentes dos intangíveis, bem como para a integração e sinergia entre eles.

Outros fatores que também apresentaram baixa amplitude, isto é, um alto nível de concordância entre os respondentes, foram a Qualidade da Gestão e o Poder dos Acionistas, principalmente no que se refere a empresas não financeiras. Desta forma, é possível afirmar que nenhum respondente da amostra considera estes fatores pouco relevantes para o processo de avaliação de empresas.

O elemento Capacidade de Inovação foi classificado, em média, como igualmente relevante tanto para a avaliação de empresas não financeiras, como para as financeiras bancárias. Este fator reflete a atual conjuntura econômica em que as empresas estão buscando cada vez mais novas formas de inovação.

4.8. Principais Elementos

Até o presente momento, os 42 elementos identificados através do levantamento teórico realizado no Capítulo 2 desta pesquisa foram apresentados dentro das categorias propostas para cada um deles. Isto se deu como forma de facilitar o estudo e tornar as informações mais simples e claras para os respondentes.

No entanto, quando realizamos a análise geral dos dados coletados, é possível identificar quais são de fato os fatores mais observados pelos analistas no momento de realizar uma avaliação de empresas na prática. Também pôde-se verificar quais são os elementos gerais menos utilizados neste processo, independente de sua classificação dentro de sua respectiva categoria.

Diante disso, a Tabela 12, a seguir, apresenta um resumo dos 10 elementos, entre todas as categorias, que receberam as maiores notas médias tanto para empresas não financeiras, como para empresas financeiras bancárias:

Tabela 12: Elementos com melhor classificação

	Empresas Não Financeiras		Empresas Financeiras Bancárias	
	Elemento	Nota	Elemento	Nota
1º lugar	Potencial de Crescimento	4,70	Índice de Governança	4,45
2º lugar	Eficiência Organizacional	4,38	Contexto Econômico	4,39
3º lugar	Valor da Marca	4,36	Estratégia Corporativa	4,38
4º lugar	Valor da Empresa / EBITDA	4,36	Potencial de Crescimento	4,37
5º lugar	Análise do Setor	4,34	Carteira de Clientes	4,28
6º lugar	Credibilidade da Organização	4,31	Credibilidade da Organização	4,26
7º lugar	Estratégia Corporativa	4,30	Capacidade de Inovação	4,08
8º lugar	Índice de Endividamento	4,24	Índice de Endividamento	4,08
9º lugar	Capacidade de Inovação	4,08	Capital Humano	4,06
10º lugar	Fluxo de Caixa para a Empresa	4,04	Fluxo de Caixa p/ o Acionista	4,00

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Já a Tabela 13, a seguir, apresenta um resumo dos 10 elementos, entre todas as categorias, que receberam as menores notas médias tanto para empresas não financeiras, como para empresas financeiras bancárias:

Tabela 13: Elementos com pior classificação

	Empresas Não Financeiras		Empresas Financeiras Bancárias	
	Elemento	Nota	Elemento	Nota
33º lugar	Carteira de Fornecedores	3,23	Taxa de Crescimento (g)	3,46
34º lugar	Custo do Capital Próprio	3,20	Beta	3,46
35º lugar	Dividendos Esperados	3,17	Estilo de Liderança	3,39
36º lugar	Liquidez das Ações	3,17	Dividendos Esperados	3,39
37º lugar	Fluxo de Caixa p/ o Acionista	3,12	Investimento em P&D	3,31
38º lugar	Beta	3,04	Custo Médio do Capital	3,30
39º lugar	Política de Gestão de Pessoas	2,92	Dividendos Atuais	3,26
40º lugar	Dividendos Atuais	2,72	Inflação	2,94
41º lugar	Tempo de Existência da Emp.	2,63	Política de Gestão de Pessoas	2,74
42º lugar	Inflação	2,61	Carteira de Fornecedores	2,54

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

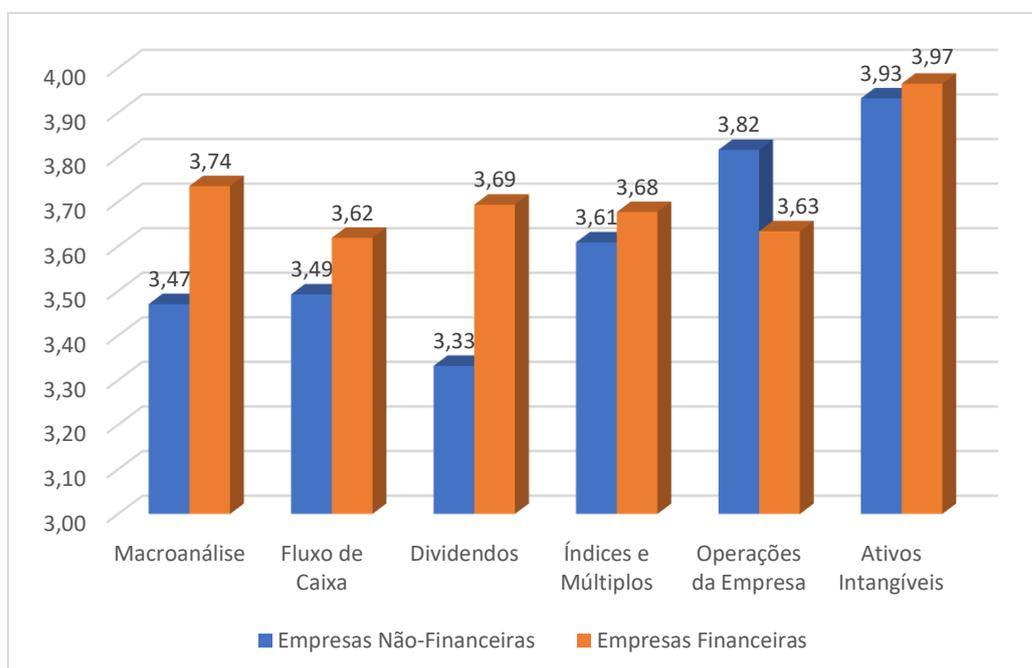
Os dados coletados sugerem que estes são os elementos considerados mais e menos relevantes pelos analistas para realizar um processo de avaliação de empresas. Por se tratar de uma metodologia bastante complexa, dificilmente algum destes elementos será desconsiderado completamente, visto que, a avaliação de empresas é realizada baseada em um conjunto de fatores. Entretanto, através destas tabelas, pode-se identificar quais fatores possuem um peso maior na análise e quais são os menos verificados.

Além disso, apesar de existirem pontos de concordância entre os elementos considerados mais e menos relevantes para empresas não financeiras e para instituições financeiras bancárias, também é possível verificar diversas divergências nos dados, principalmente no que se refere aos principais elementos considerados para estes setores econômicos.

4.9. Categorias

O Gráfico 13, a seguir, apresenta as médias de todas as respostas para elementos de uma mesma categoria, comparando entre avaliações realizadas para empresas não financeiras e para empresas financeiras bancárias:

Gráfico 13: Média por categoria



Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

A partir dos dados, é possível verificar que os elementos das categorias Macroanálise e Dividendos são muito mais utilizados pelos analistas quando estes estão realizando a avaliação de uma empresa financeira. Já os elementos da categoria Operações da Empresa são considerados mais relevantes pelos respondentes quando a avaliação é feita para uma empresa não financeira.

Os elementos da categoria Ativos Intangíveis foram os que receberam maiores notas no geral. Ou seja, as respostas obtidas levam a inferir que, nesta categoria, encontram-se os elementos mais relevantes a serem observados no processo de avaliação de empresas.

No entanto, quando solicitado aos respondentes que classificassem as categorias do estudo de acordo com a ordem que eles consideram mais relevantes, o resultado obtido foi o que se apresenta da Quadro 12, a seguir:

Quadro 12: Ordem de relevância das categorias

1º lugar	Fluxo de Caixa
2º lugar	Índices e Múltiplos
3º lugar	Operações da Empresa
4º lugar	Macroanálise
5º lugar	Intangíveis
6º lugar	Dividendos

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Portanto, pode-se observar que há uma contradição entre a avaliação efetuada para os elementos individualmente e as categorias consideradas mais relevantes. Apesar de os elementos da categoria Ativos Intangíveis serem mais bem avaliados quando analisados individualmente, esta categoria ficou em 5º lugar na ordem de relevância geral. Já a categoria Fluxo de Caixa, considerada como categoria a mais importante, obteve a segunda pior média na análise dos elementos.

Esta discrepância pode ser explicada pela forma como a avaliação de empresas é realizada na prática, visto que, não há um modelo de avaliação de empresas que calcule o valor dos ativos intangíveis.

Na pergunta 17 foi questionado quais modelos que os respondentes frequentemente utilizam para realizar o processo de avaliação de empresas. Quase 80% dos respondentes alegaram que utilizam o Fluxo de Caixa Descontado, e mais de 53% disseram que usam a Avaliação por Múltiplos. Para o Desconto de Dividendos e a Avaliação por Opções Reais, a porcentagem foi, respectivamente, 4,6% e 7,3%.

Além da pouca utilização prática do modelo de Desconto de Dividendos, tanto a categoria Dividendos, como as respostas médias dos elementos pertencentes a esta categoria, receberam as piores avaliações no que se refere à relevância na sua utilização para o processo de avaliação de empresas. Apesar deste modelo ser um dos mais estudados pelos autores da área, é possível que sua pouca utilização possa ser explicada pela teoria denominada Conflito de Agência.

Mendes (2001, p. 15) define esta teoria como a “análise das relações entre participantes de sistemas em que a propriedade e o controle de capital são destinados a figuras distintas, dando espaço à formação de conflitos resultantes da existência de interesses diferenciados entre os indivíduos”.

No Brasil, a alta concentração da propriedade, posse de ações e do controle, tomada de decisão das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência neste país se dê entre acionistas controladores e acionistas minoritários, e nem tanto entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada (SILVEIRA, 2005).

A fim de minimizar os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários, as empresas podem aumentar o pagamento de dividendos, pois ao pagar dividendos, os gestores retornam os lucros da empresa aos acionistas e não são capazes de usar esses recursos em benefício próprio (LA PORTA *et al.*, 2000). No entanto, uma pesquisa realizada por Brito, Lima e Silva (2009) demonstra que mesmo a legislação tributária brasileira influenciando positivamente a política de dividendos das empresas, os controladores retêm a maior parcela dos lucros, e gerenciam o resultado de forma a minimizar o lucro e, conseqüentemente, a parcela obrigatória de distribuição de dividendos.

Oliveira (2007) concorda ao afirmar que as manipulações contábeis para forjar resultados, com o objetivo de aumentar os bônus pagos aos gestores ou esconder resultados negativos, são fatores importantes para os conflitos de agência no Brasil. Desta forma, a utilização do Modelo de Desconto de Dividendos para realizar avaliação de empresas no Brasil torna-se menos confiável.

4.10. Fatores de Influência

Martelanc, Pasin e Pereira (2010) defendem que, apesar dos modelos de avaliação serem essencialmente quantitativos, o processo de avaliação contempla muitos aspectos subjetivos. Para Müller e Teló (2003), além dos métodos variarem muito entre si, frequentemente estes envolvem a utilização de ajustes arbitrários baseados em evidências empíricas limitadas e no instinto.

Conforme discutido no item 2.8. desta pesquisa, diversos fatores podem influenciar no processo de avaliação de empresas, fazendo com que se eleve seu grau de subjetividade. Quando solicitado aos respondentes que estes identificassem quais destes fatores interferem em suas análises, foram obtidos os dados constantes na Tabela 14, a seguir:

Tabela 14: Fatores de Subjetividade

Fator de Subjetividade	Respondentes que marcaram a opção
Contexto Político em que a avaliação é feita	52,29%
Familiaridade com o modelo a ser utilizado	38,53%
Política da empresa em que trabalho	36,70%
Contexto Social em que a avaliação é feita	22,94%
Preferência do cliente	19,27%
Nenhum	8,26%

Fonte: elaborado pela autora baseado nos dados da pesquisa.

Portanto, a pesquisa realizada confirma as alegações teóricas de que as avaliações de empresas são fortemente afetadas por fatores subjetivos. Além dos fatores de subjetividade apresentados na Tabela 14, os respondentes citaram a quantidade e a qualidade das informações

disponíveis sobre a empresa que está sendo analisando como um fator que influencia em sua análise.

Também foi verificado junto aos participantes da pesquisa se eles utilizam a Análise Grafista quando estão avaliando uma empresa. A maior parte dos participantes (67%) respondeu que não utiliza. Entre os que aplicam a análise grafista, o fazem de maneira complementar, para verificar tendências de mercado.

No entanto, por estas questões não contemplarem o objetivo principal deste estudo, não foram abordadas de forma profunda, servindo apenas como referência para poder elucidar melhor como a avaliação de empresas ocorre na prática.

Apesar disso, através do exposto neste capítulo é possível estabelecer conclusões relevantes a respeito de quais são os principais elementos de avaliações de empresas que os analistas observam quando estão realizando este processo na prática. Além disso, puderam ser verificadas as diferenças para análise de empresas financeiras e não financeiras. Estas conclusões, bem como o atingimento ou não dos objetivos do estudo, serão explorados no capítulo que segue.

5. CONCLUSÃO

Conforme exposto no Capítulo 1, o presente estudo foi norteado pela seguinte pergunta de pesquisa: Quais os principais elementos que são verificados pelos analistas responsáveis por realizar avaliação de empresas no que se refere a instituições financeiras bancárias e empresas não financeiras?

Para respondê-la, estabeleceu-se como objetivo geral da pesquisa analisar quais os principais elementos que são verificados pelos analistas responsáveis por realizar avaliação de empresas no que se refere a instituições financeiras bancárias e empresas não financeiras. O atendimento deste objetivo geral foi possível a partir do estabelecimento de objetivos específicos, os quais foram sendo atingidos nas etapas percorridas no estudo, conforme explicitado nos parágrafos que seguem.

O primeiro objetivo específico era verificar, na literatura acadêmica, quais os elementos de avaliação de empresas são relacionados pelos principais autores como observáveis e, então, categorizá-los. Isto é, buscou-se averiguar quais fatores estão sugeridos na literatura que devem ser observados pelos analistas de avaliação de empresas quando estes vão realizar o processo na prática. Estes elementos foram levantados a partir de dados secundários, através de livros, publicações e artigos acadêmicos. Este processo possibilitou o atingimento do primeiro objetivo específico.

Nesta etapa, foram identificados 42 elementos que os principais autores do tema relacionam que devem ser verificados no momento de realizar a avaliação de uma empresa na prática. Estes elementos foram divididos em seis categorias distintas: Macroanálise, Fluxo de Caixa, Dividendos, Índices e Múltiplos, Operações da Empresa e Ativos Intangíveis. Esta categorização foi apresentada no Capítulo 2 do presente estudo, discriminando qual elemento foi classificado em cada uma delas.

Após este levantamento, buscou-se o atingimento dos objetivos específicos 2 e 3: analisar quais destes elementos são mais utilizados pelos analistas de avaliação de empresas para análise de instituições financeiras bancárias; e analisar quais destes elementos são mais

utilizados pelos analistas de avaliação de empresas para análise de empresas não financeiras, não havendo distinção de setores entre estas últimas.

Buscando atingir estes objetivos, foi realizado um levantamento (*survey*) com 109 analistas que trabalham com avaliação de empresas. Estes analistas foram convidados a avaliar os 42 elementos identificados na literatura, em uma escala de Likert de 1 a 5. Cada elemento foi classificado duas vezes pelos respondentes, uma delas considerando quando a avaliação de empresas é realizada para empresas não financeiras, e na outra presumindo um cenário de avaliação para empresas financeiras bancárias.

Nesta etapa, foram atingidos os objetivos específicos 2 e 3. Além disso, com a diferenciação elencada na pesquisa, foi possível o atingimento do quarto objetivo específico do estudo, o qual buscava avaliar criticamente e estabelecer um comparativo entre os principais elementos utilizados no processo de avaliação de instituições financeiras bancárias e de empresas não financeiras.

Segundo Damodaran (2009), os princípios básicos da avaliação se aplicam tanto para as empresas de serviços financeiros quanto para as demais empresas. Entretanto, conforme exposto anteriormente, alguns aspectos relacionados às empresas do setor bancário podem afetar a forma como estas são avaliadas. Isto é, para realizar a avaliação de uma empresa financeira bancária, alguns fatores distintos devem ser levados em conta em comparação à avaliação de empresas não financeiras.

A partir da análise dos resultados obtidos com a coleta de dados, identificou-se que os elementos mais observados pelos analistas quando estes estão realizando a avaliação de empresas não financeiras são: potencial de crescimento, eficiência organizacional e valor da marca. Já os elementos menos observados são: dividendos atuais, tempo de existência da empresa e inflação.

O fato de o elemento “tempo de existência da empresa” ser classificado como um dos menos relevantes para empresas não financeiras pode ser explicado pelas modificações observadas no mercado nos últimos anos. Diversas novas organizações surgiram, principalmente no ramo da tecnologia, e alcançaram um valor de mercado expressivo em um

curto período de existência. Atualmente, esse fenômeno pode ser observado com ainda mais clareza através da expansão e consolidação das chamadas “*start ups*”. Como forma de averiguar as hipóteses aqui levantadas, sugere-se um estudo semelhante utilizando estes dois segmentos da economia.

Alternativamente, para empresas financeiras bancárias, os elementos que foram considerados mais relevantes são: índice de governança, contexto econômico e estratégia corporativa. Por outro lado, os elementos que os analistas classificaram como menos importantes no processo de avaliar empresas financeiras bancárias são: inflação, política de gestão de pessoas e carteira de fornecedores.

Considerando que os elementos de cada categoria foram avaliados comparativamente e foram identificados pontos de concordância entre os respondentes, pode-se concluir que, com a pesquisa realizada, foi possível responder ao problema de pesquisa apresentado e atingir os objetivos geral e específicos propostos.

Desta forma, é possível verificar que, através deste estudo, foram percebidas peculiaridades existentes para quando a avaliação de empresas é feita buscando-se avaliar instituições financeiras bancárias, e para quando esta avaliação é realizada para os demais setores da economia, assim como seus pontos de convergência.

No entanto, devido à limitação de tempo, não foram explorados os motivos pelos quais os participantes consideram determinados elementos como mais ou menos relevantes. Estes elementos apenas foram apresentados aos respondentes solicitando que lhes fosse atribuída uma nota que refletisse sua relevância para o processo de avaliação de empresas. A partir destas respostas, foi realizada uma análise estatística para determinar a ordem de relevância, sem considerar, porém, a fundamentação que justifica estas escolhas.

Para Deev (2011), a metodologia de avaliação de empresas bancárias é significativamente difícil e insuficientemente estudada. Uma variedade de técnicas de avaliação é empregada na prática, no entanto, não existe um método único que claramente domine os outros. Portanto, não há um consenso sobre a melhor metodologia a ser utilizada.

Diante disso, sugere-se para pesquisas futuras realizar um estudo que explore em profundidade quais as motivações existentes para que determinados elementos sejam selecionados, em detrimento dos demais, assim como as hipóteses aqui levantadas. Complementarmente a esta pesquisa, esta verificação ocorreria tanto considerando a avaliação de uma empresa não financeira, como também quando se realiza a avaliação de uma empresa financeira bancária.

Além disso, segundo Damodaran (2012), é um mito acreditar que uma avaliação bem pesquisada e realizada será eterna. Diante disso, o aprofundamento deste estudo permitiria verificar o grau de influência que os contextos social, político e econômico exercem sobre a análise.

Isto se dá pois, através deste estudo, foi possível verificar que os analistas reconhecem o elevado grau de subjetividade que encontra-se relacionado ao processo de avaliação de empresas. De acordo com Assaf Neto (2014), apesar de existirem diversos métodos de avaliação de empresas, em todos eles se encontram certos pressupostos e níveis variados de subjetividade.

Esta subjetividade pode ocorrer tanto pelo fato de que os resultados esperados são obtidos a partir do comportamento do mercado e influenciam nas premissas, como também por outros fatores externos que afetam diretamente o trabalho a ser realizado pelo analista. A partir desta pesquisa, pode-se ratificar que esta subjetividade é assentida, ocorrendo em suas mais diversas formas.

Adicionalmente, Damodaran (2007) alega que é raro iniciar a avaliação de determinada empresa a partir do zero. Algumas opiniões sobre a empresa já são formadas antes do início da análise e o viés se estende por quando se inicia o processo de coleta de informações sobre a empresa. Além disso, para a maioria das empresas de grande porte, como são os principais bancos brasileiros, é fácil acessar a maneira como os outros analistas avaliam aquelas organizações, o que pode influenciar também no processo a ser realizado, devido ao viés para seguir o senso comum.

A partir deste estudo, também foi possível verificar que os elementos das categorias de Macroanálise e Dividendos são mais utilizados para análise de empresas financeiras bancárias do que para as não financeiras. Já os elementos que se referem às Operações das Empresas tornam-se mais relevantes quando a avaliação é realizada para empresas não bancárias em comparação à análise de empresas financeiras.

Apesar disso, em média, os elementos da categoria Ativos Intangíveis foram os que se mostraram os mais importantes entre todos para realizar a avaliação de empresas dos diversos setores. No entanto, foi possível verificar que os analistas não reconhecem esta relevância, visto que, quando foi solicitado que classificassem as categorias apresentadas, os Ativos Intangíveis ficaram no penúltimo lugar. Apenas é possível verificar sua relevância quando se observam os elementos individualmente.

Nesta classificação das categorias, é possível observar ainda que aquelas que foram mais bem classificadas pelos respondentes se assemelham aos modelos de avaliação de empresas mais presentes na literatura e que, são frequentemente utilizados na prática para realizar o processo. No entanto, não necessariamente refletem a classificação individual dos elementos em si.

Para a categoria dos Dividendos, observou-se tanto uma má classificação dos elementos, como também os analistas alegaram não utilizar com frequência este modelo. Supõe-se que esta subutilização do modelo de Desconto de Dividendos seja decorrente do Conflito de Agência existente no Brasil: as organizações brasileiras apresentam forte concentração de capital, com ausência quase total de empresas com estrutura pulverizada, fazendo com que o principal conflito de agência no Brasil se dê entre acionistas controladores e minoritários (SILVEIRA, 2005).

Isto faz com que a política de distribuição de dividendos deixe de ser uma decisão estratégica, considerando a perpetuidade da organização e buscando a criação de valor para a mesma, e passe a ser tomada a partir dos interesses individuais de uma minoria que possui o controle acionário. Diante disso, sugerem-se estudos que analisem em profundidade se a baixa utilização dos Dividendos para realizar avaliação de empresas no Brasil é justificada por esta característica das empresas brasileiras.

Considerando que neste estudo buscava-se verificar as especificidades deste setor específico da economia, o setor bancário, todos os demais setores foram classificados como um único: empresas não financeiras. No entanto, é possível que também existam diferenciações na análise de outros setores específicos.

Diante disso, também sugere-se como pesquisa futura que este mesmo estudo seja replicado, no entanto, buscando verificar peculiaridades existentes em outros setores da economia. A análise para cada um dos setores permitiria ampliar ainda mais o conhecimento sobre o tema, bem como identificar fatores prevaletentes.

Com o presente estudo, não se buscava esgotar as possibilidades sobre o tema, assim como, a partir dele, não é possível extrair resultados incontestáveis sobre a avaliação de empresas. Apesar disso, através desta pesquisa é possível concluir que existem diferenças significantes entre as avaliações de empresas realizadas para empresas não financeiras e para empresas financeiras bancárias.

Além disso, foi constatado que os elementos verificados pelos analistas no momento em que efetivamente realizam a avaliação de uma empresa, nem sempre são condizentes com o que determina a literatura sobre o tema, principalmente dentro da relevância que os respondentes estabeleceram para cada um destes elementos. Desta forma, percebe-se que, apesar das contribuições aqui contidas, ainda há muito para avançar no tema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMS, M.; RUDOLF, M. *A new approach to the valuation of banks*. 2010. Disponível em: http://www.whu.edu/cms/fileadmin/redaktion/LSFinanzen/publications/rudolf/articles/Adams_Rudolf_2010_08.pdf. Acesso em: 07 ago. 2018.

ALMEIDA, D. M.; STRAIOTO, D. M. G. T. Avaliação de empresas: como determinar o valor de uma empresa utilizando o método do fluxo de caixa descontado. **RBC: Revista Brasileira de Contabilidade**, v. 31, n. 135, p. 22-33, maio-junho 2002.

ALRECK, P. L.; SETTLE, R. B. *The survey research handbook*. 3ª ed. MacGraw-Hill Higher Education, 2004.

ARGYRIS, C. *The impact of budgets on people*. **Controllership Foundation**. New York, 1952.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp>. Acesso em: 8 nov. 2017.

BASTARDO, C. M. C.; GOMES, A. H. F. R.. **Fusões e aquisições (M&A): uma abordagem de avaliação de empresas**. 4ª ed. Lisboa: Texto Editora, 1996.

BERGERON, C. *Dividend growth, stock valuation, and long-run risk*. **Journal of Economics and Finance**, v. 37, p. 547-559, 2013.

BERTO, R. M. V. S.; NAKANO, D. N. A produção científica nos anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção: um levantamento de métodos e tipos de pesquisa. **Revista Produção**, v. 9, n. 2, 2000.

BICKMAN, L.; ROG, D. J. *Handbook of applied social research methods*. Thousand Oaks: Sage, 1997.

BINDER, C. *Valuing professional service firms*. **The CPA Journal**, p. 18, dezembro 2017.

BLATTBERG, R. C.; DEIGHTON, J. *Manage marketing by the customer equity test*. **Harvard Business Review**, v. 74, n. 4, julho-agosto 1996.

BM&F BOVESPA. **Índice IBOVESPA**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carreira.htm. Acesso em: 10 fev. 2019.

BRACH, M. A. *Real options in practice*. New Jersey: Jonh Wiley & Sons, 2003.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C., MARCUS, A. J. *Fundamentals of corporate finance*. 3ª ed. McGraw Hill Irwin, 2001.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R.; SILVA, J. C. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de característica das firmas? **Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 62-81, 2009.

BROOKFIELD, D. *Risk and capital budgeting: avoiding the pitfalls in using NPV when risk arises*. **Management Decision**, v. 33, n. 8, p. 56-59, 1995.

CAMPOS, R. *et al*. Valor justo da Tractebel Energia: uma avaliação a partir dos principais modelos de precificação de ativos. **Revista de Ciências da Administração**, v. 12, n. 26, p. 11-47, janeiro-abril 2010.

CASTRO, A. L. **Avaliação de investimento de capital em projetos de geração termo elétrica no setor elétrico brasileiro usando teoria das opções reais**. 2000. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2000.

CHANDLER, A. *The visible hand: managerial revolution in American business*. **Harvard University Press**. Boston, 1977.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 10ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

CORNELL, B. **Corporate valuate tools for effective appraisal and decision making**. New York: Mc Graw Hill Co., 1994.

COSTA, L. G. T. A.; COSTA, L. R. T. A.; ALVIM, M. A. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. São Paulo: Atlas, 2010.

COSTA JUNIOR, N. C. A. **Métodos de avaliação de empresas**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

CURY, A. Lucro somado de 4 bancos brasileiros é maior que o PIB de 83 países. **G1 Economia**, São Paulo, 13 fev. 2014. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/02/lucro-somado-de-4-bancos-brasileiros-e-maior-que-o-pib-de-83-paises.html>. Acesso em: 8 nov. 2017.

DAMODARAN, A. **A face oculta da avaliação: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia**. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson, 2007.

DAMODARAN, A. *Valuing financial service firms*. New York University: 2009.

DAMODARAN, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3ª ed. Wiley Finance Series, 2012.

DANIELSON, M. G.; HECK, J. L. *The perpetual growth model and the cost of computational efficiency: rounding errors or wild distortions?* **Financial Services Review**, v. 23, p. 189-206, 2014.

DAVENPORT, T.; PRUSAK, L. *Working knowledge*. Boston: Harvard Business School Press, 1998.

DEEV, O. *Methods of bank valuation: a critical overview*. **Financial Assets and Investing**, n. 3, p. 33-44, 2011.

DUTRA, J. S. **Gestão de pessoas: modelo, processos, tendências e perspectivas**. São Paulo: Atlas, 2002.

ECKERT, A. *et al.* Métodos de avaliação do valor das empresas: proposição de aplicação em uma empresa prestadora de serviços contábeis. **Scientia Plena**, v. 7, n. 11, p. 1-14, 2011.

EDVINSSON, L.; MALONE, M. S. **Capital intelectual**. São Paulo: Makron Books, 1998.

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Atlas, 1995.

FARINHA, J. B. R. B. Avaliação de empresas: uma introdução. **Revista de Contabilidade e Comércio**, p. 15-60, 1993.

FERNANDES, L. A. Proposição de um modelo de avaliação de empresas do setor de alimentos no Brasil. 2008. 284f. Tese (Doutorado), Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

FERNÁNDEZ, P. *Company valuation methods: the most common errors in valuation*. PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance. Madrid: IESE Business School, 2001.

FERNÁNDEZ, P. *Valoración de empresas: cómo medir e gestionar la creación de valor*. Barcelona: Gestión 2000, 2005.

FLICK, U. **Introdução à metodologia de pesquisa: um guia para iniciantes**. Porto Alegre: Penso, 2012.

FORZA, C. *Survey research in operations management: a process-based perspective*. **International Journal of Operations & Production Management**, v. 22, n. 2, p. 152-194, 2002.

GHOSHAL, S.; BARTLET, C. **The individualized Corporation**. New York: Harper, 1997.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10ª ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GUIMARÃES, P. R. B. **Métodos quantitativos estatísticos**. Curitiba: IESDE Brasil S.A., 2008.

HAMEL, G.; DOZ, Y. L. **A vantagem das alianças: a arte de criar valor através de parcerias**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

HARBISON, J. R.; PEKAR, P. **Alianças estratégicas: quando a parceria é a alma do negócio e o caminho para o sucesso**. São Paulo: Futura, 1999.

HAYNES, R.; ABERNATHY, W. *Managing our way to economic decline*. **Harvard Business Review**, p. 67-77, julho-agosto 1980.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLANDA, F. M. A. *et al.* Avaliação de empresas: uma abordagem das diversas metodologias. **Revista Ciências Administrativas**, v. 13, n. 1, p. 100-109, agosto 2007.

HORVÁTOVÁ, E. *Method of banks valuation*. **Economic Analysis**, v. 43, n. 1-2, p. 50-60, 2010.

IMAM, S.; BARKER, R.; CLUBB, C. *The use of valuation models by UK investment analysts*. **European Accounting Review**, v. 17, n. 3, p. 503-535, 2008.

IUDÍCIBUS, S. Conhecimento, ciência, metodologias científicas e contabilidade. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, v. 27, n. 110, março-abril 1998.

JAN, C. L.; OU, J. A. *Negative-book-value firms and their valuation*. **Accounting Horizons**, v. 26, n. 1, p. 91-110, março 2012.

JOHNSON, H. T.; KAPLAN, R. S. **Contabilidade gerencial: a restauração da relevância da contabilidade nas empresas**. Rio de Janeiro: Campus, 1993.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **Organização orientada para estratégia: como as empresas que adotam o *Balanced Scorecard* prosperam no novo ambiente de negócios**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

KERZNER, H. **Project management 2.0**. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2015.

KIM, M.; RITTER, J. R. *Valuing IPOs*. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 409-437, 1999.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 5ª ed. New York: John Wiley & Sons, 2010.

LA PORTA, R. *et al.* *Agency problems and dividend policy around the world*. **The Journal of Finance**, v. 55, p. 1-33, 2000.

LEISTER, F. *Valuation methods for banks: na empirical comparison of intrinsic valuation methods for banks*. 2014. 77 f. Bachelor Thesis – IUBH School of Business and Management, Germany, 2014.

LEMME, C. F. Revisão dos modelos de avaliação de empresas e suas aplicações nas práticas de mercado. **Revista de Administração**, v. 36, n. 2, p. 117-124, abril-junho 2001.

LEV, B. *Intangibles: management, measurement and reporting*. Washington: Brookings Institution Press, 2001.

LIN, C.; HUANG, C. *Measuring competitive advantage with an asset-light valuation model*. **African Journal of Business Management**, v. 5, n. 13, p. 5100-5108, 2011.

LOPES, R. D.; GALDINO, F. C. Modelos de avaliação de empresas: aspectos teóricos. **Administração de Empresas em Revista**, v. 15, n. 16, p. 24-37, 2016.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing**. São Paulo: Bookman, 2004.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTELANC, R. *et al.* **Utilização de metodologias de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil**. In: VIII SEMEAD, São Paulo, 2005.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões, aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson, 2010.

MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. 1972. 109 f. Tese (Doutoramento) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1972.

MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MATANO, T.; YAMAMOTO, E. *Why intellectual assets management is crucial*. **Managing Intellectual Property**, n. 172, p. 99-100, 2007.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MCCARTHY, D. M.; FADER, P. S. *Customer-based corporate valuation for publicly traded noncontractual firms*. **Journal of Marketing Research**, v. 55, n. 5, p. 617-635, 2018.

MEIRELLES, J.; REBELATTO, D.; MATIAS, A. **A teoria de opções e sua aplicação na avaliação de investimentos**. In: VI SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP – SEMEAD, São Paulo, 2003.

MENDES, A. P. S. **Teoria da Agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica Universidade-Empresa**. 2001. 260f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2001.

MIYAZAKI, E. T. **Valuation aplicado ao setor bancário: definição de um modelo de avaliação de bancos**. 2009. 79 f. Monografia (Graduação em Administração) – Universidade de Brasília, Brasília, 2009.

MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. **Revista da FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, maio-dezembro 2003.

NEIVA, R. A. **Valor de mercado da empresa**. São Paulo: Atlas, 1999.

NEVES, J. **Análise e relato financeiro: uma visão integrada de gestão**. 5ª ed. Lisboa: Texto Editora, 2012.

NIELSEN, F. A. G.; OLIVO, R. L. F.; MORILHAS, L. J. **Guia prático para elaboração de monografias, dissertações e teses em administração**. São Paulo: Saraiva, 2017.

NOGUEIRA, A. A. **Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor têxtil**. 1999. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

OLIVEIRA, A. B. S. **Contribuição à formulação de um modelo decisório para intangíveis por atividade: uma abordagem de gestão econômica**. 1999. 177 f. Tese (Doutoramento) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

OLIVEIRA, M. **Conflito de agência**. 23 abr. 2007. Disponível em: <http://governancacorporativa.blogspot.com/2007/04/conflito-de-agncia.html>. Acesso em: 10 jul. 2019.

PAIVA, S. B. Capital intelectual: um novo paradigma para a gestão dos negócios. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 16., 2000, Goiânia, **Anais...** Goiânia: CFC, 2000.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, p. 101 – 112, 2004.

PEREZ, M. M.; MARTINS, R. C. S. Decifrando a geração de valor ao acionista. In: ENCONTRO ANPAD, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 2005.

PINSONNEAULT, A.; KRAEMER, K. L. *Survey research methodology in management information systems: an assessment*. **Journal of Management Information Systems**, v. 10, n. 2, p. 75-106, 1993.

POLIT, D. F.; BECK, C. T.; HUNGLER, B. P. **Fundamentos de pesquisa em enfermagem: métodos, avaliação e utilização**. Tradução de Ana Thorell. 5ª ed. Porto Alegre: Artmed, 2004.

PORTER, M. E. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

PÓVOA, A. **Valuation: como precificar ações**. 2ª ed. São Paulo: Globo, 2007.

REIS, E. P.; ARMOND, A. C. **Empreendedorismo**. Curitiba: IESDE Brasil S.A., 2012.

REZENDE, Y. Informação para negócios: os novos agentes do conhecimento e a gestão do capital intelectual. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 8, n. 1, janeiro-março 2001.

RIBEIRO, J. **Modelo de identificação de grupos estratégicos para a indústria metalomecânica de produção, por encomenda, de bens de equipamento**. Lisboa: ISCTE, 2003.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

RIDGWAY, V. *Dysfunctional consequences of performance measurements*. **Administrative Science Quarterly**, v. 1, n. 2, p. 240-247, 1956.

RODRIGUES, J. **Criação de valor: um imperativo da gestão**. Setúbal: ESCE, 2000.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2008.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1998.

RUDIO, F. V. **Introdução ao projeto de pesquisa científica**. Petrópolis: Vozes, 2007.

SÁ, A. L. de. Ativo intangível e potencialidades dos capitais. **Revista de Contabilidade**, São Paulo, n. 13, setembro 2000.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, M. P. B. **Metodologia de pesquisa**. 5ª ed. Porto Alegre: Penso, 2013.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. **Valuation: guia fundamental**. São Paulo: Atlas, 2014.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SIMONASSI, A. G.; GONÇALVES, E. D. L. **Avaliação de empresas**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2009.

TEIXEIRA, N. M. D.; AMARO, A. G. C. Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor: um estudo de caso. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 4, 2013.

THEÓPHILO, C. R.; MARTINS, G. A. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2009.

VARGAS, V. C. C. de. *et al.* Avaliação dos intangíveis: uma aplicação em capital humano. **Revista Gestão e Produção**, v. 15, n. 3, p. 619-634, setembro-dezembro 2008.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1997.

APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO *SURVEY*

Título: Principais Elementos para Avaliação de Empresas (*Valuation*)

Orientações:

Prezado (a),

Você foi selecionado para participar desta pesquisa sobre os principais elementos considerados pelos analistas quando estes estão realizando um processo de avaliação de empresas (*valuation*).

Estes elementos foram verificados na literatura sobre o tema e divididos em 6 categorias. Deverá ser atribuída uma nota, em uma escala de 1 a 5, para cada um deles conforme seu grau de utilização do mesmo ao realizar a avaliação de uma empresa, sendo 1 os que você considera que tem menos/nenhuma importância neste processo, e 5 para os elementos considerados mais relevantes/indispensáveis.

Além disso, os mesmos conjuntos de elementos serão apresentados duas vezes, diferenciando quando a avaliação está sendo realizada para um banco ou para as demais empresas.

Não há respostas certas ou erradas, o mais importante é que elas reflitam honestamente sua opinião.

Caso queira fazer algum comentário, ao final de cada bloco de elementos há um espaço para suas considerações.

Todas as informações aqui coletadas serão tratadas de forma conjunta e confidencial, e os dados obtidos são anônimos.

O questionário possui 19 questões e seu tempo estimado de resposta é de, aproximadamente, 15 minutos.

Qualquer dúvida, favor encaminhar para rossi_paula@hotmail.com

Desde já agradeço sua colaboração!

Perguntas:

1. Você é um analista:

- Sell Side
- Buy Side
- Analista Independente
- Assessor de Investimentos
- Investidor Profissional
- Outro (especifique): _____

2. A empresa em que você trabalha é:

- Corretora de Valores
- Casa de Análise / Publicadora de Conteúdo
- Banco de Investimentos
- Asset Manager
- Private Bank
- Private Equity
- Não se aplica
- Outro (especifique): _____

3. Qual seu tempo de experiência no ramo (em anos)?

Resposta: _____

4. Quais destes elementos de Macroanálise você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas NÃO FINANCEIRAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Análise do Setor (<i>Industry Analysis</i>)					
Contexto Econômico					
Estratégia Corporativa					
Tempo de Existência da Empresa					
Participação de Mercado (<i>share</i>)					
Inflação					
Liquidez das Ações					

5. Quais destes elementos de Macroanálise você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas FINANCEIRAS BANCÁRIAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Análise do Setor (<i>Industry Analysis</i>)					
Contexto Econômico					
Estratégia Corporativa					
Tempo de Existência da Empresa					
Participação de Mercado (<i>share</i>)					
Inflação					
Liquidez das Ações					

6. Quais destes elementos de Fluxo de Caixa você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas NÃO FINANCEIRAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Fluxo de Caixa para a Empresa					
Fluxo de Caixa para o Acionista					
Custo Médio do Capital (WACC)					
Custo do Capital Próprio (CAPM)					
Taxa de Crescimento (g)					

Beta					
------	--	--	--	--	--

7. Quais destes elementos de Fluxo de Caixa você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas FINANCEIRAS BANCÁRIAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Fluxo de Caixa para a Empresa					
Fluxo de Caixa para o Acionista					
Custo Médio do Capital (WACC)					
Custo do Capital Próprio (CAPM)					
Taxa de Crescimento (g)					
Beta					

8. Quais destes elementos de Dividendos você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas NÃO FINANCEIRAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Dividendos Atuais					
Dividendos Esperados					
Taxa de Retorno sobre as Ações					
Taxa de Crescimento dos Dividendos no Longo Prazo					
Política de Distribuição de Dividendos					

9. Quais destes elementos de Dividendos você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas FINANCEIRAS BANCÁRIAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Dividendos Atuais					
Dividendos Esperados					

Taxa de Retorno sobre as Ações					
Taxa de Crescimento dos Dividendos no Longo Prazo					
Política de Distribuição de Dividendos					

10. Quais destes elementos de Índices e Múltiplos você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas NÃO FINANCEIRAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Relação Preço / Lucro (P/E)					
Relação Preço / Patrimônio Líquido (P/PL)					
Valor da Empresa (EV) / EBITDA					
Múltiplo Específico do Setor					
Ativos Comparáveis/Similares					

11. Quais destes elementos de Índices e Múltiplos você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas FINANCEIRAS BANCÁRIAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Relação Preço / Lucro (P/E)					
Relação Preço / Patrimônio Líquido (P/PL)					
Valor da Empresa (EV) / EBITDA					
Múltiplo Específico do Setor					
Ativos Comparáveis/Similares					

12. Quais destes elementos de Operações da Empresa você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas NÃO FINANCEIRAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Eficiência Organizacional					
Carteira de Clientes					
Carteira de Fornecedores					
Relação com os Consumidores					
Probabilidade de Falha					
Política de Gestão de Pessoas					
Investimento em Pesquisa e Desenvolvimento					
Alianças Estratégicas					
Índice de Endividamento					
Potencial/Perspectiva de Crescimento					

13. Quais destes elementos de Operações da Empresa você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas FINANCEIRAS BANCÁRIAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Eficiência Organizacional					
Carteira de Clientes					
Carteira de Fornecedores					
Relação com os Consumidores					
Probabilidade de Falha					
Política de Gestão de Pessoas					
Investimento em Pesquisa e Desenvolvimento					
Alianças Estratégicas					
Índice de Endividamento					
Potencial/Perspectiva de Crescimento					

14. Quais destes elementos de Ativos Intangíveis você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas NÃO FINANCEIRAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Poder dos Acionistas					
Credibilidade da Organização / Reputação da Empresa					
Qualidade da Gestão / Flexibilidade Gerencial					
Sucessão da Administração					
Valor da Marca					
Capital Humano / Intelectual					
Índice de Governança					
Estilo de Liderança					
Capacidade de Inovação					

15. Quais destes elementos de Ativos Intangíveis você considera mais relevantes para o processo de avaliação de empresas FINANCEIRAS BANCÁRIAS? Responda numa escala de 1 (menos relevante) a 5 (mais relevante).

	1	2	3	4	5
Poder dos Acionistas					
Credibilidade da Organização / Reputação da Empresa					
Qualidade da Gestão / Flexibilidade Gerencial					
Sucessão da Administração					
Valor da Marca					
Capital Humano / Intelectual					
Índice de Governança					
Estilo de Liderança					
Capacidade de Inovação					

16. Dentre as categorias apresentadas anteriormente, enumere de 1 a 6, em ordem de importância, sendo 1 a mais importante e 6 a menos importante.

- () Macroanálise
- () Fluxo de Caixa
- () Dividendos
- () Índices e Múltiplos

() Operações da Empresa

() Intangíveis

17. Quais modelos você frequentemente utiliza para fazer avaliação de empresa?

- Fluxo de Caixa Descontado
- Desconto de Dividendos
- Avaliação por Múltiplos
- Avaliação por Opções Reais
- Outro (especifique): _____

18. Ao realizar a avaliação de empresas, você também considera elementos grafistas?
Justifique.

Resposta: _____

19. Quais outros fatores você acredita que interferem em sua análise?

- Familiaridade com o modelo a ser utilizado
- Preferência do cliente
- Política da empresa em que trabalho
- Contexto Político em que a avaliação é feita
- Contexto Social em que avaliação é feita
- Nenhum
- Outro (especifique): _____