



CONTEXTO DAS TRANSFORMAÇÕES:

UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO DAS MÉTRICAS DE VALUATION NO BRASIL

ARTHUR ANTONIO SILVA ROSA
BRUNNO DA SILVA
KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO



2022



CONTEXTO DAS TRANSFORMAÇÕES:

UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO DAS MÉTRICAS DE VALUATION NO BRASIL

ARTHUR ANTONIO SILVA ROSA
BRUNNO DA SILVA
KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO



2022

2022 by Editora e-Publicar
Copyright © Editora e-Publicar
Copyright do Texto © 2022 Os autores
Copyright da Edição © 2022 Editora e-Publicar
Direitos para esta edição cedidos
à Editora e-Publicar pelos autores

Editora Chefe

Patrícia Gonçalves de Freitas

Editor

Roger Goulart Mello

Diagramação

Roger Goulart Mello

Projeto gráfico e Edição de Arte

Patrícia Gonçalves de Freitas

Revisão

Os autores

CONTEXTO DAS TRANSFORMAÇÕES: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO DAS MÉTRICAS DE VALUATION NO BRASIL¹

Todo o conteúdo desta obra, dados, informações e correções são de responsabilidade exclusiva dos autores. O download e compartilhamento da obra são permitidos desde que os créditos sejam devidamente atribuídos aos autores. É vedada a realização de alterações na obra, assim como sua utilização para fins comerciais.

A Editora e-Publicar não se responsabiliza por eventuais mudanças ocorridas nos endereços convencionais ou eletrônicos citados nesta obra.

Conselho Editorial

Adilson Tadeu Basquerote Silva – Universidade Federal de Santa Catarina

Alessandra Dale Giacomini Terra – Universidade Federal Fluminense

Andréa Cristina Marques de Araújo – Universidade Fernando Pessoa

Andrelize Schabo Ferreira de Assis – Universidade Federal de Rondônia

Bianca Gabriely Ferreira Silva – Universidade Federal de Pernambuco

Cristiana Barcelos da Silva – Universidade do Estado de Minas Gerais

Cristiane Elisa Ribas Batista – Universidade Federal de Santa Catarina

Daniel Ordane da Costa Vale – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

Danyelle Andrade Mota – Universidade Tiradentes

Dayanne Tomaz Casimiro da Silva - Universidade Federal de Pernambuco

Diogo Luiz Lima Augusto – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Edwaldo Costa – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Elis Regina Barbosa Angelo – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Ernane Rosa Martins - Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Goiás

Ezequiel Martins Ferreira – Universidade Federal de Goiás

Fábio Pereira Cerdera – Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro

Francisco Oricelio da Silva Brindeiro – Universidade Estadual do Ceará

Glauco Martins da Silva Bandeira – Universidade Federal Fluminense

Helio Fernando Lobo Nogueira da Gama - Universidade Estadual De Santa Cruz

Inaldo Kley do Nascimento Moraes – Universidade CEUMA



João Paulo Hergesel - Pontifícia Universidade Católica de Campinas
Jose Henrique de Lacerda Furtado – Instituto Federal do Rio de Janeiro
Jordany Gomes da Silva – Universidade Federal de Pernambuco
Jucilene Oliveira de Sousa – Universidade Estadual de Campinas
Luana Lima Guimarães – Universidade Federal do Ceará
Luma Mirely de Souza Brandão – Universidade Tiradentes
Mateus Dias Antunes – Universidade de São Paulo
Milson dos Santos Barbosa – Universidade Tiradentes
Naiola Paiva de Miranda - Universidade Federal do Ceará
Rafael Leal da Silva – Universidade Federal do Rio Grande do Norte
Rita Rodrigues de Souza - Universidade Estadual Paulista
Rodrigo Lema Del Rio Martins - Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro
Willian Douglas Guilherme - Universidade Federal do Tocantins

Nota: O conteúdo deste material foi originalmente publicado no v. 15, n. 1 da Revista Interdisciplinar Científica Aplicada (RICA).

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(eDOC BRASIL, Belo Horizonte/MG)**

R788c Rosa, Arthur Antonio Silva
Contexto das transformações [livro eletrônico] : um estudo bibliométrico das métricas de valuation no Brasil / Arthur Antonio Silva Rosa, Brunno da Silva, Kárem Cristina de Sousa Ribeiro. – Rio de Janeiro, RJ: e-Publicar, 2022.

Formato: PDF
Requisitos de sistema: Adobe Acrobat Reader
Modo de acesso: World Wide Web
Inclui bibliografia
ISBN 978-65-5364-067-2
DOI 10.47402/ed.ep.b202216070672
1. Avaliação (Finanças). 2. Empresas – Avaliação –Brasil.
3. Administração financeira. I. Silva, Brunno da. II. Ribeiro, Kárem Cristina de Sousa.

CDD 658.155

Elaborado por Maurício Amormino Júnior – CRB6/2422

Editora e-Publicar

Rio de Janeiro, Brasil

contato@editorapublicar.com.br

www.editorapublicar.com.br



2022

APRESENTAÇÃO

O estudo apresentado por este livro discute as características dos artigos publicados no Brasil sobre avaliação de empresas. Realizou-se uma pesquisa bibliométrica, de forma que os dados foram coletados na plataforma Spell. A pesquisa contribui por apresentar as principais tendências quanto a utilização de métricas de valuation no Brasil. A estrutura do livro consiste na introdução, seguida pelo referencial teórico, procedimentos metodológicos, análise dos resultados e por fim, as considerações finais.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO.....	5
1 INTRODUÇÃO.....	7
2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	9
2.1 Fluxo de Caixa Descontado.....	10
2.2 EVA	11
2.3 Avaliação Relativa.....	13
2.4 Valor Patrimonial.....	15
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	17
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	19
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	23
REFERÊNCIAS	24



1 INTRODUÇÃO

As duas últimas décadas foram de grandes transformações econômicas para o Brasil. Os processos de reformas estruturais vivenciados a partir de 1980, dentre os quais as privatizações, fusões de empresas e a internacionalização das economias mundiais, alteraram significativamente o comportamento estratégico das empresas e, conseqüentemente, sua valoração no mercado.

A finalidade da avaliação de empresas, é definir o valor justo do negócio a partir das informações à disposição. Para tanto, não existe modelo absoluto que permita a aferição exata e critérios subjetivos para premissas futuras são utilizadas para enriquecer a análise.

O valor de uma empresa está fortemente ligado ao que se espera dela, sua capacidade de geração de benefícios no presente e no futuro. Desse ponto, a avaliação pode assumir dois principais pressupostos: a descontinuidade, quando em desmanche ou liquidação; e a continuidade, quando em marcha (MARTINS, 2001).

A temática do valor de uma empresa possui motivadores no meio acadêmico e nas corporações, em virtude, do processo crescente de falência, recuperação judicial, M&A, etc. A expectativa para os próximos três anos é que o setor de fusões e aquisições cresça em 33%. Em 2017, foram US\$3.8 trilhões de fusões e aquisições globalmente, segundo a pesquisa da Global International Business Report (IBR). Com ênfase no cenário nacional o mercado de fusões deve ser impulsionado pelo interesse de aquisições de investidores estrangeiros em empresas brasileiras

Na contramão do cenário apresentado a taxa de mortalidade das empresas superior a 50% com menos de 3 anos de abertura corrobora para compreensão do desafio de definição de premissas e julgamentos nas avaliações de empresa. O pedido de recuperação judicial aumentou 21,2% no primeiro semestre de 2018 em comparação com o mesmo período do ano passado, segundo dados do Boa Vista SPCP.

A avaliação de empresas pode ser definida como o processo pelo qual projeções de desempenho são convertidas em uma estimativa do valor da empresa ou de alguma parte integrante (ativo, capital de terceiros e patrimônio líquido) (PALEPU; HEALY, 2004).

Diversas metodologias de avaliação de empresas buscam estabelecer o valor das transações, sendo as tradicionais baseadas nas informações registradas na Contabilidade. Por sua vez, a informação do lucro contábil, expresso na Demonstração do Resultado do Exercício



(DRE), é a que melhor reflete o potencial valor de mercado das empresas. O lucro incorpora o resultado de todas as ações que a empresa desenvolve para a sua otimização.

Para a aplicação da referida metodologia, a obtenção de informações relativas ao setor de atuação no mercado é imprescindível, uma vez que pode aproximar o valor da empresa calculado àquele que poderia ser validado pelo mercado, dentro de um processo de alienação não forçada.

Considerando as inúmeras técnicas de avaliação de empresa, o objetivo da pesquisa é realizar análise bibliométrica dos artigos publicados sobre a temática *valuation* e Valor de Empresas na base de conhecimento da América Latina (Spell), sob o ponto de vista do método de abordagem abordados pelos autores nos periódicos, no período de 2009 a 2018, com a finalidade de verificar a volumetria de publicação de cada modelo. Como consequência, espera-se que os resultados contribuam para a compreensão do funcionamento do processo de avaliação de pequenas empresas.

Além desta introdução, a pesquisa está estruturada da seguinte forma: na segunda seção expõe-se as referências teóricas que dá valia ao tema abordado; na terceira seção, descreve-se a metodologia aplicada; na quarta seção, apresentam-se e analisam-se os resultados da pesquisa bibliométrica; e, por fim, apresentam-se as considerações finais.

2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A determinação do valor das empresas é essencial em combinações de negócios, na compra e venda de ações e participações minoritárias, na análise de oportunidades de novos negócios e viabilidade de novas empresas, dentre outras situações possíveis. A avaliação busca estimar um parâmetro que sirva de base para amparar tais transações, e a negociação das partes define o valor do negócio. O “valor justo” de uma empresa, estabelecido pelos processos de avaliação, representa o valor potencial de uma empresa em função da expectativa de geração de resultados futuros (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Copeland, Koller e Murrin (2002) entendem que a mensuração do valor das organizações é útil como instrumento de gestão e serve para aprimorar o processo decisório, ou seja, calcular a criação de valor, e a maximização da riqueza dos acionistas possibilita analisar os resultados das estratégias corporativas e a eficiência em atingir o alvo principal do empreendimento: a maximização do valor.

Há diversas abordagens de avaliação com diversos níveis de sofisticação. Damodaran (2007, p. 6) explica “que esses modelos partem de premissas bem diferentes sobre os fundamentos que determinam o valor, mas compartilham algumas características comuns”. Portanto, conforme metodologia escolhida, podem-se obter valores distintos para o mesmo negócio.

Este trabalho está baseado no estudo bibliométrico das metodologias de avaliação de empresas, conforme destacado no Quadro 1:

Quadro 1 – Métricas de avaliação de empresas.

Método	Conceito	Forma de cálculo	Autores
Fluxo de Caixa Descontado	Avalia a riqueza expressa a valor presente, a partir do fluxo de caixa esperado no futuro e descontados por uma taxa de atratividade	$\sum_{i=1}^n \frac{FCE_i}{(1 + WACC)^i}$	Modigliani & Miller
EVA	O EVA é um indicador que demonstra a criação ou destruição de valor.	Lucro Operacional – Custo de Oportunidade do Capital Total	Stern Stewart & Co.
Avaliação relativa	Determina o valor da empresa comparando seu desempenho com o de outras empresas semelhantes do setor (Múltiplos de mercado).	Preço / Lucro Enterprise Value / EBITDA Dividend Yield	Damodaran
Valor Patrimonial	Utiliza os resultados do balanço patrimonial para estimativa do valor da empresa.	Ativo - Passivo	Copeland, Koller e Murrin

Fonte: Elaborado pelos autores, com base em Martins (2000).

Vários modelos de avaliação podem ser utilizados; todavia, o objetivo da avaliação e o objeto avaliado definem o melhor modelo de avaliação. Cunha e Lapeña (2007) afirmam que, independentemente dos modelos utilizados, o valor não será exatamente preciso, mas sim uma predição do valor de mercado. Martins (2000) e Penman (2005) esclarecem que, independentemente da quantidade de metodologias de avaliação existentes, todas devem convergir para um mesmo valor.

2.1 Fluxo de Caixa Descontado

Na avaliação de fluxos de caixa descontados, o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa esperados no ativo, descontados de volta a uma taxa que reflete o risco desses fluxos de caixa. Essa abordagem é a que mais recebe na academia e vem com as melhores credenciais teóricas. Nesta seção, veremos os fundamentos da abordagem e alguns detalhes preliminares sobre como estimamos suas entradas.

Figura 1 – Estrutura Demonstração de Fluxo de Caixa.

Resultado líquido	EBIT
+ Depreciação	- Imposto sobre as sociedades [= (EBIT - juros) X taxa de imposto]
+ Amortização	+ Depreciação
- Mudança no capital circulante líquido	+ Amortização
+ Juros (dinheiro e não-caixa)	- Mudança no capital circulante líquido
- Investimentos de capital	- Investimentos de capital
+ Vendas de ativos após impostos	+ Vendas de ativos após impostos
= Fluxos de Caixa de Capital	= Fluxos de Caixa de Capital

Fonte: Adaptado Kaplan e Ruback (1995).

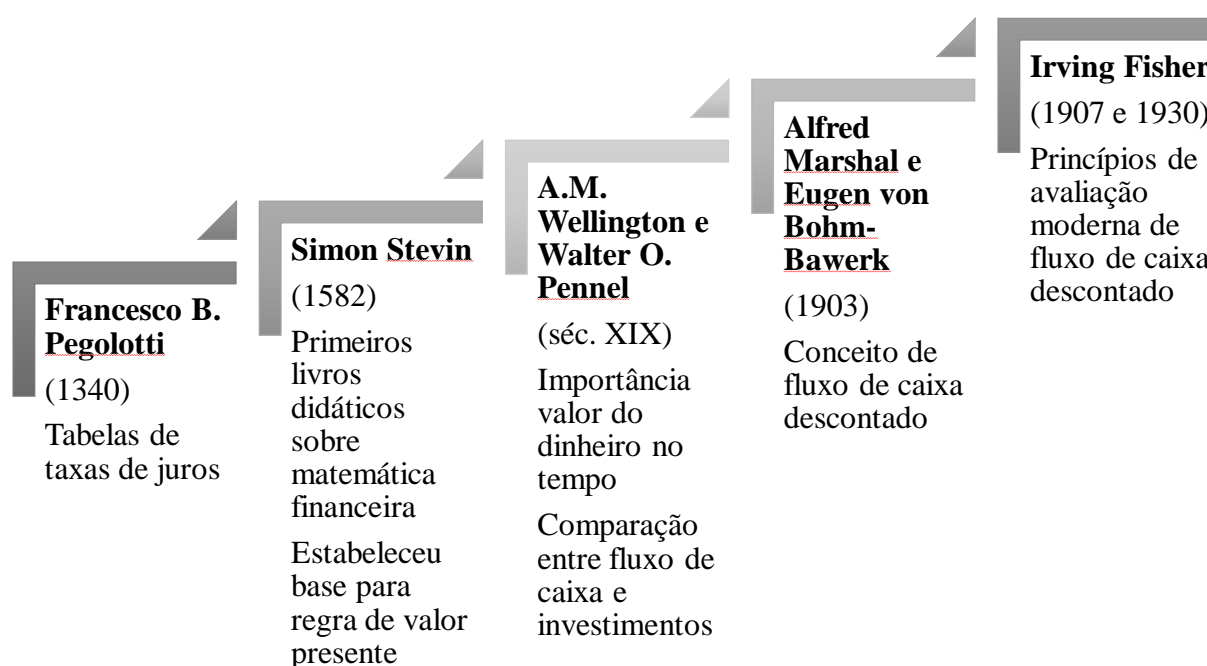
A relação entre liquidação e valor do fluxo de caixa descontado é mais difícil de discernir. É lógico que o valor de liquidação deve ser significativamente menor do que o valor do fluxo de caixa descontado para uma empresa em crescimento, em parte porque o último reflete o valor do potencial de crescimento esperado e o primeiro geralmente não.

A noção de que o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa que você espera gerar ao mantê-lo não é nem novo nem revolucionário. Damodaram (2006) apresenta no quadro a seguir a evolução cronológica da teoria demonstrando os autores, período e avanços

realizados na teoria.

Kaplan e Ruback (1995) afirmam que os fluxos de caixa de capital ocorrem de duas formas, de acordo com a previsão de fluxo de caixa que é utilizado. Segundo os autores o primeiro método considera o lucro líquida, enquanto o segundo parte da premissa dos ganhos obtidos antes de se descontar os juros e impostos (EBIT) para se calcular os fluxos de caixa de capital. Os autores apresentam na figura abaixo os modelos de avaliações de fluxo de caixa considerando a preferência de usar o fluxo de caixa de capital baseado no resultado líquido em detrimento da medida baseada em EBIT.

Figura 2 – Evolução Histórica do Cálculo de Fluxo de Caixa.



Fonte: Adaptado Damodaran (2006).

Koller, Goedhart e Wessels (2010), por exemplo, afirmam que de todas as ferramentas para a valoração de uma empresa, o fluxo de caixa descontado ainda é a que apresenta os melhores resultados. Entretanto, os autores destacam a importância de múltiplos como complementos do DCF – não apenas para checar o resultado obtido, mas também para compreender melhor quais são os direcionadores de valor de um setor industrial.

2.2 EVA

Miller e Modigliani foram os precursores na teoria da avaliação moderna de empresa, em 1961, na obra Política de Dividendos, Crescimento e Avaliação de Ações (O'BYRNE, 1996). Nesse artigo, os autores apresentaram uma equação ou modelo que relaciona valor da



empresa para seus fluxos de caixa operacionais atuais e futuros esperados.

Note que a fórmula é dividida em dois componentes. O primeiro, "NOPAT / c", representa o valor atual descontado do fluxo de ganhos atual da empresa, assumindo que permanece constante para sempre. Esse valor da perpetuidade pode ser considerado como o valor atual das operações da empresa.

Agora, o segundo componente do modelo, $\sum [I (r - c) / c] / (1 + c)^t$, que representa o valor de crescimento futuro da empresa. De acordo com a teoria financeira moderna, é somente quando se espera que o novo investimento (I) ganhe mais do que seu custo de capital (ou seja, r deve ser maior que c, ou o EVA deve ser positivo).

O EVA, diferentemente do NOPAT ou de outras medidas de lucro, como lucro líquido ou lucro por ação, está sistematicamente vinculado ao valor de mercado. Deve fornecer um melhor preditor de valor de mercado do que outras medidas de desempenho operacional. E, como mostramos, ele fornece um melhor preditor, uma vez que entendemos e ajustamos dois relacionamentos críticos entre o EVA e o valor de mercado.

Quadro 2 – EVA Possibilidades e Limitações.


Método	Possibilidades	Limitações
EVA	Ferramenta poderosa para avaliar geração de riqueza para os acionistas Aplicável em <i>valuation</i> e gestão de projetos em operação	Alto grau de subjetividade de critérios Conflito entre o simples e compreensível e o complexo e preciso Limitado a certas indústrias

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2007).

De acordo com Lehn e Makhija (1996), o EVA é uma forma de melhorar as métricas tradicionais de desempenho, que consideram apenas fatores contábeis, através do lucro econômico. Os autores fazem uma reflexão sobre os modelos adotados para avaliação de empresas, assumindo que dentre as opções disponíveis o lucro econômico se destaca como alternativa superior a outras como Valor Patrimonial e Múltiplos de Mercado (LEHN; MAKHIJA, 1996)

O Valor Econômico Agregado (EVA) evidencia que não é suficiente apenas a empresa apresentar lucros fantásticos se o capital aplicado para chegar aos resultados for muito maior. Indica a rentabilidade real, ou seja, mostra como o capital é empregado em cada operação (SOMOGGI, 1997).

Davies (1996) diz que o EVA traduz um resultado que demonstra se a empresa está ganhando, em um exercício, mais do que o custo de capital imputado aos seus recursos



utilizados. Permite à administração da empresa o conhecimento exato se ela está criando (EVA positivo) ou destruindo (EVA negativo) a riqueza dos acionistas.

Numa definição mais concisa, o EVA é o lucro operacional líquido após a dedução dos impostos, deduzido o custo do capital utilizado para gerar esse lucro (BARROS, 1997).

Outra propriedade do EVA é sua ligação com os preços das ações. Os dois números tendem a caminhar juntos, para cima ou para baixo. A empresa AT&T calcula o EVA desde 1984 e encontrou uma correlação quase perfeita com os preços das ações (TULLY, 1993).

Em termos internacionais muitas companhias estão relacionando ao comportamento desse indicador, vários tipos de pagamentos e remunerações dentro da empresa. Objetivam incentivar melhores performances da mão-de-obra e da administração, de forma a atender simultaneamente os objetivos dos acionistas e dos empregados, conforme Davies (1996).

2.3 Avaliação Relativa

Assaf Neto (2007) observa que uma das formas mais simples de se calcular o valor de um ativo é considerando os potenciais ganhos que determinado ativo poderá gerar, ou seja, examinar o valor da empresa como um múltiplo da receita operacional ou do lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA). Esses múltiplos serão afetados pelo potencial de crescimento e pelo risco do negócio que está sendo adquirido (ASSAF NETO, 2007).

Segundo Damodaran (2002) cerca de 90% das avaliações de participações acionárias e 50% das avaliações de aquisição utilizam métodos relacionados a múltiplos ou comparação entre empresas que são métricas relativas de valor de empresa. A citação do autor reforça o conceito de utilidade, uma vez que o mercado financeiro aplica o método para a aferição de valor da empresa.

A razão entre o valor de um negócio e as receitas que ele gera é uma das formas de atenuar as influências das escolhas contábeis, ou seja, aquelas decisões que partem do lucro ou valor contábil (MARTINS, 2000). De acordo com Martins (2000) a vantagem de usar múltiplos de receita, entretanto, é que se torna muito mais fácil comparar empresas em diferentes mercados, com diferentes sistemas contábeis no trabalho, do que comparar múltiplos de lucro ou de valor contábil.

Quadro 3 – Categorias de Avaliação Relativa.

Categoria	Crítérios	Conceito
Múltiplos de Patrimônio Líquido x Múltiplos de Entidade	Consistência do múltiplo	Harmonia entre numerador e denominador do múltiplo
	Estrutura de capital	Análise sobre a similaridade das estruturas de capital das empresas escolhidas
	Ruído	Analisado apenas no caso de utilização de múltiplos de entidade por conta da estimação da dívida líquida das empresas avaliadas
Múltiplos de indústrias específicas	Políticas de investimento de capital e pagamento de dividendos	Análise dos dados para decisão sobre utilização de informações provenientes do fluxo de competências ou fluxo de caixa
	Rentabilidade da indústria	Análise sobre a rentabilidade das empresas com o objetivo de saber qual o melhor direcionador de valor a ser utilizado
	Composição do grupo de pares	Análises necessárias caso o grupo de pares seja composto por empresas de diferentes países (e com regras de tributação consequentemente diferentes)
	Conteúdo dos registros contábeis	Análise sobre a utilização de informações provenientes do balanço patrimonial no caso de empresas de capital intensivo
	Normas conservadoras de contabilidade	Análise sobre a utilização de múltiplos alternativos relacionados ao nível de conhecimento das empresas para setores de grande conhecimento científico
Referência de tempo dos direcionadores de valor	Incorporação de perspectivas futuras	Análise sobre a utilização de múltiplos históricos ou múltiplos de previsão

Fonte: Adaptado de Martins (2001).

Schreiner (2007) define o método de avaliação de empresas por uso de múltiplos em quatro etapas. São estas:

- i. Selecionar as medidas de valor relevantes (os direcionadores de valor).
- ii. Identificar um grupo de empresas comparáveis (grupo de pares, ou peer group). Com os valores de mercado dos componentes deste grupo, é possível calcular o múltiplo destas empresas.
- iii. Agregar estes múltiplos através do cálculo de um múltiplo único sintético para o grupo de pares.
- iv. Por fim, multiplicar o valor do múltiplo sintético pelo direcionador da empresa sendo avaliada, encontrando, enfim, o valor desta empresa.

Quadro 4 – Fatores de Análise dos Múltiplos.

Múltiplo	Determinantes fundamentais
Relação de ganhos de preço	Crescimento esperado, pagamento, risco
Relação preço / patrimônio líquido	Crescimento Esperado, Pagamento, Risco, ROE

Relação preço / vendas	Crescimento Esperado, Pagamento, Risco, Margem Líquida
EV para o EBITDA	Crescimento esperado, Taxa de reinvestimento, Risco, ROC, Taxa de imposto
Relação EV to Capital	Crescimento esperado, Taxa de reinvestimento, Risco, ROC
EV para vendas	Crescimento Esperado, Taxa de Reinvestimento, Risco, Margem Operacional

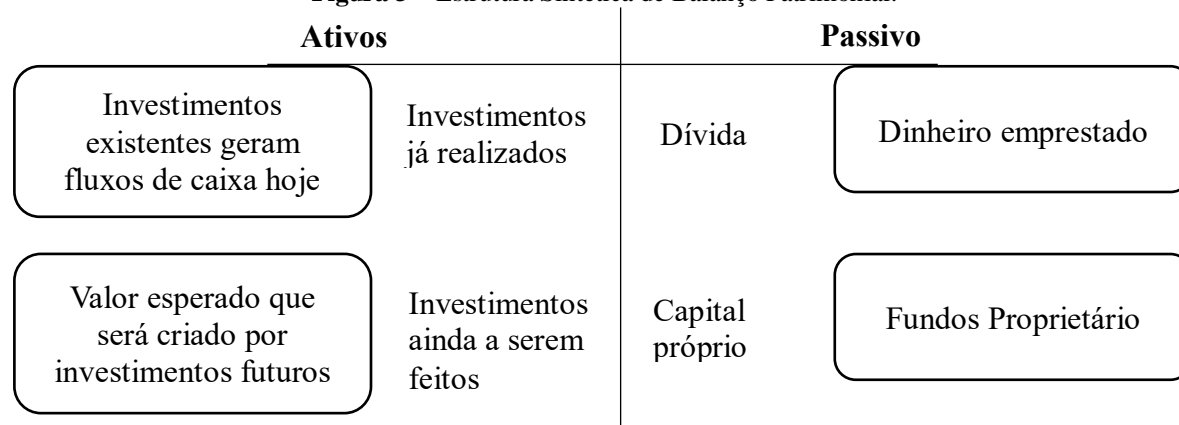
Fonte: Adaptado de Damodaram (2006).

A aplicabilidade da avaliação relativa é orientada conforme Dacoris (2018), para complementar análises de empreendimentos por agentes externos e até mesmo para selecionar empresas que serão alvo de uma metodologia mais detalhada. A avaliação por Múltiplos pode ser utilizada quando há pouco volume de informações para se realizar a mensuração do valor da empresa (DACORIS, 2018).

2.4 Valor Patrimonial

Um balanço financeiro fornece uma boa estrutura para extrair as diferenças entre a avaliação de uma empresa em operação e o valor como uma coleção de ativos. Na avaliação de uma empresa em funcionamento, temos que fazer nossos melhores julgamentos, não apenas em investimentos existentes, mas também em investimentos futuros esperados e sua lucratividade. Embora isso possa parecer imprudente, uma grande proporção do valor de mercado do crescimento.

Figura 3 – Estrutura Sintética de Balanço Patrimonial.



Fonte: Adaptado de Damodaran (2006).

De acordo com Damodaram (2006) modelos como EVA, MVA e Fluxo de Caixa Descontados apesar de gozar de maior aplicabilidade nas avaliações de empresas atuais,



apresentam deficiência por considerar fatores subjetivos, ou seja, que vão além das estimativas contábeis, como valor contábil e patrimônio líquido que segundo o autor, seriam mais confiáveis.

Na visão de Ohlson (1995), o valor do patrimônio em uma empresa consiste na soma de seu patrimônio líquido com o valor presente dos retornos excedentes esperados, considerando sua perpetuidade. O modelo proposto pelo autor se assemelha ao EVA, entretanto utiliza desconto de dividendos mais limitante e tem como referência os trabalhos apresentados por Walter (1966) e Mao (1974). Segundo Daniel (1934), os compradores e vendedores tendem a limitar o *valuation* a informação do ativo da empresa.

Damodaram (2006) destaca que a avaliação está condicionada a fatores como números de potenciais compradores dos ativos, da urgência associada a liquidação, características do ativo e estado da economia. Uma forma de avaliação de empresa, é a presunção que todos os ativos de determinada organização sejam liquidados no presente momento, e assim, valorizá-los (DAMODARAM, 2006).

Quadro 5 – Possibilidades e Limitações do Valor de Liquidação.

Método	Possibilidades	Limitacoes
Valor de liquidação	Produzirá estimativas de valor mais realistas para as empresas que estão em dificuldades, onde a premissa subjacente à continuidade operacional é claramente violada.	Empresas saudáveis com oportunidades de crescimento significativas, ela fornecerá estimativas de valor que são conservadoras demais.

Fonte: Adaptado de Damodaram (2006).

A utilização dos ativos em vários tipos de indústrias e negócio permite alavancar o número de potenciais compradores. Além disso, ativos com alto grau de especialização reduz o interesse de compra de parte dos ativos da empresa (WILLIAMSON, 1988).

Shleifer e Vishny (1992) reforçam que a lei de oferta e procura que argumenta que os agentes econômicos tomam decisões que variam o preço até que este seja tal que a quantidade procurada seja igual à quantidade oferecida, resultando daí um equilíbrio econômico em que não há incentivos para a alteração de quantidades ou preços.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa visa analisar as publicações sobre avaliação de empresas realizadas entre 2009 a 2018, e para isso, realizou-se um estudo bibliométrico, que segundo Kobashi e Santos (2008) permite analisar quantitativamente o que já foi estudado o que já foi publicado, estudado, em um determinado período de tempo e fazer confrontações com diversos elementos bibliográficos. A bibliometria se mostra relevante pois identifica padrões nos estudos realizados em áreas específicas através de uma visão sistêmica, podendo revelar possíveis *gaps* e tendências de pesquisas, colaborando desta forma, para o avanço da teoria (ARAÚJO, 2006).

Nesse sentido, essa pesquisa possui abordagem quantitativa por utilizar instrumentos padronizados para a coleta de dados e análise dos dados brutos, tendo como foco a objetividade. A técnica documental foi utilizada para a coleta de dados, tendo em vista que foi realizado um levantamento das publicações já realizadas sobre o tema avaliação de empresas (FONSECA, 2002). E quanto aos objetivos, a pesquisa é descritiva pois visa descrever as principais características das publicações científicas realizadas em um determinado período, após a coleta de informações sobre o assunto (TRIVIÑOS, 1987).

A coleta de dados foi realizada em abril de 2019 a partir de uma busca na plataforma SPELL® - Scientific Periodicals Electronic Library - (www.spell.org.br), pelos artigos que apresentassem os termos “avaliação de empresas” ou “*valuation company*” no título do documento, no período de janeiro de 2009 a dezembro de 2018. Tal período foi escolhido com o intuito de analisar os métodos de avaliação de empresas mais utilizados após a mudança da legislação contábil de 2007 (Lei 11.638) e que sofreu alterações no ano de 2009.

Foram selecionadas todas as opções disponíveis nos campos “Área de conhecimento” e “Idioma”. Como resultado da busca, foram obtidos 23 resultados dos quais foram retirados 2 artigos que não estavam diretamente relacionadas ao tema de avaliação de empresas. Assim, a amostra foi composta por 21 artigos. A tabulação e análise de resultados foram realizados através do *software* Microsoft Office Excel, de forma que as categorias de análise foram: quantidade de publicações, quantidade de autores, publicações por Instituição de Ensino Superior (IES), publicações por periódico e métodos de avaliação de empresa abordado pelo artigo.

A escolha da base de dados da SPELL justifica-se por sua grande relevância na área de Administração, uma vez que possui uma ampla base de periódicos indexados, incluindo os principais periódicos nacionais. O fato dos indicadores de impacto da plataforma serem

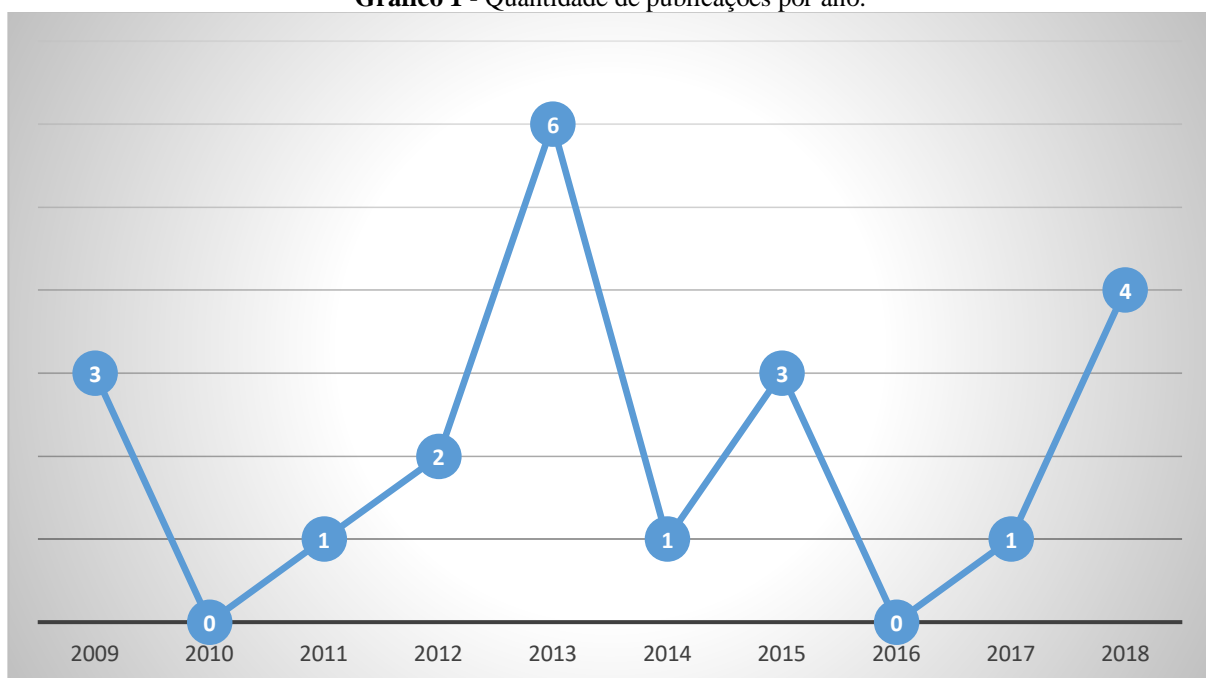


utilizados na classificação de periódicos Qualis/Capes na área de Administração Pública e de Empresas, Contabilidade e Turismo, reforça a sua importância no meio acadêmico.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com base no gráfico 1, no período de 2009 a 2018 foram publicados um total de 21 artigos sobre avaliação de empresas. Observa-se que os anos de 2010 e 2016 destacam-se por não apresentar nenhuma publicação sobre o tema, enquanto 2013 e 2018 foram os anos que se destacaram pelo maior número de publicações, de forma que juntos representam quase a metade (47,6%) das publicações realizadas no período analisado nesta pesquisa. Nota-se que os dois anos que apresentaram o maior número de publicações sobre o tema, foram precedidos de períodos com muito poucas ou nenhuma pesquisa sobre *valuation*. Já os anos de 2009 e 2015, apresentaram 3 publicações cada ano, o que é superior à média de publicações no período.

Gráfico 1 - Quantidade de publicações por ano.

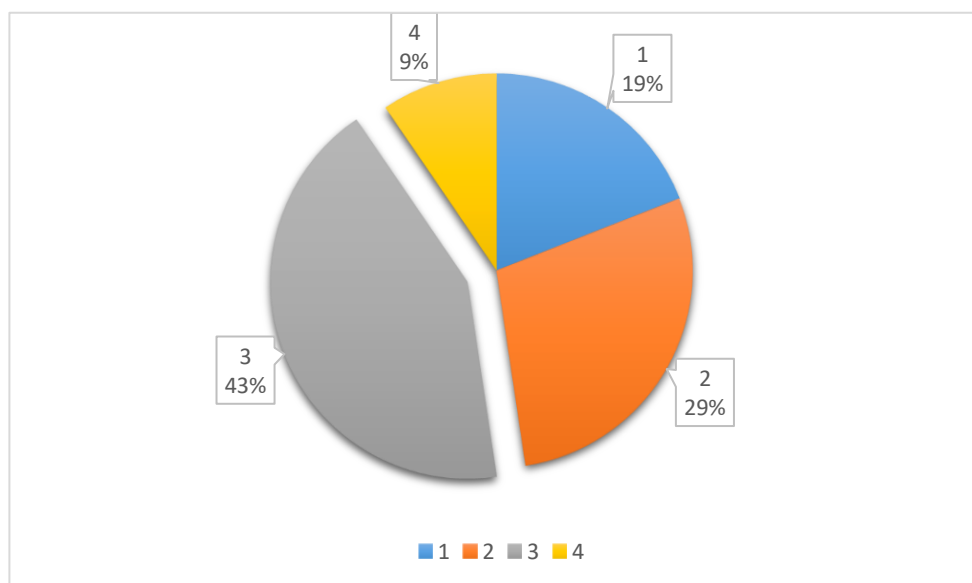


Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

O gráfico 2 apresenta a quantidade de autores por artigo, e dos 21 artigos publicados no período, 43% dos trabalhos foram escritos por 3 autores, representando uma maioria significativa quando comparado aos trabalhos elaborados por 1 ou 2 autores. Apenas 9% dos artigos analisados foram escritos por 4 autores e não houveram pesquisas com mais de 4 autores.



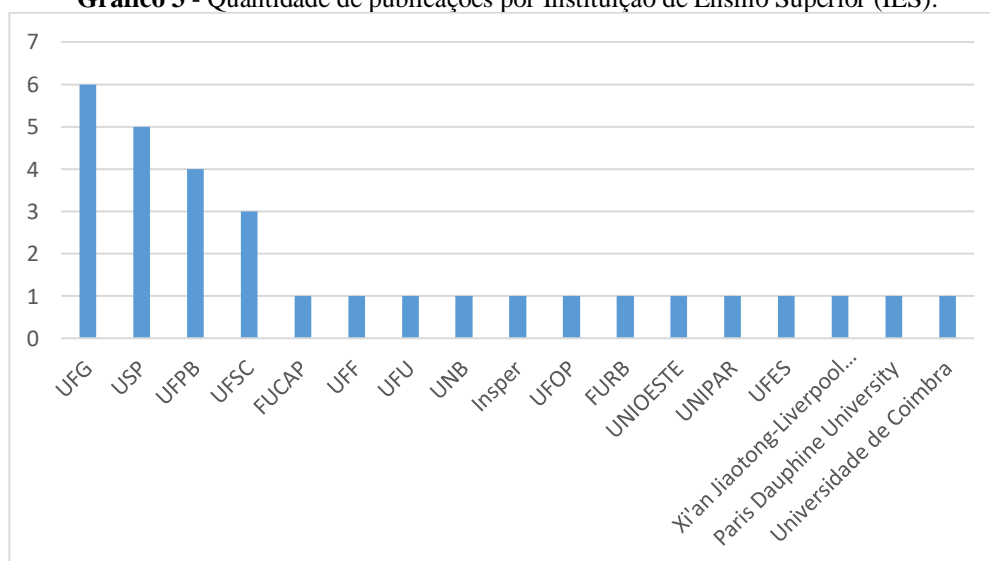
Gráfico 2 - Quantidade de autores por artigo.



Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

O maior número de publicações sobre avaliação de empresas foi realizado pela Universidade Federal de Goiás (UFG), com 6 publicações entre 2009 e 2018, representando aproximadamente 28,6% das publicações no período. A Universidade de São Paulo (USP) realizou 5 publicações no período, enquanto a Universidade Federal da Paraíba (UFPB) e a Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) realizaram 4 e 3 publicações respectivamente. Vale ressaltar que essas quatro instituições representam a grande maioria das publicações sobre *valuation* – cerca de 85,7% do total – e as demais instituições realizaram apenas 1 publicação no período analisado. A Universidade Federal Fluminense (UFF) e a Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP) tiveram coautores internacionais em seus trabalhos.

Gráfico 3 - Quantidade de publicações por Instituição de Ensino Superior (IES).



Fonte: Dados da pesquisa.

A Revista de Finanças Aplicadas, que possui qualificação Qualis/Capes B3, foi periódico que mais realizou publicações sobre avaliação de empresas, com 3 publicações entre 2009 e 2018, seguida pelos periódicos Contabilidade Vista & Revista, classificação A2, Revista de Administração Mackenzie, classificação B1, Revista Contemporânea de Contabilidade, classificação A2, e a Revista de Administração, que realizaram 2 publicações cada uma no período analisado, enquanto as demais revistas apresentaram apenas uma publicação. As universidades internacionais citadas no gráfico referem-se à coautoria de autores nacionais.

Gráfico 4 - Quantidade de publicações por periódico.

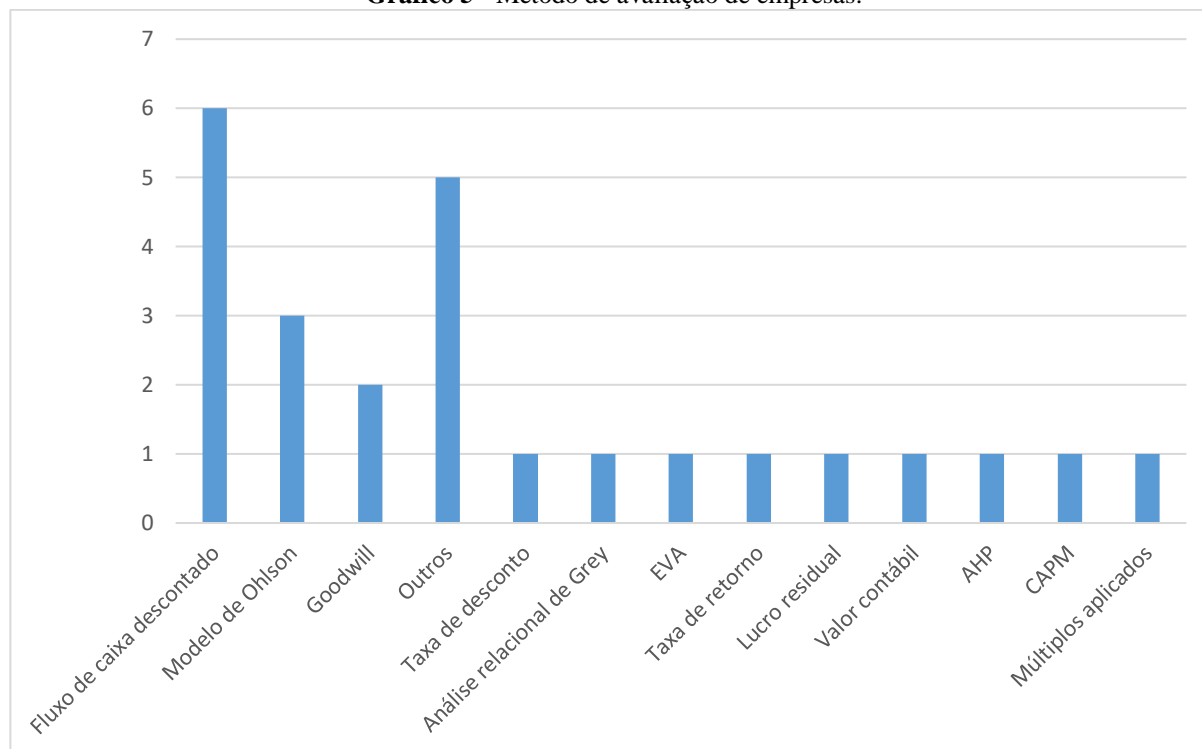


Fonte: Dados da pesquisa.

O gráfico 5 apresenta os principais métodos que foram abordados pelos artigos que foram objeto desta pesquisa. Para a elaboração do gráfico, considerou-se que um único artigo pode utilizar mais de um método de *valuation*. Sendo assim, o método mais utilizado pelos artigos científicos publicados no período foi o Fluxo de caixa descontado, que é o mais recomendado pela literatura (MARTINS, 2001), seguido pelo modelo de Ohlson e Goodwill. A classificação “outros” refere-se aos artigos que não se aprofundaram em algum método de *valuation* especificamente, mas analisaram algum contexto, como por exemplo, o cálculo da perpetuidade na avaliação de empresas.



Gráfico 5 - Método de avaliação de empresas.



Fonte: Dados da pesquisa.

Tal resultado se mostra condizente com a literatura uma vez que o Fluxo de Caixa Descontando é o método de *valuation* mais recomendado pelos autores e o mais utilizado pelo mercado pois leva em consideração a geração de fluxos de caixa da empresa no futuro, considerando uma taxa de crescimento para os mesmos e ainda uma taxa de desconto representada pelo WACC e desta forma, refletindo os riscos e se aproximando com maior precisão do valor fiel de uma empresa. O exposto é confirmado por autores como Kaplan e Ruback (1995), Martins (2001), Plenborg (2002), Damodaran (2006), Damodaran (2007) e Dempsey (2019). O Goodwill em terceira colocação entre os métodos mais utilizados ressalta a importância da mensuração dos ativos intangíveis para se atingir o valor de mercado de uma empresa, conforme Pastor (2017).



5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As transformações recentes do cenário econômico das corporações, desafiam administradores e acionistas a definir modelos que contribui para a gestão mais eficiente e / ou avaliação de rentabilidade eficaz. Dentro desse contexto, as ferramentas de *valuation* apresentam alternativas práticas para resolução do problema.

Sendo assim, objetivo da pesquisa foi alcançado através da bibliometria uma vez que se obteve as características das publicações sobre avaliação de empresas após a mudança na legislação contábil. Sendo assim, constatou-se que os anos com a maior quantidade de publicações sobre o tema foram em 2013 e 2018, enquanto em 2010 e 2016 não houveram publicações. A maioria das publicações são compostas por três autores ou dois autores, as IES que mais publicaram artigos sobre o assunto foram UFG, USP e UFPB, enquanto a Revista de Finanças Aplicadas foi o periódico que se destacou pela quantidade de publicações sobre *valuation*.

Ademais, foi identificado que o método mais utilizado pelos artigos no contexto da avaliação de empresas foi o Fluxo de Caixa Descontado. Esse resultado é compatível com a teoria, uma vez que esse método é o mais recomendado pela literatura por considerar a geração de fluxos de caixas futuros, ajustados por uma taxa de desconto. A presença do Goodwill entre os mais utilizados reforça a relevância de se considerar os ativos intangíveis das organizações no processo de *valuation*.

Como contribuições, esta pesquisa indicou as tendências no tema avaliação de empresas através da identificação das características das publicações sobre *valuation*, podendo auxiliar no direcionamento de futuras pesquisas. Uma das limitações do estudo em questão é que só foi utilizada uma base de dados para a coleta de dados. Para pesquisas futuras sugere-se cruzar os dados obtidos a partir de diversas bases de dados com o intuito de aumentar o tamanho da amostra e além disso expandir o estudo para o âmbito internacional.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas. 2007.
- BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michel C. **Administração Financeira: teoria e prática**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas. Trad. de Allan Vidigal Hastings. São Paulo. Editora Makron Books Ltda, 2002.**
- CORNELL, B. **Corporate valuation: Tools for effective appraisal and decision making**. Business One Irwin, 1993.
- CUNHA, D. R.; LAPEÑA, J. A. A. Análisis de los métodos de valoración utilizados en la práctica: un estudio con auditores independientes brasileños. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 3, p. 123-138, 2007.
- DAMODARAN, A. **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Stern School of Business**, p. 31, 2006.
- DEMPSEY, M. Discounting methods and personal taxes. **European Financial Management**, v. 25, n. 2, p. 310-324, 2019.
- FONSECA, J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Fortaleza: UEC, 2002. Apostila.
- KAPLAN, S. N.; RUBACK, R. S. The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1059-1093, 1995.
- KOBASHI, N. Y.; SANTOS, R. N. M. Arqueologia do trabalho imaterial: uma aplicação bibliométrica à análise de dissertações e teses. **Encontros Bibli: Revista Eletrônica de Biblioteconomia e Ciência da Informação**, v. 13, n. esp., p. 106-115, 2008.
- MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. Pearson Prentice Hall, 2005.
- MARTINS, E. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARTINS, E. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. Caderno de Estudos FIPECAFI, São Paulo, v. 13, 2000.
- MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. In: **Revista FAE**, Curitiba, v. 6, no. 2, p. 97-112, maio/dez. 2003.
- HEALY, Paul M.; BERNARD, Victor Lewis. **Business analysis & valuation: using financial statements; text & cases**. South-Western College Pub., 2000.



PASTOR, D. et al. Intangibles and methods for their valuation in financial terms: Literature review. **Intangible capital**, v. 13, n. 2, p. 387-410, 2017.

PENMAN, S. H. Discussion. of “On Accounting-Based Valuation Formulae” and “Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value”. *Review of Accounting Studies*, Columbia University, New York, v. 10, 2005.

PENMAN, S. H. Discussion of “On Accounting-Based Valuation Formulae” and “Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value”. **Review of Accounting Studies**, v. 10, n. 2-3, p. 367-378, 2005.

PLENBORG, T. Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches. **Scandinavian Journal of Management**, v. 18, n. 3, p. 303-318, 2002.

TRIVIÑOS, A. N. S. Alguns temas no desenvolvimento de uma pesquisa. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

www.editorapublicar.com.br
contato@editorapublicar.com.br
@epublicar
facebook.com.br/epublicar

CONTEXTO DAS TRANSFORMAÇÕES: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO DAS MÉTRICAS DE VALUATION NO BRASIL

ARTHUR ANTONIO SILVA ROSA
BRUNNO DA SILVA
KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO



2022

www.editorapublicar.com.br
contato@editorapublicar.com.br
@epublicar
facebook.com.br/epublicar

CONTEXTO DAS TRANSFORMAÇÕES: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO DAS MÉTRICAS DE VALUATION NO BRASIL

ARTHUR ANTONIO SILVA ROSA
BRUNNO DA SILVA
KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO



2022