

PRINCIPAIS ELEMENTOS DE VALUATION CONSIDERADOS PELOS ANALISTAS DE MERCADO

1. Introdução

O processo de estimar o valor de uma empresa de forma justa e precisa é bastante complexo. 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.

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.

Considerando o contexto apresentado o objetivo desta pesquisa 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.

2. Referencial

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 1.

Quadro 1: 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).

Essa classificação foi utilizada como o principal framework de análise da presente pesquisa.

3. Metodologia

Com o intuito de responder ao objetivo da pesquisa, este estudo será dividido em duas etapas. A primeira trata-se de uma Pesquisa Bibliográfica, com os principais elementos presente de *valuation* na teoria acadêmica. Na segunda etapa, foi realizado um Levantamento (survey) por meio de um questionário eletrônico estruturado.

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.

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.

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.

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 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.

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 propostos nesta pesquisa, no entanto, foram importantes para auxiliar a elucidar alguns fatores adicionais. Desta forma, estas perguntas não foram consideradas de preenchimento/resposta obrigatórias, sendo apenas utilizadas como forma de agregar mais informações sobre como o processo de avaliação de empresas é realizado na prática.

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.

4. Resultados

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 “*startups*”. Diante disso, sugere-se um estudo semelhante com estes dois segmentos da economia, como forma de averiguar as hipóteses aqui levantadas.

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.

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.

5. Referências

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.

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

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

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.

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

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.

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

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.

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.

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.

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.

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.

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

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.

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.

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.

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

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

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

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

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.