

# MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: ASPECTOS TEÓRICOS

## COMPANY VALUATION MODELS: THEORETICAL ASPECTS

RICARDO DANTAS LOPES

Mestre em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (2002) e graduado em Administração pela Universidade Estadual de Maringá (1999). Atualmente é Coordenador de Educação Continuada e professor da Escola de Negócios da Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUCPR), professor do Curso de Administração da FANP e da Faculdade Adventista Paranaense. Possui experiência na área de Administração, atuando principalmente nos seguintes temas: contabilidade gerencial, administração financeira e teoria geral da administração.

FRANCIELLEN COUTINHO GALDINO

Graduada em Administração pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná, PUC/PR.

### RESUMO

O trabalho “Modelos de Avaliação de Empresas: aspectos teóricos” teve como objetivo analisar, com base na teoria relacionada ao tema, os principais métodos de avaliação de empresas. Para tanto, a pesquisa destacou a definição de *valuation* e as principais justificativas para o processo de avaliação dos empreendimentos. Também avalia os principais métodos de avaliação de empresas. O processo de avaliação das organizações é complexo devido à necessidade de se analisar algumas variáveis objetivas e outras subjetivas. Existem várias técnicas de avaliação, embora não exista um consenso sobre a existência de uma técnica mais apropriada. Por fim, o trabalho destaca o uso das ferramentas de avaliação como direcionadores da gestão baseada em valor, ou seja, a gestão baseada na criação de valor para a organização.

**PALAVRAS-CHAVE:** Avaliação de empresas. Métodos de avaliação. *Valuation*.

## **ABSTRACT**

The paper “Company Valuation Models: theoretical aspects” had the objective to analyze, based on theory related to the topic, the main methods of company valuation. For that to happen, the research pointed out a definition of valuation and the main reasons for the valuation process of the ventures. This paper also evaluates the main methods of company valuation. The company evaluation process is complex due to the fact that there is a necessity of analyzing some objective and subjective variables. There are many evaluation techniques, although there is no consensus about the existence of a more appropriate technique. Lastly, this academic paper stresses the use of evaluation tools like value based management drivers, in other words, Value Creation Management for the organization.

**KEYWORDS:** Company Valuation, Evaluation methods. Valuation

## **INTRODUÇÃO**

O processo de avaliação de empresas configura-se em aspecto fundamental na constante busca de competitividade por parte das organizações. Em outras palavras, as organizações precisam avaliar seus investimentos com o objetivo de criação de valor aos acionistas. Megliorini e Vallim (2009) destacam que existem vários motivos para a determinação do valor de uma organização, ou seja, privatização de empresas públicas, cisões, incorporações e fusões de empresas, a dissolução de uma sociedade e a liquidação de um negócio. Neste sentido, constata-se a necessidade de respostas às seguintes questões: Quanto vale e quais os métodos de valoração financeira de empresas?

Diante do exposto, verifica-se que o entendimento das questões acima, ou seja, conhecer as diferentes técnicas existentes é essencial para os profissionais envolvidos nas ações das finanças corporativas. Estes precisam identificar o valor de uma organização o mais próximo da realidade, levando em consideração os compradores (valor máximo que poderia ser pago por uma empresa), vendedores (valor mínimo para concretizar a negociação) e o mercado (LAUER, 2006). Desta forma, Oliveira (2014, p. 461) pontua que a intervenção estatal e a utilização de poder pode favorecer grupos econômicos privados, acarretando, necessariamente, o estímulo ao desenvolvimento quantitativo das atividades econômicas regionais.

O ato de definir o valor de uma empresa, em linhas gerais, refere-se ao estabelecimento de um preço mínimo estimado. Para Assaf Neto (2012, p.685), o processo

de avaliação de organizações tem por objetivo determinar o valor justo de mercado. Isto é, o valor que representa os benefícios em termos dos ativos e capacidades das organizações. “A definição do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo uma coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo”.

Para Eckert et al (2011, p.1) fazer a avaliação de uma empresa é uma tarefa complexa pela necessidade de se considerar, por exemplo, os diferentes ativos tangíveis e intangíveis e os diversos tipos de obrigações. Nessas situações, o conhecimento dos métodos de avaliação de empresas, torna-se fundamental para o avaliador. Vale salientar, ainda, que a avaliação deve considerar “o potencial, a qualidade e a perspectiva de crescimento que a empresa tem, demonstrando todos os fatores envolvidos na mensuração do valor”.

A avaliação da empresa deve ser entendida como um processo para se verificar a avaliação do mercado no que se refere à “capacidade futura da empresa de gerar fluxos de caixa que lhes possibilitem receber taxas de retorno acima do custo de oportunidade”. Internamente, a valorização do preço de mercado relaciona-se diretamente com a maximização da riqueza dos proprietários (SANTOS, 2011, p.1).

Ching, Marques e Prado (2003) salientam que o valor de uma organização relaciona-se, dentre outros fatores, com a eficiência na geração de riqueza aos acionistas. Neste sentido, os gestores são pressionados para aumentar, de modo constante, o valor de suas empresas. Os autores destacam também que o objetivo dos processos de valoração das empresas busca alcançar o valor justo de mercado (*fair marketvalue*). Em outras palavras, aquele que representa a potencialidade econômica do negócio.

De acordo com Padoveze (2009, p.580), a determinação do valor da empresa também atende à questões gerenciais. Isto é, deve-se “mensurar adequadamente o valor da empresa para que os gestores da empresa, a qualquer momento, possam redirecionar seu planejamento no sentido de manter ou não o investimento”. De acordo com o mesmo autor, os principais critérios de avaliação das empresas são: 1. Valor contábil; 2. Valor de mercado; 3. Cotação da ação; 4. Potencial de rentabilidade futura.

No que se refere aos modelos utilizados para a determinação do valor das organizações, Martins (2001, p.268) destaca a seguinte classificação: “1. Técnicas comparativas de mercado; 2. Técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados; 3. Técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios (geralmente, caixa)”.

Cada uma dessas categorias diz respeito a vários modelos. O avaliador, por sua vez, deve escolher de acordo com o propósito da avaliação e as características do negócio. O primeiro modelo, baseado no mercado, procura definir o valor da empresa de acordo com comparações com organizações similares. Já a segunda classificação, ou seja, baseada em ativos e passivos contábeis ajustados, procura definir o valor da empresa com base na conversão dos itens nas demonstrações contábeis para o valor de mercado. Por fim, as

técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios determinam o valor da empresa com base em seu potencial de geração de riqueza (MARTINS, 2001).

Em termos mais específicos, Müller e Teló (2003) destacam alguns modelos de avaliação de empresas. O primeiro grupo refere-se aos modelos baseados no balanço patrimonial. Por meio desse grupo, o valor da empresa é estimado com base no valor de seus ativos. Os modelos são os seguintes: 1. Modelo do valor contábil; 2. Modelo do valor contábil ajustado; 3. Valor de liquidação; 4. Modelo do valor substancial. O segundo grupo de modelos são os baseados na demonstração dos resultados do exercício – DRE. Por meio destes modelos as empresas são avaliadas mediante o volume de lucros, vendas ou de outros indicadores de resultado. Os modelos são os seguintes: 1. Modelo do valor dos lucros; 2. Modelo do valor dos dividendos; 3. Modelo dos múltiplos de vendas.

Segundo Müller e Teló (2003) existem, ainda, os modelos baseados no *goodwill* e no fluxo de caixa. Neste último grupo, por sua vez, os valores de caixa são estimados nos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro. Os modelos são os seguintes: 1. Fluxo de caixa livre; 2. *Equity cash flow*; 3. *Capital cash flow*. Por fim, existem os modelos de criação de valor. Os mesmos são baseados no EVA - *Economic Value Added*, ou seja, valor econômico agregado.

Sendo assim, diante dos aspectos mencionados anteriormente, torna-se evidente a necessidade de se conhecer as ferramentas utilizadas para o cálculo do valor das empresas e, também, da gestão baseada em valor. Esses procedimentos, combinados de modo eficiente, devem continuamente maximizar o valor da empresa no que se refere às decisões estratégicas e operacionais.

Como mencionado anteriormente, o processo de avaliação de empresas configura-se em aspecto fundamental na constante busca de competitividade por parte das organizações. Em outras palavras, as organizações precisam avaliar seus investimentos com objetivo de criação de valor aos acionistas. Neste sentido, constata-se a necessidade de respostas às seguintes questões: Quanto vale e quais os métodos de valoração financeira de empresas?

Diante dessa perspectiva, o trabalho “Modelos de Avaliação de Empresas: aspectos teóricos” tem como objetivo analisar, com base na teoria relacionada ao tema, os principais métodos de avaliação de empresas. Para tanto, a pesquisa destaca a definição de *valuation* e as principais justificativas para o processo de avaliação dos empreendimentos. Por fim, avalia os principais métodos de avaliação de empresas.

## **2 MATERIAIS E MÉTODO**

Marcani e Lakatos (2010, p.65) destacam que todas as ciências são caracterizadas pelo uso de métodos científicos. Método, por sua vez, “é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo – conhecimentos válidos e verdadeiros – traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista”.

De acordo com Severino (2007, p.117) a ciência é constituída por meio da aplicação de técnicas. Para isso, segue um método com o apoio de princípios epistemológicos. “Tem assim elementos gerais que são comuns a todos os processos de conhecimento que pretenda realizar, marcando toda atividade de pesquisa”.

Segundo Gil (2010), a pesquisa em questão pode ser caracterizada, do ponto de vista de sua natureza como pesquisa básica. Já em relação à abordagem do problema, pode ser definida como qualitativa. Do ponto de vista de seus objetivos, a pesquisa é explicativa, isto é, identifica os fatores para a ocorrência dos fenômenos. Desse modo, do ponto de vista dos procedimentos técnicos, a pesquisa pode ser definida como bibliográfica, uma vez que é elaborada a partir de material já publicado.

O método de pesquisa utilizada foi a pesquisa bibliográfica, ou seja, a mesma usada desde o relatório parcial. Em outras palavras, a busca por referências bibliográficas e complementares fez-se presente até este relatório final.

A pesquisa bibliográfica relaciona-se à bibliografia disponível e relacionada ao tema de estudo. Sua finalidade, para Marconi e Lakatos (2010), é transmitir ao pesquisador o que foi escrito sobre o assunto pesquisado. Já Severino (2007, p.122) diz que a pesquisa bibliográfica pode ser definida da seguinte maneira:

[...] é aquela que se realiza a partir do registro disponível, decorrente de pesquisas anteriores, em documentos impressos, como livros, artigos, teses, etc. Utiliza-se de dados ou de categorias teóricas já trabalhadas por outros pesquisadores e devidamente registrados.

Em termos práticos, para o desenvolvimento desta pesquisa, foram utilizados livros, artigos e dissertações sobre o tema para uma melhor compreensão e análise do mesmo.

## **3 REFERENCIAL TEÓRICO**

Neste momento, o trabalho pretende responder aos questionamentos iniciais da pesquisa, bem como atender aos objetivos propostos. Neste sentido, seguem as principais

considerações teóricas acerca do conceito, significado e aplicação do processo de avaliação de empresas, ou seja, *valuation*. Os aspectos relevantes quanto aos métodos de avaliação e as relações com a necessidade de criação de valor ao acionista são apresentadas do decorrer da pesquisa.

### 3.1 VALUATION

De acordo com Assaf Neto (2012), todas as decisões financeiras estão vinculadas à necessidade de criação de valor da empresa, de modo a maximizar a riqueza do acionista. Partindo dessa premissa, Eckert et al (2011, p.3) esclarece que a compreensão da diferença entre preço e valor é essencial para compreensão do processo de avaliação de empresas. Preço refere-se ao montante que o vendedor e o comprador acordaram para a realização de uma operação de compra e venda. Já o valor é relativo e depende de vários fatores, alguns de caráter subjetivo. Assim, “o processo de avaliação de empresas consiste na busca do valor econômico, ou um valor que expresse o potencial de futura geração de riqueza da organização”.

*Valuation* é um tema importante no mundo globalizado, pois com essa ferramenta pode-se estabelecer metas de sobrevivência para as organizações. Existem vários métodos de avaliação e todos tem o mesmo objetivo: gerenciar o valor, buscando otimizar a riqueza dos acionistas. “A avaliação de empresas consiste numa das tarefas mais delicadas em finanças, devido à multiplicidade de modelos e fatores envolvidos na modelagem empresarial” (COSTA, COSTA E ALVIM, 2011, p. 5).

Segundo Frezatti (2003), o valor da empresa é o indicador com mais importância na organização, pois por meio dele cria-se um coeficiente comum, ou seja, interesse dos principais agentes e, assim, obtém-se algo a ser perseguido por meio de processos aceitos e planejados pela organização.

Costa, Costa e Alvim (2011) acreditam que mesmo não sendo fácil, é fundamental o processo de avaliação, para que possa direcionar a empresa na tomada de decisão, seja na aquisição, fusão e no planejamento e gestão da organização.

Para Perez e Famá (2004), como o processo de avaliação é complexo, pois envolve variáveis subjetivas e ferramental técnico, a qualidade das informações é condição *sine qua non* para a eficiência do produto final. Neste sentido, faz-se necessário a elaboração de um diagnóstico preliminar da empresa avaliada, o contexto macroeconômico, seu setor de atuação, mercado consumidor, desempenho dentre outros aspectos.

Finalmente, Costa, Costa e Alvim (2011) apresenta o seguinte questionamento: qual a melhor forma avaliação de uma empresa? Para uma resposta mais precisa, faz-se necessário o estudo de alguns modelos utilizados para esse fim.

### 3.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Diante do exposto, constata-se que o valor de uma empresa é importante para que ela consiga sobreviver, de modo sustentável, no mercado. Natural que, para tanto, haja uma análise interdisciplinar de múltiplos fatores que formam a cadeia da atividade empresarial.

A formação interdisciplinar é instrumento imprescindível para se concatenar um sistema amplo de normatividade, que parta de princípios e regras jurídicos primevos para então adentrar nas técnicas de administração, formando-se valores a institucionalizar, encaminhar racionalidades e determinar ações sociais. (VENTURI, 2015, p. 132)

A apuração dessa métrica, ou seja, do valor da empresa, não é interessante apenas para o proprietário. Interessa também para todos que pretendem investir capital financeiro, buscando participar do desenvolvimento e crescimento da organização.

Não existe uma técnica perfeita de avaliação para todas as organizações. Entretanto, existem as que melhor se adequem de acordo com as informações disponíveis. Samanez (2007) destaca cinco modelos de avaliação de empresas:

Modelo de fluxo de caixa livre descontado: As decisões de investimento e financiamento devem maximizar a riqueza do acionista, minimizar os riscos e alocar os recursos da empresa de modo eficiente. Nessa perspectiva, “os benefícios operacionais produzidos pelas empresas ou pelos projetos de investimento são expressos na forma fluxos de caixa, descontados a uma taxa mínima de atratividade”. Em outras palavras, o valor de uma empresa está relacionado à sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo. No modelo de fluxo de caixa descontado, o valor patrimonial de uma empresa é igual ao seu valor operacional mais o valor dos ativos não operacionais e menos o valor das dívidas. “O valor operacional, por sua vez, é igual ao valor presente do fluxo de caixa livre, descontado a uma taxa que reflita o custo de oportunidade de todos os provedores de capital (custo médio ponderado de capital)” (SAMONEZ, 2011, p.357). Em resumo, conforme Cerbasi (2003) por meio dessa metodologia, o valor da empresa corresponde ao valor atual do fluxo de caixa projetado, descontado às taxas correspondentes ao custo de oportunidade do acionista.

Modelo de lucro econômico ou valor adicionado (EVA – *economic value added*): Para Samanez (2007, p.367), pretende-se, por meio do método EVA, “descobrir qual o valor gerado pela empresa, pois o valor presente dos EVAs representa justamente a criação do valor”. Em

termos analíticos, essa metodologia pode ser entendida como o lucro operacional gerado após a remuneração exigida pelos credores (juros) e acionistas (custo médio ponderado de capital). Em resumo, é o valor criado pelo negócio. Santos (2011, p.166) diz que o EVA mede o valor criado por uma empresa, ou seja, o valor adicionado ao patrimônio líquido, em um exercício. De modo específico, essa medida é “igual à diferença entre o retorno sobre o capital operacional investido (RCOI) e o custo médio ponderado de capital (CMPC) multiplicada pelo volume de capital operacional investido ( $COI_t$ ) no início do exercício”. De modo prático,  $EVA = COI_t \times (RCOI - CMPC)$ . O EVA também pode ser utilizado como ferramenta de gestão. Nessa perspectiva, “o foco não se restringe apenas à empresa como um todo, mas direcionado a todas as partes. A análise do que agrega ou não valor passa a dar suporte ao processo decisório. (KASSAI, 2000 p. 197).

Modelo de avaliação por múltiplos: Para Couto Júnior e Galdi (2012) o referido modelo consiste em um método que tem por objetivo avaliar os ativos com base nos preços correntes de mercado de outros ativos semelhantes. Samanez (2007, p.369) entende o modelo de avaliação por múltiplos como uma abordagem de avaliação relativa. Este processo “consiste na obtenção de valores médios de bens equivalentes negociados no mercado e na utilização desses valores como referência ou justificativa para os preços pedidos para outros bens”. Para Gusmão (2012, p.23) o método de avaliação por valores relativos tem por objetivo avaliar a empresa por meio da comparação “com parâmetros de outras empresas similares sob a premissa de que os ativos semelhantes devem ter valores próximos”.

Modelo de fluxo de dividendos descontados: O modelo em questão, segundo Müller e Teló (2003), considera que os dividendos são parte dos lucros efetivamente pagos aos acionistas. Por isso, o valor de uma ação pode ser representado pelo valor presente dos dividendos futuros esperados. Samanez (2007, p.372) salienta que o valor da empresa é igual ao valor de mercado de seus ativos. Este último, por sua vez, é igual ao valor de mercado do patrimônio líquido mais o valor de mercado da dívida da empresa. O valor de mercado do patrimônio líquido é igual ao número de ações multiplicado pelo valor unitário da ação. De acordo com o modelo de fluxo de dividendos descontados, o valor do patrimônio líquido da empresa “é igual ao valor presente do fluxo de dividendos futuros projetados, descontados pela taxa mínima de rentabilidade considerada aceitável pelo investidos”.

Modelo de avaliação por opções reais: De acordo com Santos (2011) a metodologia em questão tem a flexibilidade como principal característica. Isto é, considera que as atitudes dos investidores e os fluxos de caixa podem sofrer alterações, de acordo com as condições de mercado. Em termos práticos, essa metodologia utiliza a técnica de árvore de decisão. Assaf Neto (2012, p.695) discute que o método de avaliação por opções reais é, de modo geral, recomendado para investimentos que possuem elevada flexibilidade futura. “Por exemplo, um investimento possui flexibilidade quando, ao não atingir os ganhos esperados

poderá ter sua duração reduzida ou, até mesmo, ser desativado”. Na mesma linha de raciocínio, Costa, Costa e Alvim (2011, p.15) destacam que o modelo por opções reais permite captar a flexibilidade e a incerteza dos negócios, “uma vez que o modelo de fluxo de caixa descontado é falho em não considerar essas duas características”.

Costa, Costa e Alvim (2011) destacam os seguintes modelos de avaliação: 1 avaliação patrimonial; 2 avaliação patrimonial de mercado; 3 avaliação com base no lucro econômico; 4 avaliação com base no fluxo de caixa descontado; 5 avaliação por opções reais; 6 avaliação por múltiplos.

O modelo de avaliação patrimonial, para Costa, Costa e Alvim (2011, p.9) fornece o valor da empresa por meio do balanço patrimonial contábil. O patrimônio líquido “é calculado com base nos princípios contábeis e reflete o passado, o que torna esse modelo inadequado na estimativa correta do valor de uma companhia que pretende dar prosseguimento indefinido nas suas atividades”. Para Padoveze (2009) como o valor da empresa é indicado pelo total do patrimônio líquido, conseqüentemente, o valor da empresa é o total do patrimônio líquido.

Na avaliação patrimonial de mercado o cálculo do valor da empresa é elaborado pela avaliação conjunta do ativo, assim como o somatório das suas obrigações do passivo, a preço de mercado. Segundo Padoveze (2009) o valor de mercado deve ser igual ao valor do patrimônio líquido a preços de mercado. Santos (2011) destaca que a determinação do valor econômico da empresa está condicionada aos valores contábeis do ativo, passivo e patrimônio líquido, compatíveis aos seus valores de mercado.

Casaroto Filho e Kopittke (2010) também apresentam algumas ferramentas de avaliação de empresas: Avaliação contábil: avaliação baseada nas contas do balanço patrimonial. Neste caso, o ativo representa o valor da empresa e o patrimônio líquido representa o valor líquido da empresa; Valor intrínseco: representa o valor de mercado, que é calculado avaliando-se o valor real de venda de cada ativo. Em relação ao valor líquido, deduz-se as contas do passivo exigível; Valor de venda: Em algumas situações o vendedor pode incluir na avaliação da empresa fatores específicos, subjetivos ou de oportunidade; Valor de compra: O valor de compra também pode ser baseado no valor intrínseco, agregando fatores que possam sobrevalorizar ou desvalorizar a empresa.

Santos (2011) apresenta, ainda, outros modelos de avaliação. A metodologia do valor de liquidação assume que o valor da empresa corresponde ao preço de uma eventual venda dos ativos (bens e direitos) no mercado. Já a metodologia do preço/lucro (P/L) está baseada na seguinte condição: se duas empresas atuam no mesmo setor e possuem aspectos semelhantes, podem ser avaliadas por meio de uma comparação direta entre seus resultados e indicadores de desempenho. Nesse caso, pode-se utilizar o índice preço/lucro (P/L).

De acordo com o mesmo autor, a metodologia de capitalização dos lucros admite que o valor da empresa “é calculado por meio da ponderação média e capitalização dos lucros históricos por uma taxa de retorno ou custo de capital ( $i$ ) que corresponda ao risco do negócio e reflita as incertezas de mercado” (SANTOS, 2011, p.115).

Müller e Teló (2003) identificaram alguns modelos de avaliação baseados no *goodwill* (ágil na aquisição de investimentos). Esses modelos dizem respeito ao valor de uma empresa, que ultrapassa o valor registrado contabilmente. Neste caso, o *goodwill* representa os ativos intangíveis e tangíveis da organização.

Como o trabalho caracteriza-se como uma pesquisa bibliográfica, os resultados encontrados referem-se ao entendimento do tema em estudo, por meio da pesquisa nas referências. Os estudos realizados destacam a importância dos processos de avaliação de empresas. As organizações, em seus processos de fusão ou aquisição, podem ser compradas ou vendidas por valores diferentes dos constantes no balanço patrimonial. Outro aspecto relevante diz respeito à existência de variáveis subjetivas que impactam no valor das empresas, ou seja, credibilidade da organização, valor da marca e dos produtos comercializados, expectativas do mercado, entre outras.

Em termos de resultados, os mais importantes referem-se ao estudo das ferramentas utilizadas nos processos de avaliação de empresas, ou seja, *valuation*. O primeiro modelo baseia-se no balanço patrimonial da organização. Por meio deste, o valor da empresa está atrelado ao valor de seus ativos. No entanto, esses modelos não consideram alguns fatores externos ou subjetivos que podem afetar, positiva ou negativamente, o valor da empresa. As subdivisões desse modelo são as seguintes: modelo do valor contábil, modelo do valor contábil ajustado e valor de liquidação.

Outra forma utilizada de determinação de valor baseia-se na demonstração do resultado do exercício. Esse modelo tem por objetivo o cálculo do valor da organização por meio do volume esperado dos lucros, vendas ou de algum indicador de resultado.

Por meio das pesquisas, foi possível identificar alguns modelos de avaliação baseados no *goodwill* (ágil na aquisição de investimentos). Também, existem os modelos baseados no fluxo de caixa. Os mesmos têm como base o conceito de que o dinheiro tem valor diferente no tempo. Em outras palavras, determinam o valor da empresa nos fluxos de caixa futuros, descontados a uma taxa, que deve refletir o risco associado a esses fluxos (cálculo do valor presente das entradas de caixa).

A avaliação de empresas pode ser feita pelo processo de opções reais. Essa teoria destaca que as decisões referentes a um projeto ou investimento precisam ser flexíveis na medida em que as incertezas relativas ao fluxo de caixa são identificadas. Em outras palavras, os gerentes podem tomar decisões diferentes em relação ao projeto: momento certo de investir ou abandonar o projeto de modo definitivo ou temporário. De modo sintético, a

vantagem desse modelo em relação aos demais é a possibilidade dos gerentes revisarem suas decisões de acordo com as diversas mudanças das variáveis do mercado.

Também merecem destaque os modelos de avaliação baseados na criação de valor, baseados no EVA. Esse modelo avalia a criação do valor ao acionista, que possibilita a mensuração do desempenho da organização.

Por fim, após o estudo dos modelos de avaliação de empresas, constata-se que o processo de *valuation* configura-se em etapa primordial para as diversas organizações nos diversos processos de investimentos, fusões ou aquisições. Independentemente do método escolhido, faz-se necessário destacar, que as organizações não podem ignorar as variáveis e expectativas futuras em relação ao ativo avaliado. Apurar o valor da empresa proporciona apoio na tomada de decisão, e, conseqüentemente, aumenta as chances de melhor desempenho perpetuado no longo prazo.

#### **4 DISCUSSÃO**

O primeiro aspecto ressaltado diz respeito à necessidade de um estudo mais aprofundado sobre o tema, pois o mesmo ainda é pouco conhecido pelos gestores da área de finanças. Posteriormente, surge um importante questionamento: por que calcular o valor da empresa?

A determinação do valor das empresas é um processo complexo. Em especial, o estabelecimento de um método específico de avaliação. Para uma avaliação eficiente devem ser levados em conta, além dos valores dos ativos, passivos e patrimônio líquido, outras variáveis importantes, ou seja, credibilidade e participação no mercado, carteira de clientes e fornecedores, tempo e ramo de atuação, dentre outras.

Faz-se necessário destacar que o processo de *valuation* possui certa dose de subjetividade, em especial em relação aos modelos baseados em valores esperados obtidos dos valores do mercado.

Costa, Costa e Alvim (2011) estabelecem alguns pontos que merecem ser analisados. Isto é, o valor da empresa também pode ser usado para fins gerenciais, de modo a gerar informações importantes para os fornecedores de capital. Nessa perspectiva, a principal questão diz respeito a verificar se o valor intrínseco da empresa, obtido por alguma ferramenta de avaliação, está acima do valor de mercado. Caso esteja, os investidores podem decidir em manter ou ampliar seus investimentos. Por outro lado, caso o valor de mercado seja mais elevado que o valor intrínseco, os investidores podem constatar que o negócio pode não ser vantajoso.

Diante das leituras e avaliações apresentadas, constata-se que um analista ao avaliar uma empresa deve procurar alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas da empresa. Essa avaliação apesar de utilizar-se de métodos e modelos quantitativos, não se processa exclusivamente mediante os fundamentos de uma ciência exata, não permitindo, portanto, a comprovação absoluta dos resultados, pois trabalha com premissas e hipóteses comportamentais. Os vários modelos e métodos de avaliação de empresas podem ser utilizados em conjunto ou separadamente. Porém, nenhum método isolado pode ser considerado o correto.

O *valuation* é fundamental no processo de gestão e no tratamento do planejamento estratégico, que limita as questões que atendem à demanda imediata pelo assunto no desenvolvimento da análise.

Valor de mercado continua sendo fundamental para a gestão e será apurado mediante a disponibilidade de uma aproximação, a quantidade de ações multiplicada pelo valor unitário em certa data. A gestão de valor é um processo interativo designado para aperfeiçoar as decisões estratégicas e operacionais da organização com foco em seus direcionamentos de valor.

A avaliação de empresas é uma ferramenta importante a ser utilizada pela administração na determinação da melhor opção para seus investidores. A discussão sobre modelos ideais de avaliação de empresas continua despertando o interesse de grande parte dos investidores e acadêmicos. Após o presente estudo pode-se afirmar que os modelos de avaliação não são alternativos e sim complementares.

O uso do *valuation* em processos de gestão visa atender os seguintes grupos de interessados: credores, gestores ou administradores e acionistas.

Finalmente, além da complexidade envolvida nos processos de avaliação das empresas, devido às variáveis que devem ser analisadas, torna-se necessário destacar algumas motivações ou justificativas para os processos de *valuation*: cálculo para fusões e aquisições, calcular o preço justo de uma ação em bolsa; entrada e saída de uma empresa na bolsa de valores; gestão da empresa com base em seu valor para o acionista; herança, testamento, haveres e arbitragem; valor justo.

## **CONCLUSÃO**

Com a pesquisa Modelos de Avaliação de Empresas: aspectos teóricos pode-se refletir sobre o objetivo geral desse trabalho, ou seja, analisar os principais métodos de

avaliação de empresas. Para tanto, o trabalho também destacou a definição de *valuation* e as principais justificativas para o processo de avaliação dos empreendimentos.

A revisão bibliográfica realizada identificou o elevado grau de complexidade nos processos de avaliação de empresas, em especial pela necessidade de análise de inúmeras variáveis. Estas, por sua vez, podem possuir um caráter objetivo e subjetivo. O trabalho evidenciou, ainda, que não existe uma única técnica para a determinação do valor justo de uma empresa. Na realidade, pode-se concluir a necessidade do uso de técnicas de modo combinado, para a obtenção de um resultado mais correto.

Pode-se concluir também que algumas técnicas de avaliação descritas podem ser utilizadas com fins gerenciais por parte das organizações. Esse uso, feito de modo correto, facilita o objetivo da organização, ou seja, a criação de valor ao acionista.

O trabalho em questão limitou-se a um estudo bibliográfico sobre o tema. Neste sentido, como sugestão para trabalhos futuros, verifica-se a necessidade de um estudo de caso.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

CASAROTO FILHO, Nelson; KOPITCKE, Bruno Hartmut. **Análise de Investimentos: matemática financeira, engenharia econômica, tomada de decisão, estratégia empresarial**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

CERBASI, Gustavo P. **Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia hidrelétrica**. 2003. n° 129. (Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

CHING, Hong Yuh; MARQUES, Fernando; PRADO, Lucilene. **Contabilidade e Finanças para não Especialistas**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.

COSTA, Luiz Guilherme Tinoco Aboim; COSTA, Luiz Rodolfo Tinoco Aboim; ALVIM, Marcelo Arantes. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

COUTO JÚNIOR, Clovis Grimaldo; GALDI, Fernando Caio. Avaliação de Empresas por Múltiplos Aplicados em Empresas Agrupadas com Análise de Cluster. **Revista de Administração Mackenzie**. São Paulo, set/out 2012. Disponível em <<http://www.scielo.br/pdf/ram/v13n5/v13n5a06.pdf>>. Acesso em 02/03/2013.

ECKERT, A, et al. Métodos de Avaliação do Valor das Empresas: proposição de aplicação em uma empresa prestadora de serviços contábeis. **Scientia Plena**. Vol. 7, n. 11. 2011. Disponível em: <<http://www.scientiaplena.org.br/ojs/index.php/sp/article/viewFile/392/422>>. Acesso em 10/05/2011

FREZATTI, Fabio. **Gestão de Valor na Empresa: uma abordagem abrangente do valuation** a partir da contabilidade gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2010.

GUSMÃO, Paula Saraiva. **Métodos de Avaliação de Propriedades Agrícolas no Brasil**. 2012. 120f. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-26062012-164252/pt-br.php>>. Acesso em 06/05/2013.

KASSAI, José Roberto et al. **Retorno de investimento**: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

LAUER, Osvaldo César. **Avaliação de Empresas (valuation)**: o fluxo de caixa descontado aplicado a empresas transmissoras de energia elétrica. 2006. 215f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade do Estado de Santa Catarina, Florianópolis, 2006. Disponível em: <[http://www.tede.udesc.br/tde\\_busca/arquivo.php?codArquivo=923](http://www.tede.udesc.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=923)>. Acesso em 06/05/2013.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos da Metodologia Científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

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

MEGLIORINI, Evandir; VALLIM, Marco Aurélio. **Administração Financeira**: uma abordagem brasileira. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

MÜLLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque. Modelos de Avaliação de Empresas. **Revista FAE**. Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003  
PADOVEZE, Clóvis Luís. **Contabilidade Gerencial**: um enfoque em sistema de informação contábil. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

OLIVEIRA, Marcella Gomes de Oliveira; OPUSZKA, Paulo Ricardo. Direito e Atividade Econômica: uma análise interdisciplinar sobre a intervenção estatal. In: **Revista Jurídica**. v. 2. n. 35. pp. 445-462. 2014. Disponível em: <http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/968/666>. Acesso em: 10.jul.2016.

PEREZ ,Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Métodos de Avaliação de Empresas e o Balanço de Determinação. **Administração em Diálogo**. São Paulo, n.6, 2004.

SAMANEZ, Carlos Patrício. **Gestão de investimentos e criação de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

SANTOS, José Odálio. **Valuation** – um guia prático: metodologias e técnicas para análise de investimentos e determinação do valor financeiro de empresas. São Paulo: Saraiva, 2011.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do Trabalho Científico**. 23. ed. São Paulo: Cortez, 2007.

VENTURI, Eliseu Raphael. Cidadania Empresarial: ferramentas de gestão e estudos empíricos sobre responsabilidade socioambiental. In: **Revista Jurídica**. v. 1. n. 38. pp. 119-135. Disponível em: <http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/1264/825>. Acesso em: 10.ago.2016.