

O VALOR DE EMPRESAS: PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

Ricardo de Assis PERINA¹

Resumo: Este trabalho tem como objetivo analisar os diversos métodos de avaliação de empresas. A importância de assunto é realçada a partir do momento em que as empresas buscam alternativas de competitividade através de fusões e ou aquisições. São apresentados os diversos métodos adequados a cada situação. A utilização do método do valor presente líquido tem sido recomendado pelo fato de incorporar expectativas futuras que influem no valor da empresa.

Palavras Chave: Métodos de avaliação de empresa; valor presente líquido; custo de capital; horizonte de tempo

Introdução

Na década de 1990 a economia brasileira passou por significativas transformações, em que a busca da competitividade num mercado globalizado foi à tônica das estratégias das empresas, o que exige dos administradores novas estratégias de ações que visem não só sobrevivência como também o crescimento da firma. Entre as diversas alternativas de inserção neste mercado, as empresas têm optado pela sua reestruturação através de aquisições e/ou fusões, resultando nos últimos anos em um significativo número de transferências acionárias.

No processo de aquisições e fusões, surge o problema da determinação do valor da empresa objeto de negociação, pois busca-se encontrar parâmetros coerentes que diminuam os problemas de assimetria

¹ Mestre em Economia Aplicada pela ESALQ/USP. Professor convidado do Programa de Educação Continuada de Economia e em Gestão de Empresas. Professor da FAC-FEA - CEP 16055-270 - Araçatuba (SP)

de informações entre as partes negociadoras torna-se importante o estudo dos diversos métodos de avaliação de empresas e seleção de um método adequado que responda as principais questões relativas a precificação desses ativos.

A prática da determinação do Valor da Empresa pode ser útil, em situações onde se pretenda:

- a) Estimar o resultado da realização de novos investimentos.
- b) Estimar valores de compra e venda, fusões ou parcerias estratégicas.
- c) Definir metas, monitorar desempenho a partir do valor da empresa.

O trabalho utiliza-se do referencial teórico de Mondigliani, Miller e M. J. Gordon utilizados em estudos de Millan (1992), Falcini (1995), Copeland et al (2000), Damodaran (2001), Martins (2001) e Mattos (2001).

1 Fatores que influenciam o valor da empresa

A pesquisa bibliográfica relata um grande número de métodos que visam determinar o valor de uma empresa. Muitas vezes, com nomenclatura e metodologias diferentes, resultam valores iguais.

Martins (2001) afirma que as diversas alternativas de avaliação não são conflitantes entre si ou substitutivas uma de outras, podendo haver integração entre diversos métodos.

A primeira grande dificuldade na valoração de uma empresa é que ela não é um ente estático, mas acima de tudo depende de seres humanos responsáveis pela criação de uma cultura interna que leve a interação dos diversos fluxos e processos objetos da atividade da mesma. Isso justifica o fato de que muitas vezes o valor de empresa está acima daquele que é resultado da soma dos deveres e obrigações que compõem o patrimônio líquido.

“Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de

estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado; é um ponto de referência muito importante para a análise e compreensão das diversas forças que movimentam e motivam os indivíduos, em economias livres e eficientes, nas suas relações de troca. Falcini (1995, p 15)

Esse autor realça dois fatores de importância para uma boa avaliação o que muitas vezes dificulta a obtenção de resultados adequados.

O primeiro é o da utilidade que o empreendimento representa para o indivíduo que pode ser objetiva ou subjetiva. No que diz respeito à utilidade objetiva de um empreendimento, a avaliação está assentada na realidade dos números e cifras. A utilidade subjetiva, no entanto, pode apresentar-se com valores decorrentes de interesses não só econômicos, mas muitas vezes interesses pessoais, não traduzíveis para números realistas.

O segundo fator refere-se à qualidade das informações relevantes sobre a empresa, no que tange às suas políticas e decisões de investimento, financiamento e dividendos, que influirão no resultado futuro do empreendimento.

Segundo Martins et al. (2001), a avaliação de uma empresa se inicia pelas demonstrações contábeis, que podem ser ajustadas para obter-se o valor econômico da empresa. No entanto, diversas críticas à sua utilização, listadas a seguir, dificultam a aproximação de um valor adequado.

1. Os relatórios contábeis normalmente se baseiam em custos históricos afastados dos valores correntes;
2. Alguns itens, principalmente as contas a receber, estão contabilizados por seu valor futuro, quando o adequado seria o valor presente;
3. O conservadorismo tende a subestimar os valores dos ativos;
4. Existem várias operações relevantes que normalmente não são registradas, tais como: arrendamento mercantil, posições em derivativos, garantias, goodwill etc.²

² Termo de uso generalizado nas empresas e refere-se a parte dos ativos não tangíveis.

O capital intelectual, por exemplo, não é contemplado no uso dessas demonstrações.

De acordo com Falcini (1995) o valor de um ativo pode ser medido, basicamente, por dois métodos:

- a) Estimativa de valor matemático intrínseco que corresponde a uma estimativa do preço possível de uma eventual venda de um bem ou direito no mercado, no estado em que se encontram;
- b) Estimativa do valor de rendimentos líquidos descontados ao valor presente a um determinado custo de oportunidade ou custo de capital.

O segundo método é chamado pelo autor de valor econômico relevante, ou do valor presente líquido. O valor economicamente relevante de um investimento, no enfoque de rendimentos, é uma função do retorno esperado desse investimento e de seu correspondente risco. Uma avaliação devidamente fundamentada norteia o processo de tomada de decisão do investidor em empresa que se revele eficiente através da sua capacidade operacional de gerar rendimentos com menor risco possível, maximizando assim o seu valor.

O cálculo do valor econômico está associado à presença de incertezas, pois o processo de cálculo do valor presente envolve estimativa de benefícios econômico futuros e, portanto, incerto. A busca de informações neste sentido é fundamental para estimativas de valor econômico racional. Falcini (1995, p37) chama atenção para o fato de que “A qualquer ponto do tempo, uma empresa é um conjunto de projetos de investimento em andamento, cada qual num determinado estágio de geração maior ou menor, de fundos de caixa, função de seus ciclos econômicos e de vida”.

O autor visualiza a empresa separando-a por atividades econômicas classificando-as como: monetárias, operacionais, investimentos e financiamentos com recursos próprios ou de terceiros. A primeira se refere à situação de liquidez da empresa. A segunda define a capacidade produtiva e o nível tecnológico da mesma. Os investimentos são aqueles necessários para manter ou aumentar esta capacidade e a última mostra o grau de alavancagem e sua influência no valor da empresa.

Conforme Clemente (1999), o Valor Final da Empresa é obtido pela soma do Valor Presente Líquido, Valor Residual e Valor dos Créditos ou Débitos Fiscais que compõem o Valor Operacional da Empresa. A esse valor soma-se o Valor dos Ativos Não Operacionais, o Valor das Aplicações Financeiras deduzidas do Valor Atual do Endividamento.

Com o uso de técnicas comparativas de mercado, em ativos e passivos contábeis ajustados e desconto de fluxos futuros dos benefícios líquidos Martins et al. (2001) listam os principais métodos de avaliação econômica, expostos a seguir. Entre os métodos selecionados encontram-se os que utilizam como ponto de partida os valores contábeis, Método de Valor Contábil, Método de Valor de Reposição ou Reconstituição, Método do Valor do Mercado, Método do Valor Presente Líquido.

2 Método de valor contábil

O modelo de avaliação patrimonial contábil está baseado na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais.

Esse modelo pode ser representado pela equação:

$$\begin{array}{l} \textit{Valor da} \\ \textit{empresa} \end{array} = \begin{array}{l} \textit{Ativos} \\ \textit{contábeis} \end{array} - \begin{array}{l} \textit{Passivos} \\ \textit{exigíveis} \\ \textit{contábeis} \end{array} = \begin{array}{l} \textit{Patrimônio} \\ \textit{Líquido} \end{array}$$

(1)

Por ativos contábeis, entende-se como a soma dos ativos circulante, realizável em longo prazo e o permanente. No item passivo exigível inclui o circulante, e o exigível a curto e longo prazo.

Martins et al. (2001), sugerem que os valores apresentados nas peças contábeis devam ser adequados, para melhor representação do valor patrimonial, pelos seus preços passados, presentes ou futuros. O primeiro representa o custo histórico, o segundo o custo corrente e o terceiro o custo de reposição futuro. Esses mesmos valores podem ser representados pelos preços de entrada, obtidos nos segmentos de mercado onde a empresa capta

recursos, ou pelos valores de saída obtidos nos segmentos do mercado onde a empresa fornece os produtos.

No entanto, este método é suscetível a críticas sendo que a principal delas está relacionada às distorções resultantes da legislação tributária que utiliza indicadores de correção inflacionária inadequados à realidade das peças contábeis Martins (2000) considera que o método de avaliação patrimonial pode ser utilizado desde que se incluam a inflação e o custo de oportunidade, tratando, pois, o assunto de forma intertemporal.

Martins (2000) considera ainda que os diversos métodos de Avaliação de Empresas podem ser utilizados desde que se considerem dois itens de fundamental importância, que é a inflação e o custo de oportunidade, tratando, pois, o assunto de forma intertemporal. O autor conclui que os métodos com base na avaliação contábil e do valor presente líquido são complementares e não devem ser tratados isoladamente, e que a pesquisa e a prática devem buscar modelos integradores, pois todos os métodos buscam um único objeto que é o caixa.

3 Método de valor de reposição ou reconstituição

Esse método refere-se ao valor correspondente aos recursos necessários para a aquisição, dentro de condições normais, de todos os bens possuídos pela empresa idênticos aos existentes. Tal método muitas vezes utilizado é criticado, pois uma empresa pode estar melhor localizada com melhores condições de abastecimento e de mão-de-obra e embora com as mesmas características tecnológicas possui desempenho superior à outra. São, portanto, empresas semelhantes com valores diferentes. Além disso, a construção de uma nova empresa demanda tempo, que pode estar associado a um custo de oportunidade intertemporal, não quantificável, que pode viesar o valor obtido.

4 Método do valor de mercado

Um outro método que é utilizado refere-se à aferição do valor de uma empresa, comparando a outros negócios em situações semelhantes que tenham ocorrido recentemente. No entanto, tal critério pode ser utilizado apenas quando o número de negócios similares ocorre em quantidade suficiente que permita utilizar os valores como proxy. Além disso, esse método costuma desconsiderar os benefícios líquidos futuros que a empresa poderia gerar.

Em termos de equação, a avaliação patrimonial pelo mercado pode ser representada pela equação:

$$\begin{array}{l} \textit{Valor da} \\ \textit{empresa} \end{array} = \begin{array}{l} \textit{Ativos} \\ \textit{ajustados} \end{array} - \begin{array}{l} \textit{Passivos} \\ \textit{ajustados} \end{array} \quad (2)$$

Esse método pode ser utilizado em diversas situações onde os itens patrimoniais possuam características tangíveis e possam ser quantificados no mercado, como nos exemplos especificados no quadro 1. Nestes casos os ativos e passivos podem ter seus valores contábeis ajustados pelos preços de mercado

5 Método de valor presente líquido

O quarto método refere-se ao modelo de avaliação econômica que utiliza o fluxo de caixa obtido pela diferença entre os benefícios e despesas

Quadro 1 – Critérios de Avaliação para diversos itens patrimoniais.

Patrimonial	Critério de avaliação proposto
de matérias-primas	Custo de reposição
de produtos acabados	Valor líquido de realização
receber	Valor presente do recebimento futuro
exigível	Ajustado a seu valor de mercado, de acordo com as condições de crédito e taxas de juros acordadas.

Fonte: MARTINS (2001)

previstos de uma entidade, num determinado horizonte de tempo, atualizado no momento presente por uma determinada taxa de desconto, apropriada para este tipo de empresa.

Algebricamente o valor presente pode ser obtido pela equação abaixo:

O cálculo do valor presente pode ser representado esquematicamente no quadro 2 onde se obtém os fluxos de caixa nos diversos períodos, por uma determinada taxa de desconto.

$$VP = \sum_{t=0}^n \frac{B_t - C_t}{(1+r)^t}$$

(3)

Onde:

VP = Valor Presente

n = Número de Períodos Projetados

t = Período

B_t = Benefícios obtidos no período *t*

C_t = Desembolsos realizados no período *t*

r = Taxa de desconto apropriado a empresa

Quadro 2 – Representação esquemática do cálculo do valor presente

Ano	FC	Fator de Desconto (<i>f</i>)	Valor Presente FC
0	-FC0	1	-FC0
1	FC1	$\frac{1}{(1+r)}$	FC1 * <i>f</i> 1
2	FC2	$\frac{1}{(1+r)^2}$	FC2 * <i>f</i> 2
⋮	⋮	⋮	⋮
N	FCn	$\frac{1}{(1+r)^n}$	FCn * <i>f</i> n

Fonte: Elaboração do autor, adaptado de FALCINI (1995).

Assim, a partir desta disposição analítica o Valor Presente da Empresa pode ser representado pela equação

$$VP = -FC_0 + \sum_{t=1}^n FC_t \cdot f_t$$

(4)

Onde:

- VP* = Valor Presente dos Fluxos de Caixa obtidos num horizonte de tempo *n*.
- FC₀* = Fluxo de Caixa no período zero, referindo-se a desembolsos iniciais para adequação da capacidade produtiva correspondente ao programa de produção proposto.
- FC_t* = Fluxo de Caixa obtido no período *t*
- FC_n* = Fluxo de Caixa no último período projetado
- f_t* = Fator de desconto no período *t*
- f_n* = Fator de desconto no período *n*
- t* = período de tempo.

Para Copeland (2000), Damodaran (2001) e Martins (2001), com o Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), pode-se obter o Valor da Empresa por três caminhos. O primeiro, descontando-se o Fluxo de Caixa do ponto de vista da Empresa, sem considerar os encargos das dívidas ou novos financiamentos. O segundo, como alternativa deste, desconta-se este fluxo de caixa a uma taxa apropriada ao risco desta empresa somando-o ao resultado atualizado das dívidas acrescidas dos seus respectivos encargos. No terceiro, desconta-se o fluxo de caixa do ponto de vista do acionista, que é obtido deduzindo-se do fluxo de caixa do ponto de vista da empresa o valor das dívidas os seus encargos, e acrescentando-se os novos financiamentos necessários para manter o nível de alavancagem adequado a empresa. O fluxo de caixa do ponto de vista da empresa quando esta não possui dívidas coincide com o fluxo de caixa do ponto de vista do acionista.

Tecnicamente, o fluxo de caixa do ponto de vista da empresa é igual ao seu resultado operacional depois dos impostos, mais custos que não envolvem desembolso de caixa, menos os novos investimentos em capital de giro e capital fixo. Ele não incorpora os fluxos de caixas relativos a despesas

de financiamento e ou dividendos. Reflete, pois o caixa gerado pelas operações que está disponível a todas as fontes de capital da empresa, tanto na forma de capital próprio como de terceiros. Assim, pode-se expressar algebricamente pela equação:

$$FC = (RT - CT - DT)(1 - tc) + Dt + \Delta(CG_t + It) \quad (5)$$

Onde:

RT = Receita no período t

CT = Despesas desembolsáveis em t

DT = Despesas não desembolsáveis em t

tc = Alíquota de impostos

t = Período de tempo

ΔCG_t = Variação de capital de giro em t

ΔIt = Variação de capital fixo em t

O fluxo de caixa, neste caso, representa o potencial de geração de riqueza dos ativos, independente da sua forma de financiamento, já deduzida as parcelas destinadas a novos investimentos e variação no capital de giro. Chega-se ao valor da empresa caso ela fosse financiada por capitais próprios, ou seja, não alavancada financeiramente com recursos de terceiros.

No caso de empresas que possuem dívidas, para se chegar ao valor líquido da empresa pelo método do fluxo de caixa da empresa, é necessário deduzir-se o valor atualizado destas, descontando-as pelas taxas de risco do referido segmento de atuação da empresa. Assim:

$$VE = VP - \frac{Dívidas}{atualizadas}$$

Onde:

VE = Valor Líquido da Empresa

VP = Valor total da empresa, obtido a partir do desconto do fluxo de caixa do ponto de vista da empresa.

Pode-se também utilizar o fluxo de caixa descontado do ponto de vista do acionista para se chegar ao valor líquido da empresa. Eventuais vantagens fiscais existentes sobre os encargos devem ser acrescidas no fluxo de caixa, contribuindo positivamente neste caso, no valor líquido da empresa.

Martins et al (2001), afirmam que o valor econômico da empresa representa o potencial de geração de riqueza que os ativos da empresa propiciam ou, que se espera que venham a propiciar, independentemente da forma em que esses ativos são financiados. Chega-se, assim, ao valor da empresa caso ela fosse financiada exclusivamente com capitais próprios. Já o valor para os acionistas é calculado pelo fluxo de caixa líquido, após, computados os efeitos de todas as dívidas tomadas para financiar a empresa. Esse fluxo de caixa representa o valor que realmente está disponível para os acionistas. Resumidamente pode-se representar os dois tipos de fluxo de caixa nos quadros 3 e 4 abaixo:

Quadro 3 - Fluxos de Caixa do ponto de vista da Empresa

Especificação	FC_i
Recebimentos (<i>R</i>)	
(-) Despesa (<i>C</i>)	
= Fluxo de Caixa Op. Bruto (<i>FCO_B</i>)	
(-) Impostos (<i>tc</i>)	
= <i>FCO_B (1 - tc)</i>	
(-) Variação nos Investimentos	
(-) Despesas não desembolsáveis	
(-) Variação no capital giro	
(=) Fluxo de Caixa Líquido	

Fonte: Elaborada pelo autor, adaptado de LAPPONI (1996), COPELAND (2000) e DAMODARAM (2001).

Quadro 4 – Fluxos de Caixa Livre do ponto de vista do acionista

Especificação	FC_i
Fluxo de Caixa Operacional	
(-) Desp. financeiras acrescidas de reduções nos impostos: <i>i (1 - tc)</i>	
(-) Amortização financiamento	
(+) Novos financiamentos	
(+) Despesas não desembolsáveis	
= <i>FCL</i>	

Fonte: Elaborada pelo autor, adaptado de COPELAND (2000) e DAMODAM (2001).

Autores como Finnerty (1999), Galesne et al. (1999) afirmam que o método do valor presente líquido é apropriado ao uso de avaliação de empresas e desenvolvimento de projetos financeiros, inclusive os “Project Finance”.

Vieira (1998), utilizando-se do instrumental computacional Excel e da linguagem Visual Basic, avalia economicamente micro e mini usinas de leite na região de Marília, Estado de São Paulo utilizando-se do método do valor presente líquido considerado pelo autor como adequado ao tratamento daquele assunto.

Martins (2000) considera, ainda, que os diversos métodos de Avaliação de Empresas podem ser utilizados desde que se considerem dois itens de fundamental importância, que é a inflação e o custo de oportunidade, tratando, pois, o assunto de forma intertemporal. O autor conclui que os métodos com base na avaliação contábil e do valor presente líquido são complementares e não devem ser tratados isoladamente, e que a pesquisa e a prática devem buscar modelos integradores, pois todos os métodos buscam um único objeto que é o caixa.

6 O custo do capital

A utilização do método do valor presente exige a escolha correta da taxa de desconto apropriada a classe de risco da empresa analisada.

Segundo Damodaram (2001) a escolha da taxa incorreta para descontos dos fluxos de caixa pode levar a um viés no valor da empresa. A taxa de desconto a ser utilizada na atualização dos valores obtidos nos fluxos de caixa do ponto de vista da empresa deve refletir o custo de capital de cada uma das fontes de financiamentos, próprios ou de terceiros, ponderada por sua contribuição ao capital da empresa. É o chamado custo médio ponderado de capital. Na composição dele, deve-se levar em conta o custo de capital da empresa que é o custo de oportunidade para o investidor, ou seja, a taxa de retorno que estes investidores esperam receber em outros investimentos de risco equivalente. O custo do capital de terceiros refere-se às taxas pactuadas nos contratos de financiamento.

O custo médio ponderado do capital pode ser representado pela equação:

Econ. Pesqui. Araçatuba v.5, n.5, p. 60-77 Mar. 2003

$$CMPC = re \left(\frac{E}{A} \right) + rd \left(\frac{D}{A} \right)$$

(8)

Onde:

CMPC = Custo Médio Ponderado do Capital

D = Valor dívida

E = Valor patrimônio líquido

A = Total ativo

re = Custo do capital próprio ou custo de oportunidade

rd = Custo das dívidas pactuadas

Ao se descontar o fluxo de caixa na ótica do acionista, os autores recomendam a utilização do custo de oportunidade exigido pelos detentores do capital, como taxa de desconto. A formação desta taxa deve englobar uma taxa de mercado considerada livre de risco, acrescido de um prêmio pelo risco assumido pelo empresário. Na quantificação do prêmio deve-se levar em conta a volatilidade do mercado em que se insere a empresa, representada pelo coeficiente β , multiplicado pelo spread entre retorno médio do mercado e a taxa livre de risco.

$$Co = r_f + \beta(r_p)$$

(9)

Onde:

Co = Custo do capital ou custo de oportunidade

r_f = Taxa livre de risco

r_p = Diferença entre o retorno médio do mercado e a taxa livre de risco

β = Coeficiente relacionado ao risco da indústria.

No caso de se optar pelo desconto do fluxo de caixa do ponto de vista da empresa e do respectivo fluxo das dívidas acrescidas dos encargos, a taxa de desconto utilizada nos dois fluxos deve corresponder ao custo do capital próprio ou custo de oportunidade.

É importante salientar que essas taxas de desconto devem representar valores reais ou deflacionados na medida em que os fluxos de caixa são projetados em valores constantes.

O Valor Econômico da Empresa cresce em situações onde a taxa de retorno ou custo do capital próprio seja maior que o CMPC (Custo Médio Ponderado do Capital). Copeland (2000) simula situações onde, mantendo a taxa de retorno menor que o custo médio ponderado de capital, o Valor Econômico da Empresa diminui mesmo com o crescimento do Fluxo de Caixa Operacional.

Para Azevedo Filho (2001) o valor atual dos fluxos líquidos de um projeto é obtido a partir do desconto da diferença entre fluxos de benefícios e fluxos de custos, a uma determinada taxa de desconto. Embora reconheça que este método é o mais consistente dos indicadores disponíveis, traz a limitação de não apresentar sensibilidade à escala de um empreendimento. A escolha da taxa de desconto, dependendo de seu valor, pode alternar escolhas entre dois ou mais investimentos.

7 Período da projeção

Copeland et al. (2000) chama a atenção para o tempo de projeção. Como as empresas não têm prazo de duração definido, os autores recomendam separar a análise do valor em dois períodos. O Valor Econômico da Empresa é obtido pela soma do Valor Presente dos fluxos de caixas no período um, que é resultado da projeção no período considerado, e o Valor Presente do período dois que é chamado também Valor Residual ou Valor da Perpetuidade.

Para se obter o valor do segundo período, também chamado valor residual ou valor da perpetuidade, utiliza-se o resultado operacional do último

ano do 1º fluxo de caixa, como o do primeiro ano do 2º período e desconta-se o mesmo pelo custo médio ponderado de capital, ou pelo custo de oportunidade dependendo do critério utilizado para se obter o fluxo de caixa de acordo com a equação:

$$Vr = \frac{FC_{n+1}}{CMPC} \quad \text{ou} \quad Vr = \frac{FC_{n+1}}{CO} \quad (10)$$

Onde:

Vr = Valor residual
 FC_{n+1} = Fluxo de Caixa no período imediatamente seguinte ao período de projeção
 $CMPC$ = Custo Médio Ponderado do Capital
 Co = Custo de Oportunidade

Esta equação corresponde àquela utilizada por Azevedo Filho (2001), que é o valor de ativos com rendimento perpétuo. Importante salientar que o residual ou perpetuidade entrará na formação do fluxo de caixa do último ano do 1º período de análise.

Provavelmente, a maior crítica que o método do valor presente pode receber é a definição do horizonte de projeção dos benefícios e custos. No entanto, uma boa base de dados com um tratamento adequado das informações pode contribuir para que este assunto não seja fator limitante da análise.

Está claro que, ao se tratar de previsões, à medida que se projeta por um número maior de anos, a possibilidade de erros provavelmente aumenta, mas o fato de se considerar a perpetuidade da empresa em um período longo faz com que o valor do fluxo de caixa descontado do último período se aproxime de zero, não influenciando, pois, significativamente, o valor presente.

Martins et al. (2001), partindo de um exemplo hipotético mostram que quando se projeta todas as variáveis com a mesma taxa de crescimento o valor presente calculado para 254 períodos de fluxo de caixa é igual ao

valor calculado para 10 anos mais a perpetuidade. Copeland sugere o uso de um período de tempo de 70 anos. Quando há uma taxa de desconto mais elevada, acima de 6% ao ano, um horizonte de tempo de 30 anos pode ser suficiente para uma boa aproximação do valor da empresa que pode ser demonstrado através de simulações envolvendo projeções com diversos períodos de tempo.

A partir das proposições de Modigliani e Miller e do modelo Gordon, expostas em Millan (1992), Falcini (1995) e Matos (2001) têm-se a fundamentação teórica de que:

- 1) O valor de uma empresa pode ser obtido a partir do desconto dos fluxos de caixa futuros a uma determinada taxa representativa da classe de risco da empresa;
- 2) O valor da empresa independe do grau de alavancagem financeira da empresa, admitidas as hipóteses do modelo MM;
- 3) O custo médio ponderado de capital não se altera com variações no grau de alavancagem da empresa;
- 4) O custo de capital próprio ou a expectativa de retorno do capital próprio está linearmente relacionado com o nível de endividamento da empresa;
- 5) Na ausência de endividamento o CMPC é igual à expectativa de retorno da empresa ou o custo de oportunidade do empresário ou custo do capital próprio;
- 6) O valor de uma empresa alavancada financeiramente pode ser obtido pela soma do valor presente do fluxo de caixa da empresa e do valor presente do fluxo das dívidas acrescidas de seus encargos, descontados a mesma taxa correspondente à classe de risco;
- 7) Em economias onde o custo financeiro possa ser utilizado com dedução do imposto de renda a pagar, empresas alavancadas financeiramente podem ter valores superiores às não alavancada.

CÓNSIDERAÇÕES FINAIS

Como se pode concluir, são diversos os métodos que podem ser utilizados num processo de avaliação de empresas. Todos eles possuem as peculiaridades que indicam que o seu depende das características de cada ativo a ser avaliado.

Os autores reconhecem que todos eles são criticados em algum aspecto, mas, que não excludentes entre eles.

O método que utiliza o valor presente líquido de um fluxo de caixa projetado num determinado horizonte de tempo e descontado a uma determinada taxa de juros tem respaldo na teoria econômica e tem sido recomendado nos estudos que exigem a precipitação de ativos.

O seu uso indica que uma empresa não tem seu valor fixo no tempo, mas sim, depende de mudanças futuras nos recebimentos e desembolsos como também da taxa de requeridas pelo empresário para assumir riscos.

Mudanças nas taxas de juros da Economia alteram o valor da empresa, exibindo uma correlação negativa entre estas variáveis.

PERINA, Ricardo de Assis. The value of the companies: the main evaluation methods. **Economia & Pesquisa**, Araçatuba, v.5, n.5, p.60-77, mar. 2003.

Abstract: This work aims to analyze the various methods of company evaluation. The importance of this issue is emphasized from the moment that the companies seek for competitiveness alternatives through fusions and or purchasings. The several proper methods are presented in each situation. The utilization of the present net value has been recommended due to the fact of incorporating future expectations, which may influence in the value of the company.

Key words: Company evaluation methods; present net value; capital cost; deadline.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AZEVEDO FILHO, A. Elementos da matemática financeira e análise de projetos de investimento. Disponível em <<http://www.am.esalq.usp.br/matfin.html>>. Acesso em: jun. 2001.
- CLEMENTE, Ademir; SOUZA, Alceu. **Projetos empresariais e públicos**. São Paulo: Atlas, 1999.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas “valuation”**: calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron, 2000.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. 3. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.
- FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- GALESNE, Alain; FENSTERSEIFER, J.E.; LAMB, Roberto. **Decisões de investimentos da empresa**. São Paulo: Atlas, 1999.
- HOLANDA, Nilson. **Planejamento e projetos**. Rio de Janeiro, APEC, 1974.
- LAPPONI, J. C. **Avaliação de projetos**. São Paulo: LTE, 1996.
- MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. **Caderno de Estudos – FIPECAFI**, São Paulo, v.13, jul/dez, 2000.
- _____. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à economia**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MATOS, João Amaro de. Capital Structure: models and ideas. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINAÇAS, 10, 2001, São Paulo: Anais... São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2001.
- MILLAN, Paulo S. **Emissão de debêntures, mudança de estrutura de capital e valor da empresa**. 1992. Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 1992.