

# PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: VANTAGENS E DESVANTAGENS\*

TANIA MARIA DIEHL\*\*

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo apresentar as vantagens e desvantagens dos principais métodos de avaliação de empresas que servem para fornecer uma estimativa de valor para um negócio e orientar os gestores na tomada de decisões. O artigo é uma pesquisa exploratória e bibliográfica desenvolvida mediante material já elaborado, principalmente de livros e de artigos, e possui como objetivo buscar um maior conhecimento e aprofundamento sobre o assunto, explorando os conceitos relacionados aos principais métodos de avaliação de empresas. Será apresentada, inicialmente, uma introdução a fim de inteirar o leitor sobre o conteúdo. Em seguida, optou-se por expor uma breve contextualização sobre o surgimento das primeiras teorias relacionadas ao assunto e o motivo pelo qual essa matéria tornou-se tão importante nas últimas décadas. Serão apresentados, de forma resumida, conceitos relacionados a valor de um ativo, bem como as situações em que os processos de avaliação são de grande relevância. No último capítulo serão enumeradas as vantagens e desvantagens de cada modelo. E, por fim, será exposta a conclusão sobre o conteúdo abordado.

**Palavras-chave:** Métodos de avaliação de empresas. Valor.

## 1 INTRODUÇÃO

O dinamismo da economia, que é resultado da crescente globalização e financeirização dos mercados, faz com que as empresas aprimorem constantemente os seus produtos e serviços e também a sua gestão, o que requer uma demanda maior por aporte de capital.

---

\* Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas (FCE) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, em dezembro de 2010. Orientador: Prof. Dr. Paulo Schmidt.

\*\* Formanda do Curso de Ciências Contábeis da UFRGS. Contato: tania.diehl@gmail.com

A fim de atingir esses objetivos, empresas de diversos setores econômicos recorrem a operações de reestruturação societária, como combinações de negócios, abertura de capital, entrada de novos sócios, ou emissão de títulos, por exemplo. Para realizar essas transações é necessário um estudo e uma análise aprofundada com a finalidade de avaliar o *fair value*<sup>1</sup> das empresas envolvidas, orientando, assim, os investidores em suas estratégias.

Existem vários métodos de avaliação que auxiliam os avaliadores a estimarem um valor para a operação. Esses métodos podem ser classificados de duas formas: valores de entrada e valores de saída. Assim, pode-se chegar a vários resultados diferentes, dependendo do método que for utilizado.

Dessa forma, este artigo tem por objetivo apresentar as vantagens e desvantagens dos principais métodos de avaliação de empresas. Para isso, optou-se por apresentar inicialmente uma contextualização sobre a importância e o surgimento das primeiras teorias relacionadas ao assunto, o significado de valor de ativo e algumas situações em que a avaliação torna-se necessária. Em seguida, serão abordados os conceitos e as características dos principais modelos de avaliação classificados em valores de entrada e valores de saída e, por fim, serão descritas as vantagens e desvantagens dos modelos abordados.

O artigo será uma pesquisa exploratória. Segundo Beuren et al. (2008, p. 80) “[...] por meio da pesquisa exploratória, busca-se conhecer com maior profundidade o assunto de modo a torná-lo mais claro.” Dessa forma, o artigo irá buscar um maior conhecimento e aprofundamento e será desenvolvido para dar uma visão geral sobre o assunto, buscando explorar os conceitos relacionados a métodos de avaliação de empresas. O procedimento a ser adotado para a coleta de dados é a pesquisa bibliográfica – “[...] desenvolvida mediante material já elaborado, principalmente livros e artigos científicos.” (GIL<sup>2</sup> apud BEUREN et al., 2008, p. 87).

## **2 VALOR DE UM ATIVO**

Os primeiros elementos relacionados à análise e ao controle operacional de empresas surgiram na primeira metade do século XX com a Escola Norte-Americana<sup>3</sup> (SCHMIDT; SANTOS, 2006, p. 82). Nesse período, a definição de avaliação de desempenho estava

---

<sup>1</sup> *Fair value* significa valor justo.

<sup>2</sup> GIL, Antônio C. Métodos e técnicas em pesquisa social. São Paulo: Atlas, 1999..

<sup>3</sup> Segundo Schmidt e Santos (2006, p. 73) a “Escola Norte-americana surgiu em 1887 com a criação do AAPA (AICPA), que trabalhou na qualificação da informação contábil, na padronização da contabilidade, na divisão da contabilidade em financeira (informação externa) e gerencial (informação interna)”.

atrelada a critérios puramente econômicos e racionalistas, em um contexto organizacional caracterizado pela certeza, estabilidade e previsibilidade (ENSSLIN; MONTIBELLER; NORONHA<sup>4</sup> apud SCHMIDT; SANTOS; MARTINS, 2006, p. 4).

A partir da década de 1990, a importância da avaliação das empresas tornou-se mais evidente. Um novo cenário surge a partir desse momento, marcado por um ambiente competitivo, explosão tecnológica, consumidores exigentes em termos de preço e qualidade, incerteza, instabilidade e financeirização e internacionalização dos mercados. As empresas perdem forças para ditar o preço dos produtos, o qual passa a ser estabelecido pelo mercado, reduzindo, assim, a margem de lucro.

Por outro lado, surge a figura do acionista, exigindo dos administradores desempenho operacional e maximização dos lucros. Dessa forma, as organizações são obrigadas a se adaptarem a essa nova realidade e passam a buscar a melhoria do seu potencial de gerenciar informações e conhecimento, a fim de aumentar a sua capacidade de criação de valor aos acionistas.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 4) quatro principais fatores desempenharam funções na ascensão do valor para o acionista:

1. O surgimento de um mercado ativo pelo controle acionário nos anos 80, após a aparente incapacidade de muitas equipes de administração para reagir a grandes alterações em seus setores.
2. A crescente importância de características baseadas em ações nos pacotes de remuneração da maioria dos altos executivos nos Estados Unidos e muitos deles na Europa.
3. A crescente penetração de participações acionárias como parte dos ativos domiciliares, após o forte desempenho dos mercados acionários dos Estados Unidos e da Europa desde 1982.
4. O crescente reconhecimento de que muitos sistemas de seguridade social, especialmente na Europa Continental e no Japão, estão na rota de insolvência.

Já Costa, Costa e Alvim (2010, p. 7) apresentam os seguintes fatos históricos como justificativa ao fortalecimento da gestão baseada em valor:

- globalização e desregulamentação dos mercados de capitais e privatizações;
- fim dos controles sobre capitais e câmbio permitindo mobilização aos capitais;
- avanços em tecnologia de informações;
- maior liquidez do mercado de títulos;
- mudança na atitude das novas gerações para poupar e investir;
- expansão dos investimentos institucionais – fundos de pensão e fundos mútuos;
- melhoria na administração do risco.

---

<sup>4</sup> ENSSLIN, L. MONTIBELLER, G. NORONHA, S. M. Apoio à decisão: metodologia para estruturação de problemas e avaliação multicritério de alternativas. Florianópolis: Insular, 2001.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002) existem grandes discussões quanto à importância do valor para o acionista em relação a medidas como nível de emprego, responsabilidade social e meio ambiente. Os autores sustentam a idéia de que os administradores devem concentrar-se na criação de valor, e justificam dizendo que, na maioria dos países desenvolvidos, a influência dos acionistas domina os interesses da alta administração e que as economias voltadas para o acionista possuem melhor desempenho em relação a outros modelos econômicos.

Existem na literatura vários conceitos de valor. Mas, em primeiro lugar, é importante destacar que o valor de um negócio é definido pelo processo de negociação entre vendedor e comprador. Para Santos (2008, p. 3), valor é “[...] o mais alto preço que poderia ser obtido se as quotas ou ações de uma empresa fossem vendidas em uma transação de mercado.” Martins et al. (2001, p. 263) defende que valor justo de mercado é “[...] aquele que representa, de modo equilibrado, a potencialidade econômica de uma companhia.” Schmidt, Santos e Kloekner (2006, p. 2) afirmam que valor de um ativo “[...] é a soma de todos os fluxos de caixa que este ativo irá gerar ao longo de sua vida útil.” Portanto, valor é a capacidade de gerar ganho, riqueza econômica e benefícios de caixa futuros.

### **3 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Os métodos de avaliação servem para fornecer uma estimativa de valor para uma empresa. Cabe destacar que a avaliação não irá definir um valor preciso, mas uma referência que sirva como base para o negócio, e deverá ser “[...] determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados.” (MARTINS et al., 2001, p. 263). Para Oliveira (2004), a avaliação de empresas é o processo estruturado em que todos os fatores externos e internos são analisados e avaliados quanto a possíveis resultados a serem apresentados. Martins et al. (2001, p. 263) diz que “Ao avaliar uma empresa, objetivamos alcançar o *valor justo de mercado* [...]”.

Várias são as situações em que o processo de avaliação é de grande relevância. Dentre elas, destacam-se:

- a) prover sinergia, reduzir impostos, garantir melhor economia de escala, melhorar as condições competitivas e expandir a participação de mercado da empresa investidora (SANTOS, 2008, p. 10);

- b) ferramenta de gestão e planejamento financeiro (COSTA; COSTA; ALVIM, 2010, p. 6);
- c) compra e venda de negócios (MARTINS et al., 2001, p. 263);
- d) fusão, cisão e incorporação de empresas (MARTINS et al., 2001, p. 263);
- e) dissolução de sociedade (MARTINS et al., 2001, p. 263);
- f) liquidação de empreendimentos (MARTINS et al., 2001, p. 263);
- g) privatizações (MARTINS et al., 2001, p. 263);
- h) avaliação dos gestores de gerar riqueza para os acionistas (MARTINS et al., 2001, p. 263);
- i) formação de parcerias e joint-ventures (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2009, p. 3);
- j) gestão de carteiras de investimento e de fundos de private equity e venture capital (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2009, p. 3);
- l) abertura e fechamento de capital (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2009, p. 3);
- m) liquidação judicial (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2009, p. 3);
- n) aquisição de carteiras de cliente e linhas de negócios (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2009, p. 3).

A figura a seguir apresenta as principais finalidades da avaliação de empresas segundo uma pesquisa realizada com 29 entrevistados entre março e novembro de 2004 publicada em um artigo de autoria de Martelanc et al. (2005).

| Finalidade   | Respostas  |               |
|--|------------|---------------|
| Assessoria em fusões e aquisições                          | 23         | 22,1%         |
| Assessoria de compra e venda de participações minoritárias | 20         | 19,2%         |
| Abertura e fechamento de capital                           | 11         | 10,6%         |
| Liquidação judicial  | 2          | 1,9%          |
| <b>Reestruturação da empresa</b>                           |            | <b>53,8%</b>  |
| Análise de parcerias e joint ventures                      | 19         | 18,3%         |
| Análise de viabilidade de projetos de investimento         | 14         | 13,5%         |
| Financiamento, crédito e emissão de debêntures             | 3          | 2,9%          |
| <b>Investimento e financiamento</b>                        |            | <b>34,6%</b>  |
| Análise de gestão de valor                                 | 5          | 4,8%          |
| Planejamento fiscal  | 1          | 1,0%          |
| <b>Gestão da empresa</b>                                   |            | <b>5,8%</b>   |
| Determinação de preço de compra e venda de ações           | 6          | 5,8%          |
| <b>Mercado secundário</b>                                  |            | <b>5,8%</b>   |
| <b>TOTAL (mais de uma resposta por respondente)</b>        | <b>104</b> | <b>100,0%</b> |

Figura 1: Finalidade da Avaliação

Fonte: VIII SEME AD FEA-USP (2005)<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/8semead/resultado/trabalhosPDF/315.pdf>>. Acesso em: 13 set. 2010.

A Figura 1 permite perceber que as atividades de reestruturação de empresas representam a principal finalidade de avaliação de empresas, correspondendo a 53,8% das respostas dos entrevistados.

Existem vários métodos de avaliação que auxiliam os avaliadores a estimar um valor para a operação, alguns são mais simples e outros mais sofisticados. Assim, pode-se chegar a vários resultados diferentes, dependendo do método que for utilizado. Além disso, os modelos podem ser usados em conjunto ou separadamente, e devem ser levados em conta: suas vantagens e desvantagens, as expectativas do avaliador, os riscos da atividade operacional da empresa, os índices de desempenho, os cenários considerados e o objetivo da avaliação na escolha do método a ser utilizado.

A escolha do método de avaliação deve ser coerente com a finalidade da avaliação e com as características da empresa avaliada para que esta possa chegar a uma conclusão que indique o seu valor real. A aplicação equivocada de algum método num processo de avaliação pode gerar resultados que não reflitam a realidade, acarretando perdas significativas.

Segundo Santos, Schmidt e Fernandes (2006) e Martins et al. (2001), os modelos de avaliação de ativos classificam-se da seguinte forma: a valores de entrada e a valores de saída.

### 3.1 A VALORES DE ENTRADA

Os valores são obtidos no mercado de aquisição dos ativos. Assim, quando se registra um ativo pelo seu valor de entrada, está transferindo-se o reconhecimento do lucro para o momento da venda, quando haverá a confrontação da receita com a sua despesa correspondente. Sua utilização é adequada em situações de continuidade, porque fornece valores mais objetivos e porque não existe a necessidade de ativo sendo negociado regularmente no mercado para realizar a sua mensuração (SANTOS; SCHMIDT; FERNANDES, 2006, p. 5). As mais importantes formas de avaliação de ativos a valores de entrada são:

- a) custo histórico;
- b) custo histórico corrigido;
- c) custo corrente;
- d) custo corrente corrigido e
- e) custo de reposição futuro.

### **3.1.1 Custo histórico**

Segundo Santos, Schmidt e Fernandes (2006, p. 5), a avaliação baseada no custo histórico é “[...] um conceito estático de avaliação que não considera os efeitos da variação nos níveis de preços e representa o esforço financeiro efetuado no momento da aquisição ou produção que corresponde ao preço combinado entre comprador e vendedor.” Para Martins et al. (2001), os usos que consagraram o custo histórico foram a apuração de impostos e a apuração de dividendos. Ele deve ser evitado nos casos em que se pretende apurar a capacidade de geração futura de riqueza.

### **3.1.2 Custo histórico corrigido**

Este método considera a variação do valor de reposição do ativo, ou seja, ajusta-se o custo corrente do ativo por um coeficiente de variação do índice geral de preços ou outro índice (SANTOS; SCHMIDT; FERNANDES, 2006, p. 7). Portanto, é interessante a utilização desse método em economias que sofrem com problemas de inflação. Durante o período de 1958 até o final de 1995, era obrigatória, para a contabilidade brasileira, a correção das contas contábeis do ativo permanente e o patrimônio líquido.

### **3.1.3 Custo corrente**

Segundo Hendriksen<sup>6</sup> (1992 apud MARTINS et al., 2001, p. 52), o custo corrente representa “o preço de mercado que poderia ser pedido para o mesmo ativo, ou seu equivalente.” Ou seja, é o sacrifício necessário para disponibilizar um item semelhante ao que já possuímos ou desejamos repor. Martins et al. (2001) salienta que a aplicação desse modelo de avaliação é amplamente utilizada na gestão interna das empresas. O custo corrente e o custo histórico tendem a ser idênticos no momento da aquisição do bem, mas seus valores se distanciam quando ocorrem alterações de preços.

---

<sup>6</sup> HENDRIKSEN, E. S. e VAN BREDA, M. F. Accounting Theory. 5. ed. Illinois: Irwin, 1992

### **3.1.4 Custo corrente corrigido**

Segundo Santos, Schmidt e Fernandes (2006), a avaliação a custo corrente corrigido considera a avaliação do valor de reposição do ativo unido com a variação de preços. Os autores salientam ainda que, para alguns pesquisadores, este é o mais completo conceito de avaliação, e que deveria ser adotado para avaliação geral de ativos, porque combina as vantagens do custo corrente com as do custo histórico corrigido.

### **3.1.4 Custo de reposição futuro**

Segundo Martins et al. (2001), a comparação entre o valor da venda e o custo corrente do estoque na data da operação pode não representar adequadamente o resultado bruto, pois a empresa pode efetuar a reposição dos estoques após a data da venda. Dessa forma, pode ser utilizada a avaliação a custo de reposição futuro, a fim de avaliar o item em questão pela expectativa do custo corrente na data da sua reposição.

## **3.2 A VALORES DE SAÍDA**

Os modelos de mensuração de ativos a valores de saída “[...] referem-se ao preço de troca do ativo no mercado, ou seja, o valor que o mercado pagaria pelo ativo (valor de realização).” (SANTOS; SCHMIDT; FERNANDES, 2006, p. 7). As mais importantes formas de avaliação de ativos a valores de saída são:

- a) valor líquido realizável;
- b) valor de liquidação;
- c) equivalente de caixa corrente;
- d) valor presente do fluxo de benefícios futuros.

### **3.2.1 Valor líquido realizável**

Segundo Santos, Schmidt e Fernandes (2006), nesse modelo o valor líquido realizável é obtido a partir do preço de venda cotado sobre a demanda do mercado, ou seja, considera o preço de venda subtraído do custo de realização. Os autores salientam, ainda, que o método somente pode ser aplicado a ativos destinados à venda.



### **3.2.2 Valor de liquidação**

De acordo com Santos, Schmidt e Fernandes (2006, p. 8), a avaliação a valores de liquidação “[...] considera a venda forçada de ativos [...]” e “[...] é utilizada nos casos de descontinuidade da empresa [...]” ou “[...] quando os ativos tenham perdido sua utilidade normal.”

### **3.2.3 Equivalente de caixa corrente**

Este modelo considera a capacidade de compra do mercado e “[...] parte da premissa de que todos os itens do ativo possuem um valor presente de mercado e aqueles que não o possuem seriam baixados do ativo no ato da compra.” (SANTOS; SCHMIDT; FERNANDES, 2006, p. 8).

### **3.2.4 Valor presente do fluxo de benefícios futuros**

Segundo Santos, Schmidt e Fernandes (2006, p.9), o modelo “[...] considera o valor presente do fluxo de benefícios que um ativo poderia gerar para a empresa, descontando uma determinada taxa de oportunidade, por um período futuro estimado.” Os autores consideram, ainda, que esta seja a melhor forma de avaliação de ativos. Para Santos, Schmidt e Fernandes (2006), os modelos de avaliação com base no valor presente dos fluxos de benefícios futuros podem se classificar em três grandes grupos:

- a) avaliação por fluxo de caixa descontado:** segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2009, p. 14), “O método do fluxo de caixa descontado está fundamentado na idéia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa estarão disponíveis para distribuição.” Portanto, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que será gerado no futuro pelo negócio, o qual é trazido ao seu valor presente para refletir o tempo e o risco associado à distribuição. Segundo Damodaran (2010), esta metodologia é mais fácil de ser aplicada em empresas com fluxos de caixa positivos e que possam ser estimados para períodos futuros com algum grau de confiabilidade, e onde exista um substituto para o risco que possa ser utilizado com o propósito de obter as taxas de desconto.

**b) avaliação relativa:** segundo Damodaran (2010, p. 18) “Na avaliação relativa o valor de um ativo deriva da precificação de ativos ‘comparáveis’, padronizados pelo uso de uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas.” Essa abordagem confia muito mais no mercado, diferentemente da avaliação por fluxo de caixa, que busca o valor intrínseco. Damodaran (2010) apresenta quatro passos para usar os múltiplos e perceber o mau uso nas mãos de outros: (1) Testes Definidores (assegurar que o múltiplo seja definido consistentemente e medido uniformemente entre as empresas sob comparação); (2) Teste Descritivo (é necessário ter uma idéia de como os múltiplos variam entre as empresas do mercado); (3) Testes Analíticos (analisar o múltiplo, entender quais fundamentos o determinam e também como as mudanças nesses fundamentos se traduzem quando ocorrem mudanças nos múltiplos); (4) Testes de Aplicação (encontrar as empresas adequadas para a comparação e controlar as diferenças que possam persistir entre elas). Para comparar empresas similares no mercado, é necessário padronizar os valores. Estes podem ser padronizados em relação aos lucros gerados, ao valor contábil ou ao valor de reposição dos ativos empregados, à receita gerada ou às medidas específicas para empresas do mesmo setor.

- **múltiplo de lucro:** de acordo com Damodaran (2010), é o mais utilizado e do qual mais se faz uso impróprio e, normalmente, aplica-se quando se verifica o preço pago por uma ação como um múltiplo do lucro por ação gerado pela empresa. Esse índice preço/lucro (PL) pode ser estimado usando-se os lucros correntes por ação (PL corrente) ou os lucros esperados por ação para o próximo período (PL a termo). Segundo Martins et al (2001, p. 271), para se chegar ao valor do empreendimento, multiplica-se a relação entre o preço e o lucro por ação das entidades similares pelo lucro da avaliada.

- **múltiplo do valor contábil ou valor de reposição:** conforme Damodaran (2010) o valor contábil do patrimônio líquido é a diferença entre o valor dos ativos da empresa e o valor dos seus passivos. Como o valor contábil de um ativo reflete o seu custo original, ele pode estar registrado por um valor significativamente diferente do seu preço de

mercado<sup>7</sup>. Dessa forma, a partir da utilização desse método, é possível verificar se o ativo está sub ou superavaliado. Martelanc, Pasin e Pereira (2009) consideram que esses múltiplos são mais precisos quando aplicados em instituições financeiras, em virtude da natureza dos ativos e do estabelecimento de um nível máximo de alavancagem.

- **múltiplos de receitas:** o Índice Preço/Venda mede o valor do patrimônio líquido ou um negócio relacionado à receita que ele gera. Empresas que negociam a baixo índice Preço/Venda são menos valorizadas em relação a empresas que negociam altos índices. Esse índice é amplamente utilizado para avaliar empresas de tecnologia (DAMODARAN, 2010, p. 577).

- **múltiplo de setor específico:** segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2009, p. 208), os múltiplos de setor específico “são relativos a uma indústria em particular e se referem normalmente a unidades produzidas/vendidas, como KWh, Tonelada, metros cúbicos, linhas telefônicas instaladas, número de visitas a uma home page, número de vidas seguradas e assim por diante”.

c) **avaliação de direitos contingente:** segundo Damodaran (2010, p. 23), um direito contingente ou uma opção “é um direito sobre um ativo que se paga apenas sob determinadas contingências – se o valor do ativo subjacente exceder um valor preestabelecido para uma opção de compra ou atingir um valor menor do que o preestabelecido para uma opção de venda”. Esse ativo com características de opção é avaliado através da utilização de um modelo de precificação de opções. Uma opção, de acordo com Damodaran (2010), pode ser avaliada como uma função das seguintes variáveis: o valor corrente e a variância em valor do ativo subjacente; o preço de exercício da opção e o prazo até o vencimento; a taxa de juros livre de risco.

---

<sup>7</sup> Valor de mercado do patrimônio líquido de uma empresa reflete a expectativa do mercado em relação à capacidade da empresa em gerar lucros (DAMODARAN, 2010, p. 545).

## **4 VANTAGENS E DESVANTAGENS DOS PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Neste capítulo serão apresentadas as vantagens e desvantagens dos métodos de avaliação de empresas citados no capítulo anterior.

### **4.1 AVALIAÇÃO A VALORES DE ENTRADA**

Segundo Martins et al. (2001), os métodos de avaliação a valores de entrada possuem as seguintes vantagens:

- vínculo facilmente perceptível com o caixa investido;
- praticabilidade: representa o grau de dificuldade inerente à obtenção de um dado ou informação;
- objetividade: pode ser considerado objetivo avaliar um ativo pelo valor constante no documento que respaldou sua aquisição.

Além disso, devido à simplicidade no processamento de dados e informações, as avaliações baseadas em valores de entrada podem proporcionar ao usuário condição para que ele mesmo realize suas análises.

Martins et al. (2001) considera que as maiores desvantagens em relação aos métodos de avaliação a valores de entrada estão relacionadas à utilidade, ou seja, com a importância que o usuário atribui ao dado ou à informação.

#### **4.1.1 Avaliação a Custo Histórico (ou Original)**

Martins et al. (2001) cita as seguintes vantagens do modelo de avaliação a custo histórico:

- é o valor de entrada que melhor atende aos conceitos de objetividade e praticabilidade;
- contribui para a proteção do capital da empresa;

- exige menos premissas definidas pelo avaliador, permitindo que o usuário processe o dado de acordo com seus pressupostos e objetivos;
- forte correlação com o fluxo de caixa, informação considerada importantíssima para vários usuários devido à força probatória implícita.

Duas grandes desvantagens da avaliação a custo histórico corrigido são apresentadas por Martins et al. (2001):

- desconsideração da variação do poder aquisitivo da moeda;
- não reconhecimento do custo do capital próprio empregado.

Martins et al. (2001, p. 36) relaciona, também, algumas situações em que seu uso exclusivo não seria recomendável:

1. avaliação para compras e vendas de empresas em marcha, privatizações etc.;
2. processos de encerramento de atividade (inclui falência);
3. processos de cisão, incorporação ou fusão;
4. garantias, penhores etc.;
5. gestão interna que não seja olhar apenas o desempenho passado etc.

#### **4.1.2 Avaliação a Custo Histórico Corrigido**

Segundo Martins et al. (2001) as seguintes vantagens estão relacionadas à utilização do custo histórico corrigido:

- a apuração do resultado do exercício compreende os efeitos da variação do poder aquisitivo da moeda;
- melhora a qualidade das demonstrações financeiras mediante a homogeneização dos valores dos elementos adquiridos ou formados em data distinta;
- está vinculado ao fluxo de caixa das transações ocorridas, considerando o efeito da inflação quando esse fluxo de caixa compreende momentos diferentes;
- está vinculado à idéia de que lucro é caixa obtido contra caixa investido, mas trazendo ambos os valores a uma moda de capacidade aquisitiva constante.

As desvantagens relacionadas à avaliação a custo histórico corrigido são as seguintes, segundo Martins et al. (2001):

- redução de ênfase na praticabilidade e na objetividade, em comparação com o custo histórico corrigido;
- as empresas incorrem em maiores custos para capturar e processar os dados necessários para atualização dos itens não monetários;
- dúvidas sobre qual indicador utilizar;
- erros nas escolhas dos indicadores;
- discordância com relação aos indicadores determinados por alguns usuários.

Assim, percebe-se que o custo histórico corrigido goza de uma grande vantagem em relação ao custo histórico que é a utilidade, pois o mesmo considera os efeitos da variação do poder aquisitivo da moeda. Entretanto, esse benefício exige certa redução de ênfase na praticabilidade e na objetividade.

#### **4.1.3 Avaliação a Custo Corrente**

As seguintes vantagens da avaliação a custo corrente são citadas por Martins et al. (2001):

- permite ao usuário externo a obtenção de uma aproximação razoável do valor que deveria desembolsar para obter um ativo igual ou equivalente àquele objeto de avaliação;
- permite uma avaliação mais adequada dos valores correntes das receitas e despesas;
- permite a apuração de um valor mais significativo, em termos de valor de mercado, do que a soma dos custos históricos incorridos em diferentes datas;
- permite identificar a parcela do lucro que não pode ser distribuído em cada operação, desde que se queira reinvestir na continuidade do mesmo negócio;
- permite identificar os lucros gerados pela estocagem de bens destinados à venda e ao uso e apropriá-los aos períodos em que são gerados;

- permite a administração do lucro operacional corrente que pode ser usado para melhorar as previsões de fluxos futuros de caixa.

Martins et al. (2001, p. 72) relaciona também algumas desvantagens com a utilização do custo corrente:

1. Os preços podem estar disponíveis para itens sazonais, personalizados, produtos fabricados por métodos obsoletos ou em processo de elaboração, tornando a avaliação subjetiva;
2. Mudanças nos custos correntes nem sempre refletem mudanças nos preços correntes de venda, fato que poderia sugerir impropriamente um aumento na capacidade de geração de riqueza;
3. Os custos correntes podem não representar o valor corrente do item para empresa.

#### **4.1.4 Avaliação a Custo Corrente Corrigido**

Martins et al. (2001), ao comparar a avaliação do custo corrente corrigido com a do custo corrente, diz que aquele possui a vantagem de prestar informações mais comparáveis, devido ao uso de uma moeda de poder aquisitivo constante, proporcionando maior utilidade aos relatórios contábeis. E, ao comparar com a do custo histórico corrigido, o autor defende que o custo corrente corrigido também se propõe a aumentar a utilidade da informação por meio da identificação das variações dos preços dos itens patrimoniais da empresa, adicionalmente ao reconhecimento das variações dos preços gerais da economia.

Martins et al. (2001, p. 82) apresenta como desvantagem que “A elevação do nível de utilidade da informação pelo reconhecimento das variações de preços gerais da economia e específicas dos itens patrimoniais mantidos pela empresa prejudica os conceitos da praticabilidade e da objetividade.”

#### **4.1.5 Avaliação a Custo de Reposição Futuro**

A principal vantagem do custo de reposição futuro em relação ao custo corrente “[...] consiste em elevar o nível da utilidade da informação quando esperamos significativas alterações de preços para as futuras compras dos recursos consumidos.” (MARTINS et al., 2001, p. 88).

As principais desvantagens desse modelo consistem na elevação do nível de subjetividade relacionado à previsão do custo da próxima aquisição do item avaliado e do nível de dificuldade de geração da informação decorrente do dimensionamento dos ajustes das expectativas dos preços das reposições futuras. Além disso, a utilidade pode ser prejudicada devido à divulgação de um grande número de informações (MARTINS et al., 2001, p. 88).

## 4.2 AVALIAÇÃO A VALORES DE SAÍDA

Martins et al. (2001, p. 94), ao comparar a avaliação a valores de saída com a avaliação a valores de entrada, destaca que aquela é mais subjetiva e menos prática. Segundo o autor, os valores de saída são usados geralmente em relatórios gerenciais “[...] permitindo a identificação oportuna das expectativas de resultados associados às decisões dos gestores.”

### 4.2.1 Avaliação a Preços Correntes de Venda ou Valor Líquido Realizável

Como vantagens, Martins et al. (2001) cita que o método a valor líquido realizável, além de possuir as mesmas vantagens atribuídas ao custo corrente, reduz a dificuldade de projetar as futuras entradas de caixa quando forem relevantes os gastos relativos à realização do item patrimonial.

Como desvantagens, Martins et al. (2001) comenta que, além de possuir as mesmas desvantagens atribuídas ao custo corrente, também demanda maiores esforços para a elaboração de relatórios devido à ampliação da quantidade dos componentes de valor. Além disso, a utilização desse modelo para ativos que não possuem um valor corrente de venda pode prejudicar a utilidade da informação em virtude da sua distorção.

### 4.2.2 Avaliação a Valores de Liquidação

A principal vantagem do modelo de avaliação a valores de liquidação é “[...] a identificação do volume de recursos que podemos dispor para alterarmos repetidamente uma posição, bem como para aquisição de empreendimentos para desmanche.” (MARTINS et al., 2001, p. 110).



Sua principal desvantagem é a aplicabilidade restrita em virtude do pressuposto da venda forçada e a sua subjetividade em virtude da ausência de um mercado organizado de venda forçada (MARTINS et al., 2001, p. 110).

#### **4.2.3 Avaliação por Equivalentes Correntes de Caixa**

Tendo como base o conceito relacionado ao método, presume-se que a principal vantagem é que ele proporciona uma informação próxima do valor econômico do objeto avaliado.

Segundo Chambers<sup>8</sup> (1966, apud SANTOS; SCHMIDT; FERNANDES, 2006, p. 9), uma desvantagem é que esse modelo excluiria os bens intangíveis e, também, os bens que não possuíssem valor de transação no mercado, como, por exemplo, máquinas e equipamentos fabricados sob medida para determinada empresa por não possuírem equivalentes no mercado.

#### **4.2.4 Avaliação a Valor Presente do Fluxo de Benefício Futuro**

Para Martins et al. (2001) as principais vantagens do modelo são as seguintes:

- é a opção que mais se aproxima do valor econômico do item avaliado;
- identificam imediatamente os elementos patrimoniais geradores de riqueza e também dimensiona imediatamente essa riqueza.

Em relação às desvantagens, Martins et al. (2001) cita que o modelo:

- mostra-se vulnerável quando analisado pelos ângulos da objetividade e praticabilidade;
- as variáveis são subjetivas e de difícil obtenção;
- em relação à utilidade, o modelo pode deixar a desejar em relação a itens de permanência prolongada.

---

<sup>8</sup> CHAMBERS, Raymond J. **Accounting, evolution and economic behavior**. New Jersey: Prentice Hall, 1966.

#### 4.2.4.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Segundo Damodaran (2010), nos seguintes cenários a avaliação por fluxo de caixa descontado necessitará de alguns ajustes para não distorcer a avaliação:

- empresas com receita e fluxos de caixa negativos e que esperam perder dinheiro durante algum tempo no futuro. Nesse caso, torna-se difícil estimar fluxos futuros de caixa devido à possibilidade de falência.
- empresas cíclicas, pois como os fluxos de caixa dessas empresas tendem a seguir o comportamento da economia, torna-se dificultoso prever o tempo de uma recessão ou uma recuperação econômica.
- empresas com ativos não-utilizados. Como a avaliação por fluxo de caixa descontado considera todos os ativos que produzem fluxo de caixa, os ativos não utilizados ou subutilizados não serão considerados no cálculo desse método. Dessa forma, é necessário estimar o valor de mercado desse ativo e incorporá-lo ao valor da entidade.
- empresas com patentes ou opções de produtos não utilizados e, portanto, que não geram resultado, mas que, mesmo assim, têm valor, estima-se o valor de mercado desse ativo e incorpora-se o mesmo ao valor da empresa.
- empresas em processo de reestruturação. Cada mudança na estrutura da empresa torna mais difícil a estimativa dos fluxos futuros de caixa e afeta o grau de risco da mesma. Nesse caso, incorporam-se ao fluxo futuro de caixa projetado os efeitos das mudanças.
- empresas-alvo de aquisições. Deve ser levado em conta se existe ou não sinergia nessa fusão e o efeito exercido pela mudança de gerência sobre os fluxos de caixa e o risco. Dessa forma, os efeitos dessas mudanças devem ser incorporados aos fluxos de caixa projetados e à taxa de desconto.
- empresas de capital fechado. Torna-se difícil a mensuração do risco para essas empresas, pois a maioria dos modelos de risco/retorno exige que os parâmetros de risco sejam estimados a partir de preços históricos do ativo objeto de análise. Uma possível solução seria verificar o grau de risco de empresas semelhantes que atuam na bolsa.

Martins et al. (2001) cita as seguintes vantagens da avaliação por fluxo de caixa descontado:

- está num dos mais elevados níveis de atendimento ao conceito da utilidade;
- identifica imediatamente os elementos patrimoniais geradores de riqueza;
- pode ser considerada uma forma de avaliação insuperável, quando conseguida a sua aplicação com valores confiáveis.

Como desvantagens, Martins et al. (2001) destaca o seguinte:

- o modelo mostra-se vulnerável nos quesitos de objetividade e praticabilidade;
- tratando-se de itens de permanência prolongada, poderá ferir o conceito de utilidade;
- o acúmulo de afastamentos entre os valores praticados na economia e os capitalizados, ao longo do tempo, pode gerar informações ilusórias;
- o uso generalizado e pouco refletido do valor presente do fluxo de caixa pode disseminar comportamentos imediatistas, incentivadores da especulação financeira exagerada, em detrimento da produção de bens e serviços e de seus benefícios de longo prazo.

#### 4.2.4.2 Avaliação Relativa ou por Múltiplos

A simplicidade, a rapidez na precificação de novas informações e a necessidade de poucas informações são algumas das vantagens da avaliação relativa em relação aos outros métodos. Entretanto, em relação às desvantagens, esse método é o que apresenta o maior número de erros quando mal aplicado, pois as empresas utilizadas na avaliação podem ser semelhantes, até certo ponto, à empresa avaliada, contudo nunca serão idênticas. Outro problema é em relação à dificuldade de se obter informações confiáveis de algumas empresas e, além disso, um setor inteiro poderá estar super ou subavaliado (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2009, p. 196-197).

A avaliação relativa se baseia em duas abordagens: fundamentos e comparáveis.

#### ***4.2.4.2.1 Utilizando Fundamentos***

Esta abordagem relaciona múltiplos às informações básicas da empresa a ser avaliada, como por exemplo: taxas de crescimento de lucro e fluxo de caixa, índices de pagamento e risco. Exigem-se, para a aplicação deste modelo, as mesmas informações que são usadas no modelo de fluxo de caixa descontado. Sua principal vantagem é a possibilidade de demonstrar o relacionamento entre múltiplos e as características da empresa, permitindo observar como eles mudam à medida que as características da empresa também mudam (DAMODARAN, 2010, p. 19).

#### ***4.2.4.2.2 Utilizando Comparáveis***

Esta abordagem é a mais utilizada dentre as avaliações relativas, sendo que sua principal característica é a comparação dos indicadores da empresa avaliada e o preço estabelecido pelo mercado de empresas similares ou a uma avaliação anterior da própria empresa<sup>9</sup>. Entretanto, algumas vezes é necessário aceitar empresas com algumas diferenças em relação àquela que está sendo avaliada, devido à dificuldade de encontrar empresas comparáveis. E, quando isso acontece, torna-se necessário medir, de alguma forma, as diferenças de crescimento, risco e fluxo de caixa (DAMODARAN, 2010, p. 19).

Para comparar empresas similares no mercado, é necessário padronizar os valores. Estes podem ser padronizados em relação aos lucros gerados, ao valor contábil ou ao valor de reposição dos ativos empregados, à receita gerada ou às medidas específicas para empresas do mesmo setor.

##### ***4.2.4.2.2.1 Múltiplos de Lucro***

A simplicidade do modelo é considerada uma vantagem, e o que o torna uma escolha atraente para aplicação que variam da fixação de preços de ofertas iniciais à realização de análises de valor relativo (DAMODARAN, 2010, p. 499).

---

<sup>9</sup> Segundo Damodaran (2010, p. 19), a comparação de indicadores da empresa avaliada com a situação anterior da mesma empresa, somente pode ser utilizado quando se está diante de uma empresa madura, com uma longa história.

Damodaran (2010) apresenta, ainda, as seguintes desvantagens desse método:

- considera o lucro contábil;
- ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos; e
- considera implícita a idéia de eficiência de mercado.

#### *4.2.4.2.2 Múltiplo do Valor Contábil ou do Valor de Reposição*

Damodaran (2010, p. 245) cita algumas razões pelas quais os investidores consideram o índice preço/valor contábil vantajoso na análise de investimentos:

- o valor contábil fornece uma medida relativamente estável e intuitiva de valor que pode ser comparada com o valor de mercado;
- os índices preço/valor contábil podem ser comparados entre empresas similares para a indicação de sub ou supervalorização;
- esse método pode ser utilizado em empresas com lucros negativos.

Damodaran (2010) apresenta, também, algumas desvantagens associadas a esse método:

- os valores contábeis, assim como os lucros, são afetados pelas decisões contábeis sobre depreciação e outras variáveis. Por exemplo, quando ocorrem mudanças nas normas contábeis, os índices preço/valor contábil das empresas poderão não ser mais comparáveis entre si;
- por terem ativos fixos significativos, o valor contábil de empresas de tecnologia e serviços não tem muito significado;
- se uma empresa tiver uma série sustentada de lucros negativos, o patrimônio líquido poderá se tornar negativo, levando a um índice preço/valor contábil negativo.

Martelanc, Pasin e Pereira (2009) consideram que esses múltiplos são mais precisos quando aplicados em instituições financeiras, em virtude da natureza dos ativos e do estabelecimento de um nível máximo de alavancagem.

#### 4.2.4.2.2.3 Múltiplos de Receita

Damodaran (2010) relaciona algumas vantagens do índice preço/vendas:

- ele pode ser obtido até mesmo para empresas com lucros negativos e para empresas muito novas e pequenas.
- é mais confiável e pode resultar em múltiplos mais precisos por serem mais difíceis de serem manipulados.
- não são tão voláteis e, portanto, são menos propensos a serem afetados pelas mudanças anuais no êxito das empresas.

A maior desvantagem desse índice é que ele pode induzir a atribuir alto valor a empresas que estão gerando alto crescimento de receita enquanto perdem somas significativas de recursos financeiros devido à incompetência no controle de custos e de margem de lucro (DAMODARAN, 2010, p. 577).

#### 4.2.4.2.2.4 Múltiplos de Setor Específico

Damodaran (2010) cita algumas vantagens para usar-se esse índice:

- eles ligam o valor da empresa a detalhes operacionais e a resultados, fornecendo uma forma muito mais intuitiva de estimar o valor;
- esses índices podem ser calculados sem referência a declarações de contabilidade ou medidas;
- esses índices, muitas vezes, são utilizados com temeridade porque nenhum outro índice poder ser estimado ou usado.

Existem duas desvantagens associadas ao seu uso (DAMODARAN, 2010, p. 601):

- eles se encaixam na visão que afeta analistas que enfocam setores e, por isso, permitem que setores inteiros se tornem supervalorizados;
- a relação dos índices de setor específico com os fundamentos é complicada e, conseqüentemente, é muito difícil ajustar as diferenças entre empresas quando as comparamos baseados nesses índices.

#### 4.2.4.3 Avaliação por Direitos Contingentes

Para Damodaran (2010, p. 24), uma desvantagem do modelo é a limitação quanto ao seu uso para avaliar opções de longo prazo sobre ativos não-negociados, e justifica da seguinte forma:

As pressuposições feitas em relação à variância constante e os rendimentos de dividendos, que não são seriamente contestados nos casos de opções de curto prazo, são muito mais difíceis de serem defendidas quando as opções têm vida longa. Quando o ativo subjacente não é negociado, os dados de entrada para o valor daquele ativo e a variância daquele valor não podem ser extraídos do mercado financeiro e têm que ser estimados. Assim, os valores finais obtidos destas aplicações de modelos de precificação de opções encerram muito mais erros de estimativa do que os valores obtidos em suas aplicações mais comuns (a avaliação de opções negociadas a curto prazo).

Uma das vantagens do modelo é que se presume que eventos produzidos pelo mercado irão refletir no preço da opção (DAMODARAN, 2001, p. 24).

## 5 CONCLUSÃO

O artigo apresentado abordou os principais métodos de avaliação de empresas a valores de entrada e a valores de saída sem esgotar o assunto, identificou as características de cada modelo e destacou as suas vantagens e desvantagens.

Dessa forma, levando em consideração o assunto tratado, conclui-se que os métodos de avaliação auxiliam os avaliadores a estimar um valor para o empreendimento. Mas, como vimos, nenhum dos modelos irá definir um valor preciso, pois todos possuem falhas.

Assim, os métodos de avaliação a valores de entrada gozam de vantagens como vínculo facilmente perceptível com o caixa investido, praticabilidade e objetividade, entretanto, pecam no quesito da utilidade.

Já os métodos de avaliação a valores de saída são mais subjetivos, no entanto, percebe-se um maior uso em relatórios gerenciais, porque refletem melhor os valores de mercado.

Cabe, assim, à pessoa responsável pela avaliação decidir sobre o modelo mais adequado, levando em consideração suas características e suas vantagens e desvantagens, bem como as peculiaridades do empreendimento, porque a utilização de um modelo inadequado poderá levar a uma estimativa de valor totalmente distorcida.

MAJOR COMPANY VALUATION METHODS:  
ADVANTAGES AND DISADVANTAGES

**ABSTRACT**

This work has the objective to present the advantages and disadvantages of the major company valuation methods that serve to provide an estimated value to a business and guide managers in decision making. The article is an exploratory and bibliographical research developed with previously prepared material, especially books and articles, and aims to achieve more and deeper knowledge about the subject, exploring the concepts related to the major company valuation methods. Initially, I will present an introduction to inform the reader about the content. Then, I chose to show a brief contextualization about the emergence of the first theories related to the subject and the reason why this matter has become so important in the last decades. Some concepts related to assets value will be summarily presented, as well as the situations in which the valuation processes are relevance. In the last chapter, I will list the advantages and disadvantages of each model. And, finally, I will expose the conclusion about the content addressed.

**Keywords:** Company valuation methods. Value.

**REFERÊNCIAS**

BEUREN, Ilse M. et al. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade:** Teoria e Prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas Valuation:** Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. São Paulo: Mackon Books, 2002.

COSTA, Luis G. T. A., COSTA, Luiz R. T. A., ALVIM, Marcelo A. Valuation: **Manual de Avaliação e Reestruturação Econômica de Empresas.** 1 ed. – São Paulo: Atlas, 2010.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos:** Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo. 2 ed. – Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.



FREZATTI, Fabio. Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual. **Revista Contabilidade & Finanças FIPECAFI**, São Paulo, v.10, n.19, 57-69, set./dez. de 1998. Disponível em <[http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad19/valor\\_da\\_empresa.pdf](http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad19/valor_da_empresa.pdf)>. Acesso em: 27 jun. 2010.

MATERLANC, Roy, PASIN, Rodrigo, PEREIRA, Fernando. **Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e *Private Equity***. São Paulo: Pearson, 2009.

MARTELANC, Roy et al. Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultado de uma pesquisa no Brasil. **VIII SEMEAD, FEA-USP**, São Paulo, Ago. 2005. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/8semead/resultado/trabalhosPDF/315.pdf>>. Acesso em: 13 set. 2010.

MARTINS, Eliseu (Org.). **Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

OLIVEIRA, Djalma de P. R. **Manual de Avaliação de Empresas e Negócios**. São Paulo: Atlas, 2004.

SANTOS, José L. dos; SCHMIDT, Paulo; FERNANDES, Luciane A. **Avaliação de empresas : foco nos modelos a valores de entrada e de saídas**. São Paulo: Atlas, 2006.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José L. dos; MARTINS, Marco A. **Avaliação de Empresas: Foco na Análise de Desempenho para o Usuário Interno: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José L; KLOECKNER, Gilberto. dos. **Avaliação de empresas: foco na gestão de valor da empresa: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José L. dos. **História do Pensamento Contábil**. São Paulo: Atlas, 2006.