



UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO ACADÊMICO DO AGRESTE
NÚCLEO DE GESTÃO
CURSO ADMINISTRAÇÃO

ALFREDO JOSÉ CORDEIRO NETO

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E CRISE ECONÔMICA MUNDIAL: Panorama dos estudos sobre *valuation* no período pós-crise financeira norte-americana (2009-2019)

Caruaru

2020

ALFREDO JOSÉ CORDEIRO NETO

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E CRISE ECONÔMICA MUNDIAL: Panorama dos estudos sobre *valuation* no período pós-crise financeira norte-americana (2009-2019)

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Administração da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Área de concentração: Administração Geral.

Orientador: Prof^o. Me. José Cícero Castro.

Caruaru

2020

ALFREDO JOSÉ CORDEIRO NETO

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E CRISE ECONÔMICA MUNDIAL: Panorama dos estudos sobre *valuation* no período pós-crise financeira norte-americana (2009-2019)

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Aprovado em: 13 de novembro de 2020.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Me. José Cícero Castro
Universidade Federal de Pernambuco - Centro Acadêmico do Agreste
Orientador

Prof. Dr. Marconi Freitas da Costa
Universidade Federal de Pernambuco - Centro Acadêmico do Agreste
Banca

Profa. Dra. Monaliza de Oliveira Ferreira
Universidade Federal de Pernambuco - Centro Acadêmico do Agreste
Banca

Dedico esse trabalho aos meus pais, minhas filhas, minha esposa, que sempre me apoiou, e toda minha família, por sua capacidade de sempre acreditar e estar ao meu lado em todos os momentos. Mãe, você foi o alicerce dessa conquista, te agradeço por cada conselho e pelo esforço e dedicação em cuidar para que nada me impedisse de chegar até aqui. Filhas, vocês são a razão para que eu busque sempre mais, sempre será por vocês.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda comunidade do Centro Acadêmico do Agreste, ao curso de Administração e a cada professor que contribuiu nessa caminhada ao longo desses anos de formação acadêmica. Aos amigos que fiz nessa instituição, por cada momento vivido e por vocês terem feito que tudo fosse encarado com mais leveza, sou grato por ter vocês como amigos e juntos, literalmente, beber da fonte do conhecimento. Ao meu orientador Prof. Cícero Castro, obrigado por sempre mostrar-se disposto a contribuir na minha formação e de modo especial por compartilhar seu conhecimento na elaboração desse trabalho. Encerro mais essa etapa da minha trajetória com a certeza de ter me tornado um profissional e sobretudo uma pessoa melhor, através de cada aprendizado e vínculo construído.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo mapear, a partir de uma revisão sistemática da literatura, o conhecimento científico internacional sobre *valuation* no período pós-crise financeira norte-americana (2009-2019). Para tanto, foi realizada uma busca no mês de outubro de 2020 em artigos científicos publicados entre 2009 e 2019 que continham as palavras-chaves “*valuation*” e “*business*” e constam na base de dados Web of Science, o que totalizou uma amostra final de 297 trabalhos. Dentre os resultados, percebeu-se que o volume de publicações sobre o tema começou a ascender a partir do ano de 2013, tendo como picos os anos de 2018 e 2019, e duas revistas brasileiras (RBGN e BJOPM) estão entre as 10 revistas mundiais que mais publicaram sobre esta temática durante estes 11 anos. No que se refere aos aspectos mais qualitativos, observou-se que apenas um artigo, publicado em 2015, estabeleceu relação entre a crise financeira mundial e o *valuation* das empresas, e a grande maioria dos estudos que compõem a amostra apresentam método quantitativo e estabelecem relações entre o *valuation* e as diversas temáticas.

Palavras-Chave: *Valuation*. Empresas. Crise financeira.

ABSTRACT

This paper aims to map, from a systematic literature review, the international scientific knowledge about valuation in the post-North American financial crisis (2009-2019). To this end, a search was carried out in October 2020 on scientific articles published between 2009 and 2019 that contained the keywords “valuation” and “business” and are included in the Web of Science database, which totaled a final sample. 297 works. Among the results, it was noticed that the volume of publications on the topic began to rise from the year 2013, with the peaks of the years 2018 and 2019, and two Brazilian magazines (RBGN and BJOPM) are among the 10 worldwide magazines who have published the most on this theme during these 11 years. With regard to the more qualitative aspects, it was observed that only one article, published in 2015, established a relationship between the global financial crisis and the valuation of companies, and the vast majority of studies that comprise the sample present a quantitative method and establish relationships between valuation and the various themes.

Keywords: Valuation. Companies. Financial crisis.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1:	Mercado de ações norte-americano entre junho de 1929 e de 1932	16
Gráfico 2:	Crescimento brasileiro	17
Figura 1:	Modelo de Avaliação do Fluxo de Caixa Descontado	19
Figura 2:	Modelo da Avaliação do Fluxo de Caixa Descontado	20
Figura 3:	Principais Múltiplos Variados	21
Figura 4:	Etapas desta Revisão de Literatura	23
Gráfico 3:	Evolução dos estudos sobre o <i>valuation</i> das empresas entre 2009 e 2019	24
Gráfico 4:	As 10 revistas que mais publicaram sobre <i>valuation</i> e <i>business</i>	25

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	Problematização	10
1.2	Pergunta de Pesquisa	11
1.3	Justificativa	12
1.4	Objetivos	13
1.4.1	Objetivo geral	13
1.4.2	Objetivos específicos	13
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	14
2.1	Crises Financeiras	14
2.1.1	A crise financeira norte-americana de 2008	16
2.2	<i>Valuation</i>	18
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	22
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	24
4.1	Análise Quantitativa	24
4.2	Análise Qualitativa	26
4.2.1	Período de 2009 a 2013	26
4.2.2	Período de 2014 a 2019	28
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	30
5.1	Limitações	31
5.2	Sugestões de Estudos Futuros	31
	REFERÊNCIAS.....	33

1 INTRODUÇÃO

Diante do cenário de incertezas que assola o mundo inteiro, agravado com o surgimento da pandemia da COVID-19, empresas de todos os segmentos e tamanhos têm enfrentado diversos obstáculos para se manterem operantes. Porém, este não é o primeiro momento de crise enfrentada pelo sistema capitalista, e muito provavelmente não será o último.

As crises financeiras fazem parte do histórico do capitalismo e são tidas, por alguns pesquisadores, como necessárias para que os ciclos econômicos possam se reestabelecer. Porém, a depender da intensidade da crise, mercados de todo o mundo podem vir a sofrer consequências e o impacto pode afetar diretamente a rotina de empresas e consumidores de todos os países.

Por esta razão, não apenas as empresas, mas todo o mercado financeiro precisa compreender o processo de valoração das empresas, o chamado *valuation*. Foi a partir deste pensamento que se desenvolveu o presente trabalho de conclusão de curso.

1.1 Problematização

A história do sistema capitalista é marcada por ciclos financeiros que envolvem momentos de crises, e tal temática tem despertado, ao longo dos séculos, o interesse de diversos autores conceituados dentro da economia, tais como Minsky, Schumpeter, Veblen e Krugman, por exemplo.

Kindleberger (1989) explicita que, em geral, as crises financeiras vêm associadas com ápices dos ciclos econômicos e com a culminação de um período de expansão que acaba por conduzir a economia à momentos de recessão. Porém, este mesmo autor ainda ressalta que é necessário que não haja uma confusão entre a crise e a mera reversão do ciclo econômico, pois nem todos os momentos de expansão econômica são seguidos de crises.

E, como diversos outros autores, Allen (1977) explicita que esses momentos de recessão e expansão econômicas são naturais do sistema capitalista e fazem parte do fenômeno monetário que rege tal sistema. No entanto, percebe-se que houve uma maior atenção aos estudos sobre as crises financeiras depois da vivência da crise financeira de 1929, conhecida como a Grande Depressão.

O problema das crises é que, não apenas afeta diretamente a rotina diária de todos,

desde grandes empresas multinacionais a consumidores finais, mas também gera um movimento danoso no mercado financeiro relacionado à quebra de confiança, em que o processo de recuperação termina sendo mais doloroso, e isso tende a ter implicações no *valuation* das empresas (BRESSER-PEREIRA, 2013).

Ao discorrer sobre as crises e o problema da recuperação da confiança, por exemplo, Bresser-Pereira (2013, p. 9) informa que a crise financeira que atingiu o mundo pós-2008 foi ainda mais grave do que a de 1929, simplesmente por ter colocado o mundo todo num momento de “profunda crise de confiança”.

Nesse ínterim, vale ressaltar que a confiança, dentro do mercado financeiro, um dos principais fatores que fazem com que muitas empresas consigam prosperar e melhorar sua imagem e valor do negócio. Nesse sentido, Tozzini, Pigatto e Araujo (2008), enfatizam que há diversos modelos e formas de se valorar uma empresa, apesar de ressaltar que, do ponto de vista técnico, essa valoração possa ser dada simplesmente pela soma dos ativos individuais que compõem o negócio.

Essa multiplicidade de formas de se obter o *valuation* de uma empresa é ressaltada por autores como Carvalho (2005), que explicita que a avaliação de uma empresa varia de acordo com as análises, os valores e visões individuais dos avaliadores sobre cada parâmetro apresentado por um negócio, ou seja, uma mesma empresa pode receber duas avaliações distintas porém corretas quando analisadas por dois avaliadores diferentes.

E isso pode ser justificado porque, apesar de aparentemente simples, a avaliação ou *valuation* termina sendo bem mais complexa quando analisada em detalhes (TOZZINI; PIGATTO; ARAUJO, 2008). Diante dessa complexidade, Silva (2007, p. D2), simplifica enfatizando que “um negócio vale o quanto de dinheiro você será capaz de obter dele”.

Dentre as diversas formas de se avaliar um negócio, Damodaran (2007, p. 443) aponta quatro tipos: a avaliação baseada em ativos; a avaliação por meio do fluxo de caixa descontado; a avaliação relativa; e, a precificação de opções. Este trabalho não tem por objetivo apresentar uma visão mais aprofundada dos tipos de *valuation* ou mesmo de realizar avaliações de empresas, por este motivo, a descrição e apresentação detalhada dessas formas não serão realizadas.

1.2 Pergunta de Pesquisa

Diante de toda esta problemática, a partir do entendimento da necessidade de se compreender como o *valuation* das empresas sofre influência de cenários do mercado financeiro, como crises financeiras, especialmente quando observa-se a realidade atual, a pergunta que norteia este trabalho de pesquisa é a seguinte: **Qual o panorama das publicações científicas internacionais sobre *valuation* no período pós-crise financeira norte-americana (2009-2019)?**

1.3 Justificativa

É notório que a alta competitividade dos mercados globais tem se agravado e aumentam a sensação de insegurança por parte das empresas, situação que fica ainda pior em momentos de crises financeiras. Além disso, tem-se percebido que os consumidores têm buscado, cada vez mais, se informar sobre as empresas às quais consomem produtos ou serviços. Dessa forma, a compreensão de como os mercados se comportam frente a estes cenários é de suma importância.

Do ponto de vista teórico, aprofundar o conhecimento acerca da valoração das empresas, em especial durante os períodos de crise, mapeando os estudos científicos já realizados e apontando para direções em que ainda se pode e deve estudar, contribui para a compreensão do estado da arte sobre *valuation* na literatura acadêmica e científica, e auxilia no estímulo ao desenvolvimento de novas pesquisas.

Por sua vez, do ponto de vista gerencial, a visão geral dos estudos sobre o *valuation* em tempos de crise financeira possibilitam uma contribuição mais direcionada aos profissionais em cargos de gestão para que consigam compreender a importância das formas de avaliação das empresas e, dessa forma, entender também como elas se comportam em cenários pós-crise econômica.

Nesse sentido, esta pesquisa também apresenta uma justificativa social, uma vez que, ao apresentar uma contribuição no avanço da compreensão dos gestores sobre como lidar com a avaliação das empresas em cenários de crise financeira, permite que os consumidores e cidadãos, de forma geral, possam ter mais confiança no mercado financeiro e nas empresas em que habitualmente realizam transações comerciais.

1.4 Objetivos

Nesta seção serão apresentados os objetivos (geral e específicos) que explicitam a finalidade deste trabalho.

1.4.1 Objetivo geral

Mapear, a partir de uma revisão sistemática da literatura, o conhecimento científico internacional sobre *valuation* no período pós-crise financeira norte-americana (2009-2019).

1.4.2 Objetivos específicos

- Levantar os dados das publicações sobre *valuation* dentro da literatura acadêmica no período temporal entre 2009 e 2019.
- Analisar a literatura selecionada a fim de compreender como se deu a abordagem deste tema nas pesquisas científicas.

Considerando que este capítulo introdutório apresentou os alicerces deste trabalho, o próximo capítulo objetiva mostrar o referencial teórico que embasa e fundamenta este trabalho e dá suporte para as escolhas metodológicas realizadas, as análises e a discussão dos resultados encontrados por este estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo apresenta os conceitos basilares que fundamentam a discussão teórica deste trabalho. Assim, buscou-se, neste capítulo apresentar uma revisão da literatura acadêmica sobre: crises financeiras, em especial a crise norte-americana de 2008, e *valuation*.

2.1 Crises Financeiras

É compreensível a concepção popular de que as crises financeiras são resultado de uma sociedade capitalista. Nesse ínterim, Amaral (2009) destaca que elas, na verdade, vão além do sistema capitalista e são uma permanência histórica, isto é, a existência das crises financeiras data desde antes do capitalismo tal e qual o conhecemos e não está atrelada a ele, o que faz o autor enfatizar que elas não desaparecerão quando o capitalismo desaparecer, pois muito antes de grandes empresas capitalistas requererem largos volumes de crédito, a necessidade das crises financeiras foi sentida pelos estados.

Dentro dos estudos da economia, Silva (2010, p. 17) aponta que as crises financeiras são vistas sob duas perspectivas distintas:

Para a teoria neoclássica os mercados financeiros são considerados “eficientes” e crises financeiras “anomalias, ao passo que para a teoria pós-keynesiana os mercados financeiros são inerentemente instáveis e a ocorrência de crises financeiras é um fenômeno natural do sistema capitalista.

Nesse sentido, é importante destacar que Aschinger (1997) ressalta que as crises parecem ter ocorrido com mais frequência a partir dos anos 1980, encorajadas pela desregulação financeira. Isto porque, ainda conforme este autor, os derivativos ou novos instrumentos financeiros que foram introduzidos dentro do sistema econômico acabam por promover alta alavancagem das empresas enquanto aumentam também o potencial especulativo das mesmas.

Corroborando com este pensamento, Alexandre *et al.* (2009) apontam que as crises econômicas tem diversas causas, porém, as do século XX podem ser atreladas a graves crises financeiras, tais como a Grande Depressão e a crise japonesa. Num passado mais recente, no entanto, os autores ainda apontam que a crise financeira de 2007 seria um exemplo de crise econômica na década passada que teve grande notoriedade na história do capitalismo, visto que esta se deu pela expansão e contração das economias motivada pelo crescimento excessivo do endividamento.

Porém, antes de adentrar na compreensão desta crise norte-americana, é importante compreender que a literatura científica aponta para uma diversidade de tipos de crises financeiras, desde sua proporção até as consequências que elas afetam. Em relação à proporção, para a construção e compreensão deste trabalho, foi selecionada a concepção de “crise financeira” conforme Cunha (2002) que considera esta uma crise em sentido amplo, o que inclui crises cambiais, bancárias, de balanço de pagamentos e gêmeas. Na tentativa de melhor explicitar essa diferenciação, Cunha (2002, p. 204) aponta que:

As **crises cambiais** ocorrem quando há um ataque especulativo contra a paridade de uma moeda doméstica, que force sua desvalorização ou gere intervenções governamentais pesadas (vendas de reservas e/ou aumento substancial da taxa de juros para defesa da paridade). As **crises bancárias** estão associadas à suspensão da conversibilidade dos passivos bancários que se segue a “corridas bancárias” efetivas e/ou potenciais, levando à necessidade de intervenções estatais para provisão de liquidez. E as **crises de balanço de pagamentos** originam-se da incapacidade de um país honrar o serviço de sua dívida externa, quer ela seja privada, quer seja soberana. A literatura recente tem denominado de **crises gêmeas** os episódios onde crises cambiais e bancárias ocorrem de forma simultânea, detonando mecanismos perversos de retro-alimentação.

Em relação às consequências, Aschinger (1997) destaca quatro tipos de crises financeiras diferentes que se relacionam em uma matriz 2x2, cujos pontos são: microeconômica ou macroeconômica, e informacional ou especulativa. Assim, conforme este autor, as crises financeiras podem ser: microeconômica informacional, microeconômica especulativa, macroeconômica informacional, ou macroeconômica especulativa.

Quanto à diferenciação das mesmas, Aschinger (1997, p. 26) aponta que “uma crise macroeconômica especulativa envolve maiores riscos sistêmicos”, dessa forma, nesse tipo de crise “os governos deveriam implementar medidas apropriadas de política econômica para limitar a extensão e as consequências”. Diferente desta, a crise microeconômica é concentrada em uma empresa ou unidade econômica individual e, como tal, não se espalha por outros mercados nem envolve outros negócios, o que não requer qualquer ação governamental.

Nesse interim, é possível compreender que todas as principais crises financeiras foram macroeconômicas especulativas (Aschinger, 1997), inclusive a crise financeira norte-americana de 2008. Sobre esta última que trata o subtópico a seguir.

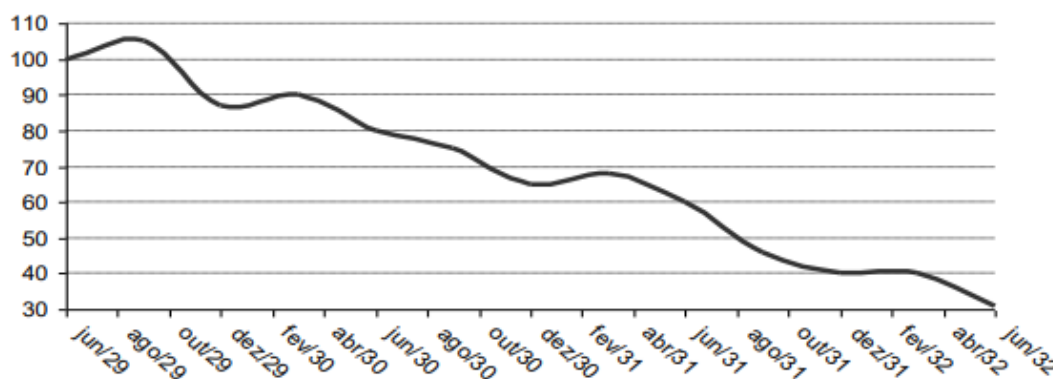
2.1.1 A crise financeira norte-americana de 2008

A crise financeira mais emblemática dentro da história do capitalismo é denominada de Grande Depressão, e retratada no estudo de Hobsbawn (1995, p. 91):

A Primeira Guerra Mundial foi seguida por um tipo de colapso verdadeiramente mundial, sentido pelo menos em todos os lugares em que homens e mulheres se envolviam ou faziam uso de transações impessoais de mercado. Na verdade, mesmo os orgulhosos EUA (...) se tornaram o epicentro deste que foi o maior terremoto global medido na escala Richter dos historiadores econômicos – a Grande Depressão. Em suma: entre as guerras, a economia capitalista pareceu desmoronar. Ninguém sabia exatamente como se poderia recuperá-la.

Esta crise financeira mundial de 1929, que teve duração até o ano de 1933, teve como epicentro a queda da bolsa de valores de Nova York e se propagou mundialmente a partir da quebra de confiança generalizada dos agentes com o sistema econômico (SILVA, 2010). Só no mercado de ações, por exemplo, as sucessivas perdas da crise de 1929 duraram até o ano de 1932, apresentando, entre os meses de outubro e dezembro de 1929 uma queda de mais de 10% em seus valores acionários, como demonstra o Gráfico 1.

GRÁFICO 1: Mercado de ações norte-americano entre junho de 1929 e de 1932



FONTE: Silva (2010, p. 43).

Apesar de emblemática, Alexandre *et al.* (2009) afirmam que uma outra crise, mais recente, teve impacto social ainda mais grave quando comparado o rendimento perdido para as sociedades, e esta foi a crise financeira norte-americana de 2008.

Silber (2010, p. 85) afirma que o pânico financeiro da crise econômica norte-americana se deu a partir de 15 de setembro de 2008, quando o Lehman Brothers, quarto maior banco americano, entrou com pedido de recuperação judicial, e, a partir desse momento, os oito meses seguintes foram “devastadores” e “o desempenho da economia mundial replicava o que tinha

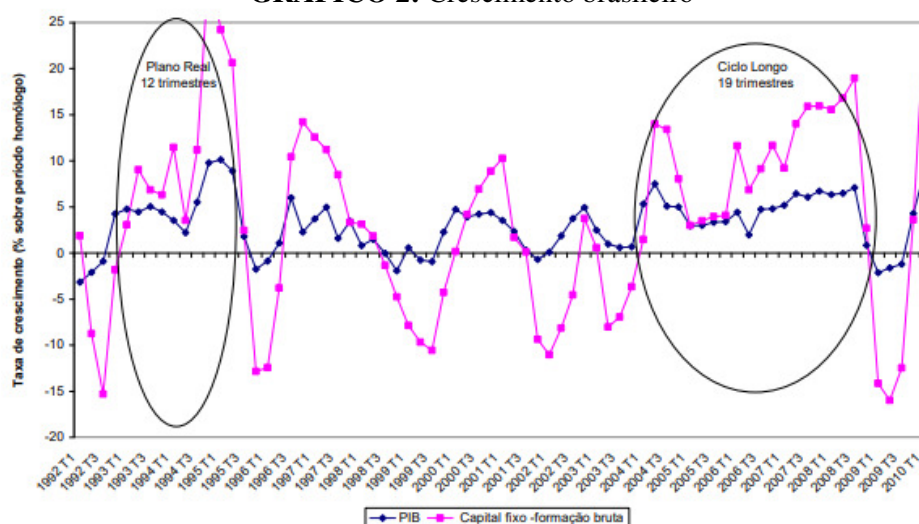
acontecido a partir de outubro de 1929”.

Os números impressionaram ainda mais porque, Alexandre *et al.* (2009) esclarecem que, naquele momento, a economia dos Estados Unidos representavam cerca de 25% da produção mundial e, por isso, o denominado “pânico financeiro” de Silber (2010) alastrou-se tão rapidamente por todo o mundo.

Discordando um pouco do apontamento de Silber (2010), alguns autores, como o brasileiro Bresser-Pereira (2010), entendem que a crise global de 2008, na verdade, teve início em uma crise bancária em 2007 nos EUA. Nesse sentido, Bresser-Pereira (2010) ainda enfatiza que dados da Organização Internacional do Trabalho, à época, apontavam uma elevação de desempregados de 20 milhões para 50 milhões no final de 2009, bem como um aumento expressivo no número de pessoas desnutridas no mundo, superando a marca de um bilhão de pessoas.

Como identificado no Gráfico 1, um cenário de crise tem impacto direto no desempenho e valor das ações dentro do mercado acionário e na crise financeira global de 2008 não foi diferente. Carneiro (2010) assinala que o Brasil estava experimentando uma forte aceleração do crescimento da sua economia entre os anos de 2004 e 2008 com intensidade que há muito tempo não era observada, sendo este comparado à implantação do Plano Real, porém em duração menor, como demonstra o Gráfico 2.

GRÁFICO 2: Crescimento brasileiro



FONTE: Carneiro (2010, p. 8)

Observa-se que durante a implantação do Plano Real a economia cresceu a uma taxa

de 5,2% ao ano e esse crescimento durou em torno de 12 trimestres, enquanto que o crescimento no Brasil pré-crise global, isto é, no ciclo do Governo Lula, o crescimento foi de 4,8% ao ano em um período de 19 trimestres.

Nesse interim, com tantas influências das crises financeiras dentro do contexto social, econômico e mercadológico, especialmente no mercado de ações, é preciso compreender como ficam as empresas, especialmente como estas conseguem se recuperar das crises, e um dos pontos de maior contribuição para sejam percebidas as empresas cujo potencial para enfrentar tais crises é alto é a avaliação e o estudo do valor delas, o chamado *valuation*.

2.2 *Valuation*

Quando se fala em *valuation* está se referindo ao valor de uma empresa, mas é preciso entender que o valor de uma empresa não quer dizer, necessariamente, o seu preço. Silva (2007) aponta que, de forma sintética, um negócio vale o quanto de dinheiro ele consegue render ao seu dono. Porém, a avaliação de empresas ou negócios vai além da simplicidade da definição de Silva (2007) e exige uma atenção mais detalhada e complexa.

Segundo Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005), o valor de uma empresa é definido pela negociação entre o comprador e o vendedor, é estabelecido pelos processos de avaliação e representa o valor potencial de um negócio em função de geração de resultados futuros. Isto é, o *valuation* não está apenas relacionado ao preço que a empresa vale na atualidade, mas foca também, e principalmente, numa especulação da futurologia.

Dito isto, Damodaran (2007) apresenta quatro maneiras para se avaliar empresas ou ativos, a saber: 1) avaliação baseada em ativos; 2) avaliação pelo fluxo de caixa descontado; 3) avaliação relativa ou avaliação de múltiplos; e, 4) precificação de opções ou avaliação de direitos contingentes. As duas formas de avaliação mais utilizadas são: a avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (FDC), e a avaliação de múltiplos, por esta razão, as duas serão melhor esclarecidas a seguir.

Tozzini, Pigatto e Araujo (2008, p. 4) esclarecem que na avaliação FDC pressupõe-se que o valor de um ativo “é o valor presente de todos os fluxos de caixa líquidos a serem recebidos ao longo da vida útil do ativo”, assim, expressa-se o valor de qualquer ativo na data zero, V_0 , a partir da expressão:

$$V_0 = FC_1/(1+k)^1 + FC_2/(1+k)^2 + \dots + FC_n/(1+k)^n$$

Ou

$$V_0 = \sum FC_t/(1+k)^t$$

Onde:

V_0 = valor do ativo na data zero

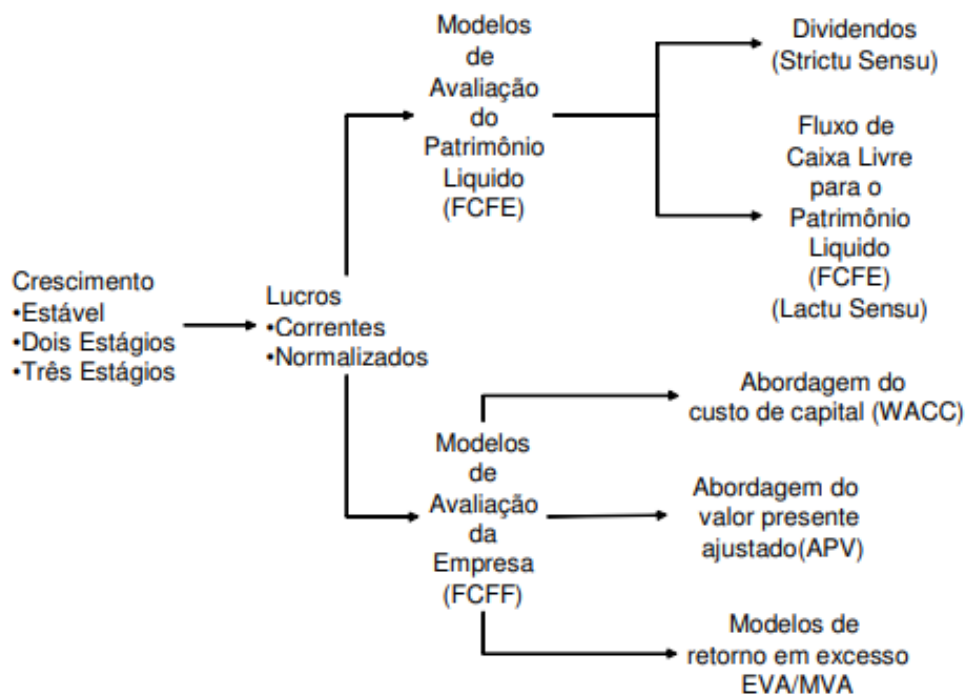
FC_t = fluxo de caixa esperado no final do período t

K = retorno exigido apropriado (taxa de desconto ou taxa de retorno)

t = período relevante

Nesse sentido, Damodaran (2007) explica que os fluxos de caixa para o patrimônio líquido podem ser descontados ao custo desse patrimônio, ou ainda que os fluxos de caixa para a empresa podem ser descontados ao custo de capital para que seja obtido o valor da empresa. Ele resume o modelo de avaliação FCD como apresenta visualmente a Figura 1.

FIGURA 1: Modelo da Avaliação de Fluxo de Caixa Descontado



FONTE: Damodaran (2007).

Já a avaliação do tipo “avaliação de múltiplos” consiste em avaliar determinada empresa comparando-a a outras empresas similares no mercado considerando o entendimento

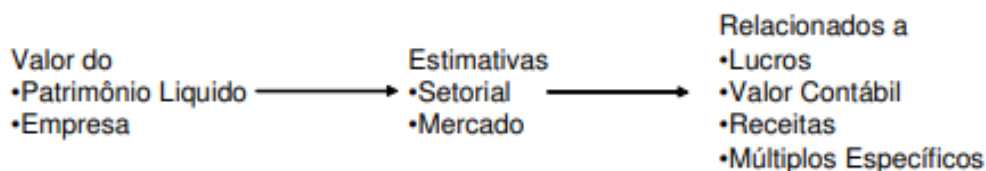
de que se são similares devem apresentar valores próximos. Dessa forma, Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) indicam que essa avaliação se dá a partir da obtenção dos valores médios negociados no mercado de bens que sejam equivalentes à empresa que está sendo avaliada, sendo este tipo de *valuation*, conforme os autores, mais utilizado quando em contextos imobiliários (apartamentos, casas, terrenos, fazendas, entre outros).

Assim, Damodaran (2007, p. 163), ao comparar a avaliação FCD com o de múltiplos, endossa que na avaliação FCD tenta-se “estimar o valor intrínseco de um ativo com base na sua capacidade de gerar fluxos de caixa no futuro”, enquanto que na avaliação por múltiplos, há um julgamento de “quanto vale um ativo, analisando o que o mercado está pagando por ativos similares”. Nesse sentido, o autor esclarece que:

Se o mercado estiver em média correto na forma como precifica os ativos, a avaliação pelo fluxo de caixa descontado (FCD) e a avaliação relativa devem convergir. Se, contudo, o mercado estiver sistematicamente superestimando ou subestimando um grupo de ativos ou um segmento inteiro, as avaliações de fluxo de caixa descontado (FCD) podem divergir das relativas.

Então, de modo a apresentar de forma visual e sintética o modelo da avaliação por Múltiplos, Damodaran esquematizou a Figura 2.

FIGURA 2: Modelo da Avaliação de Fluxo de Caixa Descontado



FONTE: Damodaran (2007).

É importante compreender que o valor de mercado e o valor total da empresa são diferentes. Enquanto o valor de mercado (VM) refere-se à cotação das ações ordinárias, multiplicado à quantidade ações ordinárias emitidas, somando este resultado à cotação das ações preferenciais multiplicada à quantidade de ações preferenciais emitidas; o valor total da empresa (VE) corresponde ao valor de mercado somado às dívidas financeiras e subtraindo à esse total o disponível da empresa (TOZZINI; PIGATTO; ARAUJO, 2008).

Sabendo dessa diferenciação, Martelanc, Passin e Cavalcante (2005) indicam que os principais múltiplos válidos são os apresentados na Figura 3.

FIGURA 3: Principais Múltiplos válidos

Múltiplos de valor de mercado (VM):	Múltiplos de valor empresarial (VE):	Múltiplos setoriais específicos:
• Preço/ Patrimônio Líquido (P/PL ou P/book value) • Preço/ Lucro líquido (o famoso índice PL) • Preço/ fluxo de caixa para o acionista	• VE/ativo total • VE/valor patrimonial dos ativos • VE/Receita • VE/Ebitda • VE/Ebit • VE/Nopat • VE/fluxo de caixa para a empresa	• VE/ kWh (para empresas do setor de energia elétrica) • Receita de vendas/ m² (para o comércio varejista, shopping centers,...). • VE/tonelada (para empresas de transporte)

FONTE: Tozzini, Pigatto e Araújo (2008), adaptado de Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005).

A partir de tais compreensões, pode-se levantar o questionamento quanto a como se dão as avaliações (*valuation*) das empresas em momentos pós-crise financeira e a forma como essas avaliações vão se alterando no decorrer do tempo. Assim, cumprindo o objetivo de mapear, na literatura científica nacional e internacional, as produções acerca desta temática no decorrer da década de 2009 a 2019, o próximo capítulo abordará a metodologia deste trabalho.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente capítulo tem como objetivo apresentar os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento deste estudo, bem como os passos necessários para a realização das análises e discussão dos resultados do mesmo.

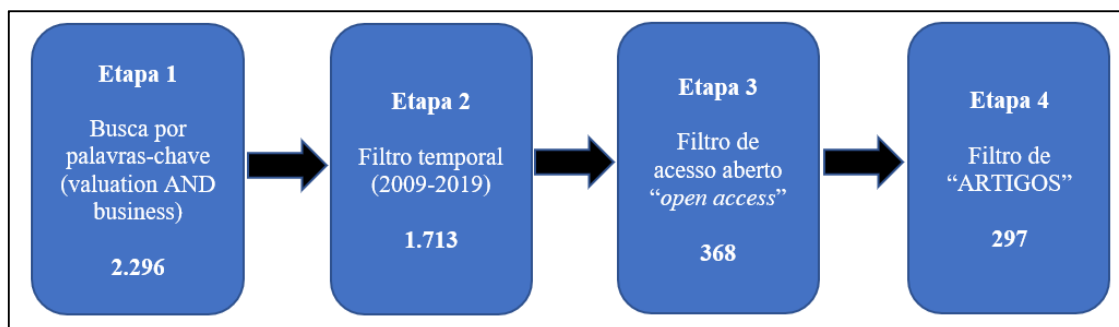
Visando conseguir apresentar um panorama das publicações científicas sobre o tema *valuation* no período de 2009 a 2019, que compreende o momento posterior a crise financeira norte-americana de 2008, foi realizada uma revisão sistemática da literatura a partir da base de dados *Web of Science*.

Sobre a revisão sistemática da literatura, Sampaio e Mancini (2007) indicam que, assim como outros tipos de revisões, ela consiste de uma pesquisa em que um determinado tema é buscado em fontes de dados. Complementar a esta afirmação, Galvão e Pereira (2014, p. 183) indicam que este tipo de revisão consiste de uma “investigação focada em questão bem definida, que visa identificar, selecionar, avaliar e sintetizar as evidências relevantes disponíveis”.

Dessa forma, de modo a explicitar a validade e confiabilidade de tal estudo, “as revisões sistemáticas são desenhadas para ser metódicas, explícitas e passíveis de reprodução” (SAMPAIO; MANCINI, 2007, p. 83) e preveem 8 etapas, conforme Galvão e Pereira (2014, p. 183): “(1) elaboração da pergunta de pesquisa; (2) busca na literatura; (3) seleção dos artigos; (4) extração dos dados; (5) avaliação da qualidade metodológica; (6) síntese dos dados (metanálise); (7) avaliação da qualidade das evidências; e (8) redação dos resultados”.

Diante de todo o exposto, consciente da pergunta de pesquisa já formulada, selecionou-se a base de dados *Web of Science* como a ideal para poder apresentar o panorama das publicações científicas internacionais, uma vez que a mesma é uma das bases de dados mais conceituadas a nível mundial dentro da área de gestão, disponibilizando conteúdos de mais de 20.000 revistas acadêmicas de alta qualidade revisadas por pares e publicadas em todo o mundo (BCE UNB, 2018).

A coleta dos dados deu-se, então, na primeira semana de outubro de 2020, onde, a partir do acesso por meio da plataforma Periódicos CAPES, foi acessada a base da *Web of Science* e utilizou-se como buscadores os termos “*valuation*” e “*business*”, que resultou em um total de 2.296 títulos. Ao serem aplicados os filtros de seleção desta pesquisa os números de resultados foram diminuindo até constituir a amostra final deste estudo, como verifica-se na Figura 4.

FIGURA 4: Etapas desta revisão de literatura

FONTE: Dados da Pesquisa (2020).

Como pode ser observado na Figura 4, após a obtenção dos 2.296 resultados aplicou-se o filtro temporal com o recorte de anos de 2009 a 2019, o que terminou resultando em 1.713 trabalhos. Neste momento foi selecionado o filtro “*open access*”, isto é, restringindo os resultados apenas à trabalhos que estejam disponíveis de forma gratuita na internet, obtendo um total de 368 resultados. Por fim, ao selecionar o interesse apenas em artigos científicos, o número da amostra final ficou em 297 resultados.

Tais resultados serão mais bem detalhados e discutidos no próximo capítulo, destinado às análises dos dados coletados neste trabalho.

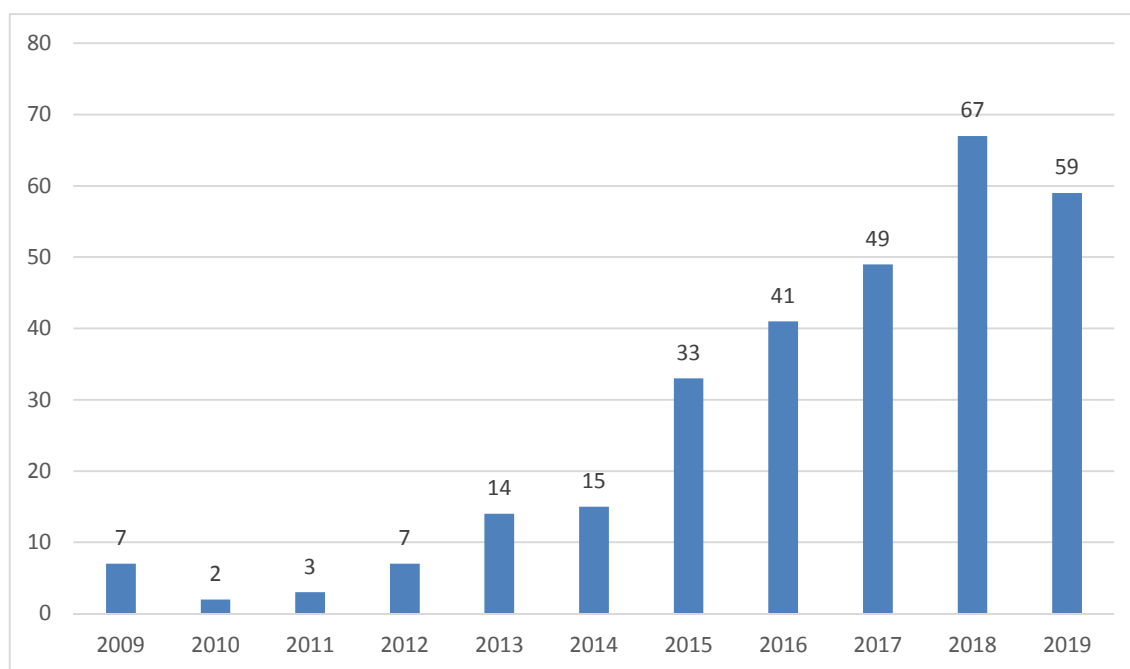
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os dados coletados a partir do levantamento realizado na *Web of Science*, foram analisados sob duas perspectivas. Inicialmente foram quantificados e analisados com uma visão mais bibliométrica, sintetizando os dados por anos de publicação, idiomas das pesquisas, países e periódicos onde tais pesquisas foram publicadas. Posteriormente, realizou-se a revisão sistemática da literatura onde os 297 artigos que compõem a amostra foram lidos com maior atenção e destacou-se, principalmente, o conteúdo ao qual se destinaram a abordar, a metodologia empregada e os resultados obtidos.

4.1 Análise Quantitativa

Ao se realizar uma análise mais quantitativa da amostra deste estudo, percebe-se que os resultados da busca indicam um considerável aumento do número de publicações sobre *valuation* nas empresas no período entre 2009 a 2019, tendo sido publicados 7 trabalhos em 2009 e 59 em 2019, como demonstra o Gráfico 3.

GRÁFICO 3: Evolução dos estudos sobre o *valuation* das empresas entre 2009 e 2019



FONTE: Web of Science (2020).

Essa constatação indica que, até meados de 2013, o tema da *valuation* ainda não tinha despertado tamanho interesse da comunidade científica internacional, tendo sido utilizado em pesquisas pontuais e sem muita expressividade nos anos de 2010 e 2011.

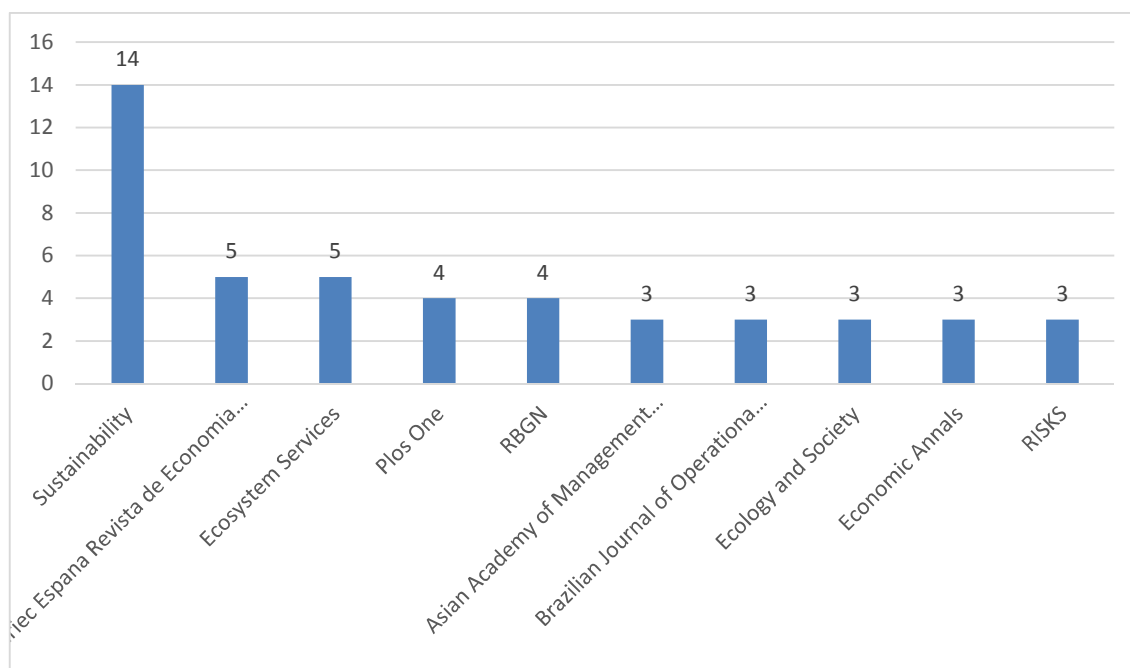
Constatou-se ainda que, o idioma mais presente entre os trabalhos é o inglês, presente em 247 dos 297 estudos que compõem a amostra final, seguido do espanhol (26), português (12), russo (4), ucraniano (3), lituano (2), e croata e francês (1).

Dentre os países, os cinco que mais possuem pesquisadores interessados em publicações sobre o *valuation* das empresas, foram: Inglaterra (53), Estados Unidos (41), Espanha (34), Alemanha (25) e Brasil (18).

Como pode-se perceber, a soberania do idioma inglês e de países como Inglaterra e Estados Unidos frente às pesquisas científicas é refletida, também, nos estudos acerca do tema da *valuation*. É importante destacar, ainda, a expressividade desta temática no Brasil, que aparece entre os cinco países com mais pesquisadores sobre o tema, responsáveis por alavancarem o português como terceiro idioma mais utilizado nesses estudos.

O Gráfico 4 aponta as dez revistas que mais publicaram sobre o tema do *valuation* das empresas e percebe-se a presença de duas brasileiras, a RBGN – Revista Brasileira de Gestão de Negócios, e a Brazilian Journal of Operations Prediction Management.

GRÁFICO 4: As 10 revistas que mais publicaram sobre *valuation* e *business*.



FONTE: Web of Science (2020).

A importância do Brasil nas pesquisas realizadas é demonstrada no Gráfico 4, pois aponta a presença de dois periódicos brasileiros despontando entre as 10 revistas científicas que mais abordaram o tema da *valuation* nas empresas, no período de 2009 a 2019.

O próximo tópico destina-se a apresentar, a partir de uma análise mais qualitativa, os resultados desta pesquisa.

4.2 Análise Qualitativa

Uma vez que o recorte amostral compreende um intervalo de onze anos e entendendo que o momento imediatamente pós- crise financeira norte-americana corresponde aos primeiros cinco anos após 2008, as análises sistemáticas da literatura vão ser divididas em dois intervalos, o primeiro compreendendo os anos de 2009 a 2013, e o segundo de 2014 a 2019.

É importante ressaltar que tal separação objetiva melhor descrever o universo amostral compreendido por este trabalho, apresentando de forma mais aprofundadas questões como a temática a qual tais artigos se destinam, os métodos e estratégias utilizadas e a relação ou menção acerca da crise financeira norte-americana de 2008 como responsável por gerar algum impacto no *valuation* das empresas.

4.2.1 Período de 2009 a 2013

Apesar de 2009 ser o primeiro ano imediatamente após a difusão midiática e econômica dos impactos gerados pela crise financeira norte-americana de 2008, a amostra dessa pesquisa apontou sete artigos publicados neste ano que abordavam o tema *valuation* nas empresas, porém nenhum deles fez qualquer menção à crise ou mesmo a avaliação das empresas neste momento pós- crise. O artigo que chegou mais perto de fazer essa reflexão foi “Oil shocks and external balances” de autoria de Lutz Kilian, Alessandro Rebucci e Nikola Spatafora, publicado no Journal of International Economics (vol. 77, n. 2), mas, ainda assim, este estudo restringiu-se a análise de oferta e demanda da indústria petrolífera e indicando que os saldos externos dos exportadores e importadores do petróleo vão, em algum grau, ter influência da integração financeira internacional, porém sem entrar em maiores detalhes sobre a questão financeira mundial. Os demais artigos fizeram uso de revisões de literatura, análise descritiva ou estudos

comparativos, e abordaram: traços do componente ético na gestão empresarial, as normas internacionais de relatório financeiro, a capitalização de mercado de empresas colombianas, o mercado de ações coreano, investimentos intangíveis do PIB, e o tamanho do grão de cevada.

O ano de 2010, por sua vez, teve apenas duas publicações sobre esta temática, mas apenas uma realmente fazia referência ao mercado financeiro e fluxo de caixa das empresas. Este artigo, intitulado “*Real and Financial Industry Booms and Busts*”, de autoria de Gerard Hoberg e Phillips Gordon, foi publicado no *Journal of Finance* (vol. 65, n.1) e, a partir da análise dos dados de mercado, indicou que os fatores reais e financeiros interagem nos ciclos de negócios da indústria, e que a alta valorização do mercado de ações, investimento e financiamento no nível da indústria são seguidos por fluxos de caixa operacionais muito mais baixos e retornos anormais de ações. Assim, apesar de não citar diretamente a crise financeira norte-americana, este foi o estudo que trouxe maior congruência com a análise de mercado no cenário pós-crise, que é a relação a qual este trabalho de conclusão de curso se destina a analisar. O outro artigo publicado neste ano apresentava uma discussão teórica acerca da avaliação de livros antigos e raros.

O ano de 2011 foi o segundo com menor quantidade de publicações sobre *valuation* dentro do recorte temporal selecionado para este trabalho. Nenhum dos três artigos publicados neste ano estabeleceram qualquer relação entre a crise financeira e a avaliação das empresas, sendo o primeiro artigo uma proposição do *Cloud Computing Business Framework* para conseguir ajudar as empresas a alcançarem um bom design, implantação, migração e serviço de nuvem; o segundo artigo examinou o preço das ações de uma empresa farmacêutica antes e depois de anúncios públicos sobre medicamentos anticâncer experimentais de propriedade das empresas, e constatou um aumento de 9,4% no preço médio das ações quando havia um anúncio positivo, em detrimento de uma queda de 6% no valor médio quando havia anúncio negativo; já o último artigo identificou a relação entre o método de avaliação de produtos pelas Pequenas e Médias Empresas (PME) e três variáveis contingentes: tamanho da empresa, tipo de produção, e manutenção do capital, constatando relações significativas entre o tamanho da empresa e o tipo de produção, porém sem qualquer significância quando relacionado o tipo de participação acionária e sociedade com o método de avaliação de bens.

No ano de 2012, observou-se que dentre os sete artigos publicados, três foram artigos de revisão e os outros quatro foram empíricos. No tocante aos objetos das pesquisas, as revisões abordaram: economia de patentes; “apropriação verde” – que consiste de apropriação de terras

e recursos para fins ambientais; e, serviços ecossistêmicos para a promoção de uma estrutura conceitual de sistemas socioecológicos. Já entre os artigos empíricos, foram analisados: a relação entre o controle familiar em empresas familiares e a riqueza socioemocional; a análise da avaliação econômica quando utilizada a biotecnologia como um complemento do desenvolvimento tecnológico na Turquia; a análise do impacto de festas culturais e festivais para a cidade e região onde são realizadas; e, o desenvolvimento de um modelo que relaciona as expectativas racionais e os mercados eficientes.

Em 2013 foram publicados 14 artigos abordando o *valuation* nas empresas, utilizando como métodos de pesquisa: revisão de literatura, comparação de métricas de desempenho, construção e aplicação de modelos, observação e experimento. As temáticas também foram diversas, abordando desde sustentabilidade, biotecnologia, confiabilidade dos sistemas de contabilidade de custos e produtos, sucesso das *joint ventures* entre PMEs, até outros temas como mercados ilegais, mineração e inovação aberta. É válido salientar que dentre os estudos deste ano observa-se a utilização de questionários estruturados, entrevistas e coleta de dados secundários, como algumas das principais estratégias metodológicas adotadas e, mais uma vez, não é identificada qualquer menção à crise financeira norte-americana de 2008.

4.2.2 Período de 2014 a 2019

O ano de 2014 teve um total de 15 publicações de artigos sobre a temática deste trabalho, sendo quase metade destes (7) associados à sustentabilidade e setor elétrico. Os outros oito artigos tratam de questões referentes à gestão e contabilidade. Nenhum dos artigos fez qualquer menção à crise financeira norte-americana. O método mais utilizado para o desenvolvimento dos artigos neste ano foi estudo de caso.

Em 2015 foram publicados 33 artigos científicos que incluíam as palavras “*valuation*” e “*business*”, os temas abordados nestes artigos compreendem: sustentabilidade, conselho e avaliação de empresa, sistemas de informação de gestão, logística, ensino-aprendizagem, *comodities*, e responsabilidade social corporativa. Um ponto que precisa ser destacado é que neste ano foi publicado um primeiro artigo que aborda a questão da crise financeira global influenciando nos dividendos das empresas, no artigo de Abdulkardir, Abdullah e Woei-Chyan (2015), publicado na *Asian Academy of Management Journal of Contabil and Finance*, intitulado “*Dividend Policy Changes in the Pre-, Mid-, and Post- Financial Crisis: Evidence*

from the Nigerian stock Market”. Este artigo indicou que as empresas terminam ajustando suas políticas de dividendos de maneira consistente com a necessidade de preservar a flexibilidade financeira e mitigar os riscos de continuidade operacional durante o período de crise, e especificou que alguns administradores se esforçam para manter os dividendos estáveis durante o período de crise, no entanto sua capacidade de fazê-lo enfraquece durante este período.

Percebe-se, nas 41 publicações ocorridas no ano de 2016, uma grande diversidade de temáticas atreladas ao *valuation* das empresas, com evidência maior para estudos que tratam de questões de sustentabilidade, seguido de temas como empreendedorismo, qualidade de produto, papel do estado e empresas estatais, e seguindo por temas até então pouco vistos em outros estudos nos anos anteriores, como satisfação e educação, incluindo temas novos como *crowdfunding* e questões de gênero e feminismo. No ano seguinte, 2017, a sustentabilidade continuou sendo um tema com grande evidência, e estudos considerando as questões de gênero voltaram a aparecer, os outros temas abordados permeiam as áreas da economia circular, do empreendedorismo, das políticas públicas, do capital intelectual, dos riscos e incertezas, e da ética organizacional.

Somente nos anos de 2018 e 2019 o alto volume das publicações acadêmicas envolvendo os termos *valuation* e *business* concentram-se em artigos mais focados para a área de gestão com olhar de destaque para a contabilidade e o mercado financeiro, de fato. Em 2018, dentre as 67 publicações, constata-se que os temas mais abordados foram: logística; governança corporativa; confiança; e inovação, mas se tratou também de sustentabilidade e diferenças culturais. E, em 2019, além dos temas relacionados à sustentabilidade, responsabilidade social, tomada de decisões, cultura e contabilidade, inclui-se também mais artigos direcionados às tecnologias da informação.

Os estudos que compreendem estes seis últimos anos do recorte temporal são, em sua grande maioria, empíricos e quantitativos, estabelecendo comparações entre os tipos de avaliações que poderiam ser realizados por empresas em diversos países. Sobre os países, é importante destacar a ampla diversidade de países onde estes estudos foram realizados com uma, também diversa, amostra e sujeitos para a pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo mapear, a partir de uma revisão sistemática da literatura, o conhecimento científico sobre *valuation* no período pós-crise financeira norte-americana (2009-2019), e cumpriu o seu papel ao fazer o levantamento quantitativo e qualitativo dos artigos publicados em periódicos integrados à base de dados *Web of Science*.

Conforme tal mapeamento, constatou-se que o volume de publicações envolvendo o *valuation* em ambientes empresariais teve ascensão a partir de 2013, quando atingiu um total de 14 publicações no ano, e seguiu em ordem crescente até o ano de 2018, chegando a 67 publicações em periódicos internacionais, com uma leve queda no ano de 2019, chegando a um total de 59 publicações. Também se observou que o subtema mais relacionado à *valuation* das empresas mais presente em tais publicações foi o de sustentabilidade e ecossistemas, tanto que a revista que mais publicou sobre o assunto neste recorte temporal foi a *Sustainability*.

Para além da apresentação mais quantitativa do panorama das publicações, identificou-se a existência de uma diversidade de objetos de estudo e subtemáticas que apresentam alguma relação de influência com o *valuation* das empresas, porém constatou-se não haver a presença de um direcionamento mais efetivo no tocante a como a crise internacional pode ter impactado, por exemplo, os preços das ações e as avaliações das empresas.

Quando analisados, especificamente, os cinco primeiros anos de publicações pós-crise financeira norte-americana, não se encontra qualquer trabalho que mencione a questão da crise, muito menos sendo esta um fator de influência para o *valuation* de qualquer que seja a empresa. O único trabalho que apresenta algum tipo de relação com a situação financeira global, é o artigo, de 2009, que trata da quantidade de ofertas e demandas dos exportadores e importadores de petróleo, mas ainda assim, não estabelece qualquer relação entre essa situação de oferta e demanda com a recente, à época, crise financeira norte-americana.

A análise dos artigos nos outros seis anos que compõem o recorte temporal deste trabalho também não apresenta qualquer menção a esta crise, com exceção do artigo de Abdulkadir, Abdullah e Woei-Chyuan (2015) que examinou o impacto da crise financeira global nas políticas de dividendos de empresas nigerianas. É também, neste período, em que se concentra o maior volume de publicações relacionando *valuation* e *business*, e nos dois últimos anos, 2018 e 2019, que juntos concentram uma quantidade bem expressiva e representativa da amostra (126 trabalhos), cujos resultados apresentam um direcionamento muito maior às

temáticas ligadas à gestão, contabilidade e mercado financeiro. Porém, o fato da pouca atenção dada às relações entre o *valuation* das empresas e o cenário de crise econômica instaurada por todo o mundo, faz-nos refletir a importância ou relevância de tal crise para o cenário acadêmico ou até a possibilidade de exaustão de discussão acerca das crises financeiras quando se estuda a questão do *valuation* das empresas, independentemente de qual método que seja utilizado para realizar tal avaliação.

Em se tratando especificamente dos métodos utilizados, em todo o período do recorte temporal selecionado para as análises deste trabalho, observou-se predominância de trabalhos quantitativos e revisões sistemáticas. Há ainda alta expressividade de estudos que se dedicaram a realizar comparações dos tipos de avaliações das empresas.

5.1 Limitações

Como todo estudo, este também apresenta limitações, ainda que elas não impliquem diretamente nas análises e resultados aqui apresentados e discutidos. Uma das limitações foi quanto à escolha da base de dados, o que terminou selecionando apenas artigos que apresentam alto impacto e, por consequência, alto Qualis-CAPES, o que pode não representar o mapeamento geral de toda a literatura científica sobre *valuation* em empresas, nesse período temporal, porém a inexistência de possibilidade do pesquisador ler todos os trabalhos publicados sobre esse tema, nas mais diversas bases, periódicos e diferentes estratos Qualis-CAPES, justifica tal escolha. Além disso, o fato da necessidade de pagamento para acesso a determinadas revistas e, por isso, a seleção da opção de “Acesso Aberto” na base de dados selecionada, fez uma grande restrição no volume dos artigos da amostra, porém tal escolha era necessária para a pesquisa, a fim de se valorizar os princípios éticos, morais e legais da conduta do pesquisador para este estudo.

5.2 Sugestões de Estudos Futuros

No tocante às sugestões para pesquisas futuras, frente à realidade dos dados coletados e aqui apresentados e discutidos, recomenda-se a realização de uma observação temporal e análise comparativa do comportamento financeiro e/ou da avaliação das empresas no mercado

financeiro no período que corresponde ao pré-crise e ao pós-crise, para explicitar melhor, tanto no meio acadêmico quanto no mercadológico, qual o impacto das crises financeiras no *valuation* das empresas. A inexistência desse tipo de estudos, durante o recorte temporal ao qual este trabalho se deteve, também pode indicar a necessidade da realização de estudos exploratórios nesta temática, bem como de uso de métodos qualitativos, como entrevistas em profundidade com autoridades do assunto de crises econômicas e mercado financeiro, a fim de que se compreenda melhor a realidade desse cenário sobre o *valuation* das empresas.

REFERÊNCIAS

ABDULKADIR; ABDULLAH; WOEI-CHYUAN. Dividend Policy Changes in the Pre-, Mid-, and Post- Financial Crisis: Evidence from the nigerian stock Market. **Asian Academy of Management Journal of Contabil and Finance**, vol. 11, n. 2, 2015.

ALEXANDRE, F.; MARTINS, I. G.; ANDRADE, J. S.; CASTRO, P. R.; BAÇÃO, P. **A crise financeira internacional**. Universidade de Coimbra, 2009.

ALLEN, W. R. Irving Fisher, F.D.R., and the Great Depression. **History of Political Economy**, v. 9, n. 4, 1970.

AMARAL, L. Crises financeiras: história e actualidade. **Relações Internacionais**, n. 23, Lisboa, set., 2009.

ASCHINGER, G. **A natureza das crises financeiras**. Revista de Economia do UMA (REUNA), p. 25-33, 1997.

BCE UNB. **Conheça a Web of Science**. 2018. Disponível em: <https://bce.unb.br/2018/06/conheca-a-web-of-science/>. Acesso em: 05 de outubro de 2020.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **A Crise Financeira Global e Depois: um novo capitalismo?**. Revista Novos Estudos, n. 86, março, 2010.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Crise e recuperação da confiança**. 2013. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/articles/2013/19-Crise-e-Recupera%C3%A7%C3%A3o-da-Confian%C3%A7a.pdf>. Acesso em 15 de setembro de 2020.

CARNEIRO, R. **O desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos**. Anais do 7º Fórum de Economia da FGV-SP, São Paulo, 2010.

CARVALHO, F. **É sempre importante dirigir um carro olhando para frente**. Valor Econômico, São Paulo, 14 de junho de 2005.

CUNHA, A. M. **Crises financeiras: o quê há de errado?**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 23, n. 1, p. 203-228, 2002.

DAMODARAN, A. **A avaliação de empresas**. 2ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

GALVÃO, T. F.; PEREIRA, M. G. **Revisões sistemáticas da literatura: passos para sua elaboração**. Epidemiol. Serv. Saúde, Brasília, vol. 23, n. 1, p. 183-184, jan.-mar., 2014.

HOBBSBAWN, E. **A Era dos Extremos: o breve século XX (1914-1991)**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

KINDLEBERGER, C. P. **Manias, Pânico e Crashes**: Uma História das Crises Financeiras. 2ª edição. Porto Alegre: Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas**: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

SAMPAIO, R. F.; MANCINI, M. C. **Estudos de revisão sistemática: um guia para síntese criteriosa da evidência científica**. Rev. Bras. Fisioter., São Carlos, vol. 11, n. 1, p. 83-89, jan.-fev., 2007.

SILBER, S. D. **A economia mundial após a crise financeira de 2007 e 2008**. Revista USP, n. 85, p. 82-93, março/maio, 2010.

SILVA, A. D. **Como realmente calcular o valor de uma empresa?**. Valor Econômico, Caderno EU: São Paulo, 16 de outubro de 2007.

SILVA, G. T. F. **As crises financeiras mundiais de 1929 e 2008**: uma análise comparativa a partir da abordagem pós-keynesiana. Dissertação de Mestrado em Economia – 96f. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2010.

TOZZINI, S.; PIGATTO, J. A. M.; ARAUJO, V. M. **Valuation**: Os modelos de avaliação de empresas em perspectiva. In: **Anais do 8º Congresso USP FIECAFI**, São Paulo, 2008. Disponível em: <https://congressousp.fiecafi.org/anais/artigos82008/172.pdf>. Acesso em: 16 de setembro de 2020.

WEB OF SCIENCE. **Results “valuation” AND “business”**. 2020. Disponível em: http://apps-webofknowledge.ez46.periodicos.capes.gov.br/WOS_AdvancedSearch_input.do?product=WOS&search_mode=AdvancedSearch&replaceSetId=&goToPageLoc=SearchHistoryTableBanner&SID=8EMKjJeLExt4PjA2ePF&errorQid=1#SearchHistoryTableBanner. Acesso em: 06 de outubro de 2020.