



FLUXO DE CAIXA DESCONTADO APLICADO A OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA NACIONAL

Álaze Gabriel do Breviário¹

RESUMO

Este artigo aborda o tema Fluxo de Caixa Descontado (FCD) aplicado a operações de Fusões e Aquisições (F&A). Tem como objetivo apresentar o estado da arte do tema, por meio de uma revisão sistemática da sua produção científica nacional. Para tanto, buscou-se na *Scientific Periodicals Electronic Library* (SPELL), maior repositório brasileiro de artigos científicos na área de Administração e Negócios, trabalhos que contenham o descritor “Fluxo de Caixa Descontado” em seu título, ou em seu resumo, ou em suas palavras-chave, sendo publicados em inglês, ou em espanhol, ou em português, nas áreas de Administração, Ciências Contábeis ou Economia. Foram encontrados nessa busca o total de 64 artigos. Após essa busca, selecionou-se, com base na leitura de seus resumos, apenas os artigos aplicados a operações de Fusões e Aquisições (F&A). Foram obtidos por meio desse filtro o total de 6 artigos. Por fim, compilou-se todos os 6 artigos por meio do *software Start*, desenvolvido pela UFSCar para esta finalidade, apresentando-se um relatório completo deles, contendo o nome do autor, o ano da publicação, os objetivos, os principais achados e as metodologias utilizadas, alcançando-se assim o estado da arte do tema. Dentre as principais conclusões desse artigo estão: a) o lapso temporal onde se encontram as principais pesquisas sobre a temática é entre 2010 e 2015; b) o lapso espacial onde se encontram as principais pesquisas sobre a temática é o Estado de São Paulo; c) esse trabalho consiste na primeira revisão sistemática da temática em questão, de onde infere-se que ela é nova na sua literatura nacional.

Palavras-chave: Fluxo de Caixa Descontado (FCD); Fusões e Aquisições (F&A); Revisão Sistemática.

DISCOUNTED CASH FLOW APPLIED TO MERGER AND ACQUISITIONS OPERATIONS: A SYSTEMATIC REVIEW OF NATIONAL SCIENTIFIC PRODUCTION

ABSTRACT

This article addresses the Discounted Cash Flow (DCF) theme applied to Mergers and Acquisitions (M&A) operations. Its objective is to present the state of the art of the subject, through a systematic review of its national scientific production. For this purpose, the *Scientific Periodicals Electronic Library* (SPELL), the largest Brazilian repository of scientific articles in the area of Administration and Business, was searched for works that contain the descriptor "Discounted Cash Flow" in their title, or in their abstract, or in its keywords, being published in English, or in Spanish, or in Portuguese, in the areas of Administration, Accounting or Economics. A total of 64 articles were found in this search. After this search, based on the reading of their

¹ Especialista em Docência e Pesquisa para o Ensino Superior (2015). Especialista em Finanças e Controladoria (2014). Bacharel em Ciências Contábeis (2019). Tecnólogo em Gestão de Negócios (2012). Estudante-pesquisador sobre: paradigmas científicos; teorias organizacionais; metodologia da pesquisa científica; docência no ensino superior; Educação a Distância (EaD); Fluxo de Caixa Descontado (FCD); sinergias financeiras; Fusões e Aquisições (F&A). Administrador de blogs. Escritor profissional. Concurseiro. Possui trajetórias acadêmica e profissional bastante fragmentadas e diversificadas com concentração nas áreas administrativa e contábil. Participou do curso de extensão Equidade no acesso à pós-graduação para populações sub-representadas a cursos de mestrado, na Universidade Federal de São Carlos - UFSCar.



abstracts, only articles applied to Mergers and Acquisitions (M&A) operations were selected. A total of 6 articles were obtained through this filter. Finally, all 6 articles were compiled using the Start software, developed by UFSCar for this purpose, presenting a complete report of them, containing the author's name, year of publication, objectives, main findings and methodologies used, thus reaching the state of the art of the subject. Among the main conclusions of this article are: a) the time lapse where the main researches on the subject are found is between 2010 and 2015; b) the spatial lapse where the main researches on the subject are found is the State of São Paulo; c) this work consists of the first systematic review of the theme in question, from which it can be inferred that it is new in the national literature.

Keywords: Discounted Cash Flow (DCF); Mergers and Acquisitions (M&A); Systematic review.

FLUJO DE CAJA DESCONTADO APLICADO A OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES: UNA REVISIÓN SISTEMÁTICA DE LA PRODUCCIÓN CIENTÍFICA NACIONAL

RESUMEN

Este artículo aborda el tema Flujo de Caja Descontado (FCD) aplicado a las operaciones de Fusiones y Adquisiciones (F&A). Su objetivo es dar a conocer el estado del arte de la materia, a través de una revisión sistemática de su producción científica nacional. Para ello, se buscó en la Biblioteca Electrónica de Publicaciones Científicas (SPELL), el mayor repositorio brasileño de artículos científicos en el área de Administración y Negocios, trabajos que contengan el descriptor "Flujo de caja descontado" en su título, o en su resumen, o en sus palabras clave, que se publiquen en inglés, o en español, o en portugués, en las áreas de Administración, Contabilidad o Economía. En esta búsqueda se encontraron un total de 64 artículos. Luego de esta búsqueda, en base a la lectura de sus resúmenes, solo se seleccionaron artículos aplicados a operaciones de Fusiones y Adquisiciones (M&A). A través de este filtro se obtuvieron un total de 6 artículos. Finalmente, los 6 artículos fueron recopilados utilizando el software Start, desarrollado por UFSCar para tal fin, presentando un informe completo de los mismos, que contiene el nombre del autor, año de publicación, objetivos, principales hallazgos y metodologías utilizadas, alcanzando así el estado del arte del sujeto. Entre las principales conclusiones de este artículo se encuentran: a) el lapso de tiempo en el que se encuentran las principales investigaciones sobre el tema es entre 2010 y 2015; b) el lapso espacial donde se encuentran las principales investigaciones sobre el tema es el Estado de São Paulo; c) este trabajo consiste en la primera revisión sistemática del tema en cuestión, de lo cual se puede inferir que es nuevo en la literatura nacional.

Palabras clave: Flujo de Caja Descontado (FCD); Fusiones y Adquisiciones (F&A); Revisión sistemática.

1. INTRODUÇÃO

O tema do presente trabalho é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), principal técnica de análise, ou interpretação, utilizada mundialmente pela vasta literatura científica de Finanças Corporativas, considerando-se apenas os artigos científicos aplicados a operações de Fusões e Adquisições (F&A).

Tem como objetivo geral apresentar o estado da arte da produção científica nacional sobre o tema, por meio de uma Revisão Bibliográfica Sistemática (RBS). Tem como objetivos específicos: a) Discutir a



importância do FCD em operações de F&A; b) Apresentar o uso do software Start para a realização de uma RBS, considerando-se os seus pontos fortes bem como suas limitações.

Esse tema se justifica devido a necessidade de um trabalho que compile, de forma completa, a sua produção científica nacional. E espera-se, desse modo, conhecer o estado da arte da temática em questão.

Para essa pesquisa foram determinadas as seguintes hipóteses iniciais: 1. O lapso espacial onde se encontram as principais pesquisas sobre FCD aplicado a operações de F&A é o Brasil, em especial a região Sudeste, por causa de ser a que mais recebe incentivos financeiros para a pesquisa em nosso país; 2. O lapso temporal onde se encontram as principais pesquisas sobre FCD aplicado a operações de F&A é a última década, visto que a temática ainda é, diferente do mundo, nova em nossa nação; 3. Essa pesquisa consiste em uma das primeiras, senão a primeira, revisão sistemática realizada sobre a temática em questão.

A questão-problema que move esta pesquisa apresentar o estado da arte do FCD aplicado a operações de F&A, por meio de uma revisão sistemática da sua produção científica nacional. E tem como objetivos específicos: a) ensinar como se realiza uma Revisão Bibliográfica Sistemática (RBS); b) discutir a indissociabilidade dos três pilares da metodologia da pesquisa científica, quais sejam: o epistemológico, o lógico e o técnico.

Para tanto, buscou-se na *Scientific Periodicals Eletronic Library* (SPELL), maior repositório brasileiro de artigos científicos na área de Administração e Negócios, trabalhos que contenham o descritor “Fluxo de Caixa Descontado” em seu título, ou em seu resumo, ou em suas palavras-chave, sendo publicados em inglês, ou em espanhol, ou em português, nas áreas de Administração, Ciências Contábeis ou Economia. Foram encontrados nessa busca o total de 64 artigos. Após essa busca, selecionou-se, com base na leitura de seus resumos, apenas os artigos aplicados a operações de Fusões e Aquisições (F&A). Foram obtidos por meio desse filtro o total de 5 artigos.

A principal motivação que eu tive para elaborar o presente trabalho foi a minha percepção que, na literatura crítica de Finanças Corporativas, pouco se fala – e se destaca –, sobre o FCD aplicados a operações de F&A. Foi daí que eu quis preencher essa lacuna.

A técnica do Fluxo de Caixa Descontado para Valor Presente (FCD) é aquela que melhor revela a capacidade efetiva de geração de riqueza de desempenho determinado. Essa técnica é retomada com entradas e transferências efetivas de dinheiro ao longo do tempo, representando uma renda econômica gerada pelo projeto ao longo de sua vida útil. Por essa razão, essa é, atualmente, a técnica mais utilizada na avaliação de empresas, inclusive nas operações de F&A (JUCÁ, 2020a; 2020b; 2020c).

Este trabalho está estruturado em 5 capítulos. No primeiro capítulo é apresentada a Introdução, na qual consta o tema, os objetivos, a justificativa, as hipóteses iniciais, a questão-problema, as metodologias, a motivação, um breve resumo do seu referencial teórico, e a estrutura do trabalho. No segundo capítulo é apresentada a Revisão da Literatura, apresentado como o FCD é empregado tanto de modo geral quanto especificamente aplicado a operações de F&A. No terceiro capítulo são apresentadas as metodologias empregadas nesse trabalho, dividindo-as em três pilares: o epistemológico, o lógico e o técnico. No quarto capítulo são apresentados os resultados e a discussão em torno da temática em questão. No capítulo quinto são apresentadas, de modo sintético, as principais conclusões e considerações finais dessa pesquisa. E, por último, mas não menos relevantes, são apresentadas as referências componentes do *corpus* de execução de ensaio e do *corpus* de execução definitivo dessa investigação científica.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Aplicações gerais do Fluxo de Caixa Descontado (FCD)



O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) já é consagrado, pelas maiores autoridades na área, na vasta literatura em Finanças Corporativas, como um conjunto de procedimentos técnicos validados, adequados, consistentes, reconhecidos, aprovados, para se realizar a avaliação (*valuation*) de uma empresa (ASSAF NETO, 2020; JUCÁ, 2020a; 2020b; 2020c; LIMA, 2020; MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005; MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Agora o que determina a qualidade do valuation são as suas premissas: quanto maior a qualidade das premissas, maior a qualidade do *valuation*; e vice-versa. E essa qualidade depende, por sua vez, da capacidade que o avaliador tem de ler o negócio, de entendê-lo, de projetá-lo (ASSAF NETO, 2020; JUCÁ, 2020a; 2020b; 2020c; LIMA, 2020; MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005; MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Essas são as principais conclusões às quais Correia Neto (2005) chegou ao comparar o FCD com outros métodos de avaliação de empresas, em seu artigo intitulado Revisão teórica de modelos de avaliação de empresas, publicado na Revista Científica Ciências Administrativas, páginas 165 a 175, em Fortaleza.

Sobre as razões de o método do FCD ser tudo isso para o processo de *valuation*, Assaf Neto (2020, p. 209), salienta que ele:

[...] precifica a empresa como o valor presente dos benefícios econômicos futuros esperados de caixa. É uma metodologia consagrada na literatura de Finanças e a mais utilizada nas avaliações de empresas. Os fluxos de caixa são estimados através das projeções de receitas, margens de lucro, crescimento e retornos esperados dos novos investimentos futuros, e resultados de todas as decisões que influem sobre o valor da empresa. A taxa de desconto dos valores de caixa deve refletir adequadamente o risco da empresa.

A metodologia do FCD para precificar uma empresa compõe-se, de forma mais resumida, de quatro variáveis fundamentais: a) fluxos de caixa futuros esperados; b) taxa de desconto dos fluxos de caixa que deve representar a remuneração mínima exigida pelos provedores de capital (credores e acionistas); c) risco do negócio; e d) maturidade das projeções, geralmente classificadas em período explícito (previsível) e perpetuidade (continuidade).

Após afirmar que o valor presente apurado pelo método do FCD “reflete os ativos existentes mais o valor gerado pelos retornos das oportunidades futuras de investimento” (ASSAF NETO, 2020, p. 209), o autor enfatiza que a formulação de cálculo apresenta na literatura crítica do tema apresenta a seguinte estrutura:

$$\text{VALOR DA EMPRESA (V}_0\text{)} = \text{Valor Presente dos Fluxos de Caixa do Período Explícito} + \text{Valor Presente dos Fluxos De Caixa que Ocorrem após o Período Explícito.}$$

A seguir, Assaf Neto (2020, p. 210-211) apresenta as 5 principais abordagens do método do FCD, por meio do seguinte quadro:

Quadro 1: abordagens do método do Fluxo de Caixa Descontado

	O valor presente do FCDE calcula o valor econômico total do negócio (ativos), formado pelo capital próprio e dívidas (passivos). Os fluxos operacionais disponíveis de caixa são descontados pelo custo total médio ponderado de capital (WACC), assumindo a seguinte identidade:
--	---



<p>FCD usando a abordagem do Fluxo de Caixa Disponível da Empresa – FCDE <i>Enterprise Value</i></p>	$\text{Valor da Empresa} = \sum \left[\frac{FCDE}{(WACC)} \right]$ <p>Valor da Empresa (Vo) = Patrimônio Líquido + Passivos</p> <p>O Vo calculado na formulação representa o valor da empresa pertencente aos provedores de capital: credores e acionistas. Representa o valor econômico de seus ativos.</p> <p>O fluxo de caixa operacional disponível é calculado pelo lucro operacional líquido do IR (NOPAT), mais despesas não desembolsáveis de depreciação, e menos os investimentos em capital fixo operacional (CAPEX) e em capital de giro. O FCDE equivalem em outras palavras, à soma de todos os recursos financeiros pagos (ou aportados) pelos <i>acionistas</i>, como dividendos e juros sobre o capital próprio, e <i>credores</i>, como despesas de juros, novos empréstimos concedidos, amortizações de principal de dívidas etc..</p> <p>Para se estimar o valor da empresa pertencente aos acionistas (valor do patrimônio líquido) desconta-se do valor encontrado da empresa (Vo) o valor de suas dívidas onerosas. A abordagem permite que se calcule o valor total da empresa (Vo), o valor da empresa do acionista (PL) e o valor do passivo.</p>
<p>FCD usando a abordagem do Fluxo de Caixa Disponível do Acionista – FCDA <i>Equity Value</i></p>	<p>Representa o fluxo de caixa líquido que resta ao acionista, calculado após a dedução dos investimentos em capital fixo e capital de giro, da remuneração (juros) dos capitais de terceiros, e de amortizações de passivos e captações de novos recursos. Esse fluxo de caixa é descontado pelo custo de capital próprio (Ke), sendo seu valor presente entendido como o valor de mercado do patrimônio líquido, ou seja:</p> $\text{Valor do Patrimônio Líquido} = \sum \left[\frac{FCDA}{Ke} \right]$ <p>(+) Dívidas (Passivos) $\frac{XX}{XXX}$ (-) Valor da Empresa (Vo) $\frac{XXX}{XXX}$</p> <p>A abordagem do FCDA é bastante utilizada na avaliação de instituições financeiras, principalmente por considerar todo o passivo dessas empresas como operacional.</p> <p>Desde que os critérios de cálculo dos fluxos de caixa, taxa de desconto e risco sejam os mesmos para o FCDA e o FCDE, as duas abordagens produzem o mesmo resultado de valor.</p>



	<p>Essa abordagem do método pressupõe ainda que todo o FCDA é pago ao acionista na forma de dividendos ou recompra de ações, e, sempre que surgirem necessidades adicionais de recursos para investimentos, o acionista fará aportes de capital.</p>
<p>Adjusted Present Value (APV) – ou VPA (Valor Presente Ajustado)</p>	<p>Calcula o valor dos ativos segmentando a mensuração em duas partes: a) valor da empresa na suposição de ser financiada integralmente por capital próprio (empresa sem alavancagem); b) valor presente dos efeitos colaterais dos fluxos financeiros, como benefício fiscal de dívidas, subsídios, custos de dificuldades financeiras etc.. O valor da empresa pelo método do APV é calculado pela seguinte expressão:</p> <p style="text-align: center;">Valor da Empresa = Valor da Empresa Sem Alavancagem (+) Valor Presente dos Efeitos Colaterais</p> <p>Essa segmentação na avaliação é bastante útil para fins de se entenderem melhor os fatores que contribuem, aumentando ou reduzindo, para o valor da empresa.</p>
<p>FCD pela abordagem dos Lucros em Excesso: Economic Future Value – EVA – ou VPA (Valor Econômico Agregado)</p>	<p>Essa abordagem é baseada no modelo divulgado pela Stern Stewart & Co., no qual o valor da empresa (VE) é calculado pelo capital investido no negócio mais o valor presente dos EVAs futuros esperados, que representa o goodwill. Assim:</p> $VE = \text{Capital Investido} + \sum \left[\frac{EVA}{(WACC)} \right]$ <p>O EVA é o lucro que resta após a dedução de todas as despesas explícitas e implícitas, também conhecido por <i>lucro econômico</i> ou <i>lucro residual</i>. A abordagem revela maior importância gerencial, permitindo que se analise e quantifique a criação de valor da empresa.</p>
<p>Opções Reais</p>	<p>A avaliação de empresas por opções reais é aplicada basicamente em situações nas quais haja flexibilidade do negócio, permitindo decisões de desistência, adiamentos ou novos investimentos. Devido às dificuldades de cálculo (o modelo geralmente adotado é o de Análise Binomial e Black & Scholes) e à existência de poucas opções reais na prática, esse método apresenta ainda reduzida aplicação prática.</p>

Fonte: ASSAF NETO (2020, p. 210-211). Elaborado pelo autor.



Endler (2004) constatou em seu artigo que, ao se utilizar o FCDE, trocar a taxa de desconto WACC pelo Ke resulta em valores numéricos incorretos, inadequados; o mesmo acontece se, ao se utilizar o FCDA, trocar a taxa de desconto Ke pelo WACC.

Muitos acadêmicos na área de Finanças Corporativas afirmam que tanto utilizando-se o FCDE, ou o FCDA, ou ainda o EVA, no final os resultados são os mesmos (ASSAF NETO, 2020). Contudo, Saurin, Costa Júnior e Zílio (2007) realizaram em seu artigo um estudo de caso sobre os modelos de avaliação de empresas com base na metodologia do FCD, no qual eles encontraram diferenças significativas entre os três valores.

2.2 FCD aplicado a Fusões e Aquisições (F&A)

A *fusão* é uma operação em que duas ou mais empresas se juntam, formando uma nova entidade, que passa a sucedê-la em todos os seus direitos e obrigações. As empresas individuais deixam de existir, sendo substituídas pela nova empresa. Já uma *aquisição* é uma operação de compra de uma ou mais empresas, sendo que a(s) empresa(s) adquirida(s) deixa(m) de existir, passando a ser(em) representada(s) pela empresa adquirente. A diferença entre o valor da nova empresa criada e o valor das empresas separadas (antes da fusão ou aquisição) é o que se denomina de *sinergia* (ASSAF NETO, 2020).

O método do FCD aplica-se a operações de F&A no que tange ao cálculo do valor das empresas individuais, do valor das empresas combinadas – especialmente no caso de fusões – e do valor das sinergias geradas nesse processo (ASSAF NETO, 2020). Sobre os tipos de sinergias existentes, Assaf Neto (2020, p. 213), cita os seguintes:

- a) ganhos de sinergia através de cortes nos custos operacionais, convergências de sistemas e aumentos de eficiência na atividade de produção, vendas e distribuição, expectativas de novas receitas, racionalização do capital investido no negócio, entre outros fatores;
- b) redução de riscos operacionais pela diversificação de produtos, mercados e clientes, fornecedores etc.;
- c) redução do custo de capital pela redução do risco diversificável e ajustes na estrutura de capital;
- d) aumento de participação de mercado, assumindo maior poder de negociação com fornecedores, distribuidores e clientes;
- e) acesso a novos canais de distribuição e novos mercados, atendendo a uma base maior de clientes;
- f) eliminação de concorrentes do mercado;
- g) redução do tempo de aprendizagem pela incorporação do conhecimento mantido por outras empresas;
- h) benefícios fiscais pela utilização de prejuízos fiscais acumulados (créditos fiscais que podem ser utilizados), créditos de ICMS e IPI, e melhor aproveitamento do planejamento tributário.

De acordo com a literatura de Finanças Corporativas, uma vez ocorrendo sinergias no processo de uma fusão entre duas empresas, X e Y, por exemplo, o valor da empresa combinada ($V_{x,y}$) certamente é maior do que a soma do valor das empresas X e Y separadas (JUCÁ, 2020a; 2020b; 2020c; LIMA, 2020; ASSAF NETO, 2020). Essa afirmação pode ser adequadamente representada pela seguinte expressão:

$$\text{Sinergia } (V_{x,y}) > V_x + V_y$$



Ainda sobre os tipos de sinergias que podem ser geradas em um processo de F&A, Assaf Neto (2020, p. 216) explica:

As sinergias são geralmente classificadas em *operacional*, constituída por economias de escala e maior taxa de crescimento da empresa, e *financeira*, justificada por maior capacidade de alavancagem, créditos fiscais e benefícios da diversificação.

A formulação básica de cálculo da sinergia destacada no ítem anterior pode ser apresentada na versão seguinte:

VALOR DA SINERGIA (S) = Valor da Nova Empresa Combinada – [Valor da Empresa Adquirente + Valor da Empresa Adquirida]

E, sendo que os ganhos de sinergia são o principal atrativo das F&A, é por essa razão que o método do FCD é extremamente útil e necessário para elas (ASSAF NETO; 2020).

3. METODOLOGIA

3.1 Pilar epistemológico

3.1.1 Paradigma: Neoperspectivista

Para Breviário (2020), também conhecido na literatura científica como Gifted, a verdade, procurada por meio da Ciência, é, ao mesmo tempo, objetiva e subjetiva, na medida em que a verdade absoluta existe, mas nós, enquanto pesquisadores imperfeitos, só a conhecemos subjetiva e parcialmente. Sobre esses aspectos, Breviário (2020, p. 231) empresta-nos seus dizeres:

[...] Gifted (2016) concebe a coexistência de duas realidades completamente distintas e, concomitantemente, indissociáveis: uma realidade objetiva, concreta, real, absoluta, independente das interpretações humanas (a mônada), que representa a integralidade de todos os pontos de vistas sobre todas as coisas; e uma realidade subjetiva, parcial, construída por meio das imperfeitas interpretações humanas sobre a realidade objetiva que o cerca (a perspectiva).

Na prática, isso quer dizer que todas as respostas para todas as questões de pesquisa já existem, embora ainda não as conheçamos completamente. Por exemplo, as questões que movem essa pesquisa podem ser expressadas do seguinte modo: a) Em que lapso espacial e temporal se encontram as principais pesquisas sobre o FCD aplicado a operações de F&A?; b) Quais as principais metodologias utilizadas para se investigar a temática em questão?; c) Como se realiza uma revisão sistemática de qualidade?; e d) Em que sentido os três pilares da metodologia da pesquisa científica são indissociáveis?. Dito isto, todas as respostas dessas questões de pesquisa já existem, de acordo com o paradigma neoperspectivista, visto que a verdade é absoluta; contudo, nós não a conhecemos antes da investigação científica e, mesmo após o seu desfecho final, nós a conheceremos apenas subjetiva e parcialmente, por causa de sermos imperfeitos.

3.1.2 Teoria: Redes



A Teoria das Redes, assim denominada por grande parte da literatura crítica sobre os Estudos Organizacionais, ajuda a explicar a estrutura e as relações interfirmas atuais, tais como as advindas das suas reestruturações societárias como fusões, aquisições, *joint ventures*, etc.. Ela muito contribui para o entendimento das razões por detrás das decisões estratégicas dos gestores, também denominados atores econômicos (SACOMANO NETO; TRUZZI, 2004). Sobre estes aspectos, Sacomano Neto e Truzzi (2004, p. 256) pontuam:

O grande número de fusões, aquisições, co-produções, alianças estratégicas e joint ventures mostra a importância da perspectiva das redes para explicar a nova estrutura de relações entre os atores econômicos. [...] A variedade de formas de cooperação interfirmas vem assim estimulando análises estruturais e relacionais das formas de coordenação dos atores econômicos.

Embora não exista consenso sobre as redes serem consideradas metáforas, métodos ou teoria, na concepção de parte dos autores que a estudam ela pode ser considerada teoria na medida em que evolui nos métodos e na sistematização de suas análises (SACOMANO NETO; TRUZZI, 2004). Sacomano Neto e Truzzi (2004, p. 256) argumentam que “as redes políticas eram inicialmente empregadas como uma metáfora e somente se tornaram teorias ao longo de suas análises sociológicas”. Então, de acordo com esse raciocínio, o mesmo pode acontecer com as redes como forma de governança e como forma de análise.

Sacomano Neto e Truzzi (2004, p. 256) afirmam que “as redes são diferentes do mercado porque aplicam amplo conjunto de mecanismos de coordenação”, e que “as redes são diferentes da firma porque mantêm direitos de propriedade separados”.

Baseando-se na vasta literatura do tema, Sacomano Neto e Truzzi (2004) acentuam que existem quatro elementos morfológicos na análise das redes, quais sejam: nós, posições, ligações e fluxos. Sobre estes elementos, eles (2004, p. 257) explanam do seguinte modo:

[...] Os **nós** podem ser descritos como um conjunto de agentes, objetos ou eventos presentes na rede em questão. [...] As **posições** definem as localizações dos pontos (empresas ou atividades) no interior da estrutura. [...] As **ligações**, conexões ou *linkages* determinam o grau de difusão ou densidade dos atores de uma rede. [...] Por fim, para o entendimento da estrutura de uma rede, é necessária a análise dos **fluxos** tangíveis (insumos ou produtos) e intangíveis (informações).

Sacomano Neto e Truzzi (2004) ainda salientam que, nas relações interorganizacionais, a estrutura pode ser compreendida pelo grau de intensidade da rede (forte ou fraca) e as relações pelo grau de coesão entre os pares de atores (densa ou difusa). Sobre esses aspectos das redes, os autores (2004, p. 258-259) enfatizam:

Estruturalmente, as redes podem ser densas ou difusas e, relacionalmente, podem ter conexões fortes ou fracas (*strong* ou *weak ties*). Conexões fortes e redes densas são mais vantajosas em ambientes estáveis e conexões fracas e redes difusas são mais benéficas em ambientes incertos [...]. Isso porque as conexões fortes e as redes densas são associadas à troca de informações refinadas e confiança, enquanto as conexões fracas e as redes difusas são associadas a novas informações.



Visto que, nas últimas décadas, tem-se ocorrido um boom concentracionista organizacional, por meio de fusões, aquisições, *joint ventures*, acordos cooperativos, consórcios para pesquisa e desenvolvimento, franchising, entre outros tipos de relações interorganizacionais, todo o aporte teórico proporcionado pela Teoria da Redes é, indubitavelmente, imprescindível não somente para debater tais mudanças, mas também para se refletir sobre as mesmas (SACOMANO NETO; TRUZZI, 2004).

3.2 Pilar lógico

3.2.1 Método hipotético-dedutivo

O método hipotético-dedutivo, definido por Karl Popper a partir das suas críticas ao método tradicional indutivo, tem como objetivo conduzir a investigação científica a um grau mais alto de certeza, de segurança, de fidedignidade (BREVIÁRIO, 2020). Sobre esse e outros aspectos do referido método, Breviário (2020, p. 102) corrobora e amplia o nosso entendimento com os seguintes dizeres:

O método hipotético-dedutivo foi definido por Karl Popper (1972) – filósofo, matemático e físico dedutivista – a partir das suas críticas à indução. Basicamente, o método hipotético-dedutivo leva o pesquisador ao mais alto grau de ceticismo sobre um determinado assunto (DÉBORA *et al.*, 2020). A base estrutural hipotético-dedutiva possui três momentos durante o processo investigatório, quais sejam: 1. Problema, que surge, em geral, de conflitos diante de expectativas e teorias já existentes; 2. Solução proposta consistindo numa conjectura (ou seja, numa nova teoria) e a dedução de consequências na forma de proposições que sejam possíveis serem testadas; e 3. Testes de falseamento – tentativa de refutação, a partir de diferentes meios, como a observação e experimentação. É aqui que se eliminam os possíveis erros da pesquisa (DÉBORA *et al.*, 2020; POPPER, 1972).

Na prática, o método hipotético-dedutivo parte de hipóteses iniciais genéricas que, por meio de testes de falseamento, conduz o investigador a conclusões específicas sobre a temática investigada.

Por exemplo, para essa pesquisa foram determinadas as seguintes hipóteses iniciais: 1. O lapso espacial onde se encontram as principais pesquisas sobre FCD aplicado a operações de F&A é o Brasil, em especial a região Sudeste, por causa de ser a que mais recebe incentivos financeiros para a pesquisa em nosso país; 2. O lapso temporal onde se encontram as principais pesquisas sobre FCD aplicado a operações de F&A é a última década, visto que a temática ainda é, diferente do mundo, nova em nossa nação; 3. Essa pesquisa consiste em uma das primeiras, senão a primeira, revisão sistemática realizada sobre a temática em questão. Daí, dadas essas hipóteses, buscou-se, por meio do método hipotético-dedutivo, chegar a conclusões específicas, capazes de responder se as hipóteses iniciais são verdadeiras ou falsas.

3.3 Pilar técnico

3.3.1 Abordagem: mista

A abordagem mista de pesquisa envolve misturar dados qualitativos e quantitativos para se investigar um objeto. Para essa pesquisa em questão, utilizou-se a estratégia transformativa sequencial, definida com Creswell (2010, p. 248, grifo meu) como sendo:



A **estratégia transformativa sequencial** é um projeto de duas fases, com uma lente teórica (p. ex., gênero, raça, teoria da ciência social) se sobrepondo aos procedimentos sequenciais. Tem também uma fase inicial (quantitativa ou qualitativa), seguida de uma segunda fase (qualitativa ou quantitativa), a qual se desenvolve sobre a fase anterior. A lente teórica é apresentada na introdução de uma proposta, molda uma questão de pesquisa direcional que visa explorar um problema (p. ex., desigualdade, discriminação, injustiça), cria sensibilidade à coleta de dados de grupos marginalizados ou sub-representados e termina com um chamado à ação.

Desse modo, na prática, foi desenvolvida no capítulo 2 desse artigo uma revisão bibliográfica narrativa sobre as aplicações gerais e específicas do Fluxo de Caixa Descontado, como sendo uma lente teórica da investigação; depois, no capítulo 4 desse trabalho utilizou-se de dados tanto qualitativos quanto quantitativos para apresentar a revisão sistemática do tema; deu-se, nesse processo, igual peso para ambos os dados (qualitativos e quantitativos).

3.3.2 Técnica geral de coleta de dados: Revisão Bibliográfica Sistemática (RBS)

3.3.2.1 Na teoria

Surgidas no final da década de 1970, por um pesquisador da área de Psicologia chamado de Gene Glass, a Revisão Bibliográfica Sistemática (RBS) tem o objetivo de diminuir os vieses da Revisão Bibliográfica Convencional, ou Narrativa, na qual temos a tendência, enquanto pesquisadores imperfeitos, “de supervalorizar estudos que estejam de acordo com nossas hipóteses iniciais e ignorar estudos que apontem para outras perspectivas” (COSTA; ZOLTOWSKI, 2014, p. 53).

Revisão Bibliográfica Sistemática e Metanálise não são sinônimos, tal como Costa e Zoltowski (2014, p. 53) corroboram:

Apesar do termo metanálise ser frequentemente utilizado como sinônimo de revisão sistemática, quando a revisão inclui uma metanálise, atualmente os dois termos possuem sentidos distintos (Sousa & Ribeiro, 2009). *Metanálise* refere-se ao procedimento estatístico de tratamento de dados de diversos estudos com o objetivo de agrupá-los, enquanto *revisão sistemática* se refere ao processo de reunião, avaliação crítica e sintética de resultados de múltiplos estudos, podendo ou não incluir uma metanálise (Cordeiro, Oliveira, Rentería, Guimarães, & Grupo de Estudo de Revisão Sistemática do Rio de Janeiro, 2007).

No intuito de ajudar a comunidade acadêmica a produzir um artigo de revisão sistemática de excelente qualidade, Costa e Zoltowski (2014) apresentam oito passos, quais sejam: a) delimitação da questão a ser pesquisada; b) escolha das fontes de dados; c) eleição das palavras-chave para a busca; d) busca e armazenamento dos resultados; e) seleção de artigos pelo resumo, de acordo com critérios de inclusão e exclusão; f) extração dos dados dos artigos selecionados; g) avaliação dos artigos; e h) síntese e interpretação dos dados.

Quanto à delimitação da questão a ser pesquisada, Costa e Zoltowski (2014) deixam claro que é necessário fazer recortes no tema para que a pesquisa seja relevante e viável. É necessário, no geral, estabelecer



um lapso temporal e espacial, para que se consiga encontrar as bibliografias e os documentos certos para a pesquisa, viabilizando-a. Sobre esses aspectos, Costa e Zoltowski (2014, p. 55) elucidam:

O problema de pesquisa de revisão pode ser decomposto em algumas partes que visam a facilitar a busca e a organização dos resultados encontrados. Petticrew e Roberts (2006) sugeriram estratégias facilitadoras para esse processo de desmembramento da questão de estudo, principalmente no caso de estudos sobre avaliação de eficácia: definição de qual é a população de interesse (p. ex., crianças, adolescentes, adultos jovens, etc.); de qual é a intervenção que se pretende avaliar (p. ex., psicoterapia individual, psicoterapia de casal, cursos, etc.); com o que a intervenção está sendo comparada (p. ex., outro tipo de intervenção, de curso, etc.); quais os desfechos a serem investigados, tanto positivos quanto negativos; qual o contexto em que a intervenção foi desenvolvida (p. ex., laboratórios, ambientes naturais, etc.).

Os autores (2014) ainda destacam que a existência de uma revisão do assunto de interesse não elimina a necessidade da realização de um novo trabalho de revisão, pois as revisões já realizadas podem estar desatualizadas ou apresentar problemas metodológicos intrínsecos.

Quanto à escolha das fontes de dados, Costa e Zoltowski (2014) ressaltam que se pode realizar uma busca por bibliografias nas bases de dados especializadas (DARE, *Research Evidence in Education Library*, *The Campbell Collaboration*, etc.) ou mesmo nas convencionais (Banco de Teses da CAPES, *Scopus*, *Web of Science*, etc.). Ou pode-se, também, buscar fontes de dados nas referências de artigos já selecionados para a revisão.

Quanto à eleição das palavras-chave para a busca, Costa e Zoltowski (2014) destacam que:

[...] as palavras-chave precisam ser sensíveis o suficiente para acessar adequadamente o fenômeno, indicando um número representativo de trabalhos. Porém não podem ser sensíveis demais, retornando muitos resultados, inviabilizando o projeto de revisão.

Os autores (2014, p. 58) ainda salientam que é possível encontrar palavras-chave apropriadas em banco de terminologias ou os denominados thesaurus, cujo objetivo principal é “a realização de uma busca rápida e bem-sucedida de publicações acadêmicas”.

Quanto à busca e o armazenamento dos resultados, Costa e Zoltowski (2014) explanam que é preciso usar adequadamente as *strings*, isto é, os conjuntos de descritores com alguns operadores booleanos (AND, OR, NOT) e símbolos de pontuação (aspas, parênteses, colchetes, chaves, asterisco). As *strings* servem para tornar a busca mais específica, sensível, restringindo-a ou ampliando-a, e também para unificar os procedimentos de busca em diversas bases de dados. Pode-se ainda utilizar softwares específicos para seleção e extração de dados em revisões sistemáticas, tais como o *EndNote*, o *Refworks*, ou o *Start*. Ampliando o nosso entendimento sobre o uso das *strings*, Costa e Zoltowski (2014, p. 59) emprestam-nos seus dizeres:

Em primeiro lugar, a *string* utilizada deve ser documentada, bem como o número de artigos incluídos e excluídos. A utilização de figuras facilita a ilustração do processo [...]. Em segundo lugar, é importante que a busca seja realizada por pelo menos dois juízes no mesmo intervalo de tempo, a fim de minimizar o viés no processo de busca. [...]



Quanto à seleção de artigos pelo resumo, de acordo com critérios de inclusão e exclusão, Costa e Zoltowski (2014) destacam que uma vez formado o *corpus* de execução da pesquisa, deve-se filtrá-lo por meio da leitura atenciosa dos resumos dos artigos para selecionar apenas aqueles que aderem aos critérios de inclusão ou de exclusão previamente determinados. Alguns critérios de inclusão podem ser o idioma (p. ex., artigos publicados em inglês, ou em português), o lapso temporal (p. ex., artigos publicados de ano XX até ano YY), as áreas do conhecimento (p. ex., artigos publicados nas áreas de Administração, Ciências Contábeis e Economia), os critérios metodológicos (p. ex., estudo de caso, revisão da literatura, etc.), dentre muitos outros. Os autores (2014) afirmam que essa etapa deve, se possível, ser realizada por dois juízes para minimizar os vieses da pesquisa.

Quanto à extração dos dados dos artigos selecionados, Costa e Zoltowski (2014) salientam que, para manter um alto grau de qualidade da pesquisa, faz-se necessário ter o acesso aos artigos selecionados completos. Sobre esses aspectos, os autores (2014, p. 61) corroboram:

Caso haja dificuldade em acessar o texto completo de algum artigo, essa informação deve constar de maneira clara na seção do método e esse artigo deve ser deixado de fora dos resultados finais. O trabalho de extração de dados também deve ser realizado por dois juízes, buscando o consenso, a fim de reduzir vieses.

Ainda sobre esse tópico da extração dos dados, os autores (2014, p. 61) afirmam que é justamente nessa etapa que se deve categorizar os artigos selecionados, extraindo de cada um deles informações tais como: “nome do estudo, referencial teórico, objetivos, localização temporal da intervenção, contexto, instrumentos, descrição dos participantes, principais achados, entre outros”. A partir dessa categorização, é possível encontrar os pontos altos (p. ex., achados relevantes) e os pontos baixos (p. ex., limitações metodológicas) dos artigos.

Quanto à avaliação dos artigos, Costa e Zoltowski (2014) emprestam-se seus seguintes dizeres:

A avaliação dos estudos visa a constatar se eles são ou não pertinentes para responder à pergunta de pesquisa. Nesse ponto, você se pergunta com mais clareza: Os participantes dos estudos revisados representam a população que quero estudar? Os estudos apresentam alguma limitação que pode comprometer a interpretação do seu resultado final?

Uma possibilidade é avaliar os estudos a partir do delineamento utilizado, por exemplo, dando maior ênfase aos resultados que apresentem delineamentos experimentais e quase-experimentais. Já para delineamentos qualitativos, você pode utilizar a estratégia de metassíntese, que envolve a análise da teoria, dos métodos e dos resultados de estudos qualitativos, levando a uma síntese do fenômeno estudado. Outra possibilidade é utilizar como critério de avaliação o referencial teórico, classificando os estudos de acordo com a qualidade da utilização dos construtos adotados. Outros critérios podem ser evocados no caso de uma revisão de instrumentos. [...]

Os autores (2014, p. 62) afirmam que, dependendo dos objetivos da pesquisa, artigos problemáticos podem ser mantidos no banco final de dados. Por exemplo, se o objetivo da investigação científica for o de avaliar a qualidade metodológica das pesquisas em um campo de estudo específico, “estudos que não atendam satisfatoriamente os critérios de avaliação devem ser mantidos, pois refletem exatamente a qualidade do campo”.

Quanto à síntese e interpretação dos dados, Costa e Zoltowski (2014) sintetizam o seguinte:



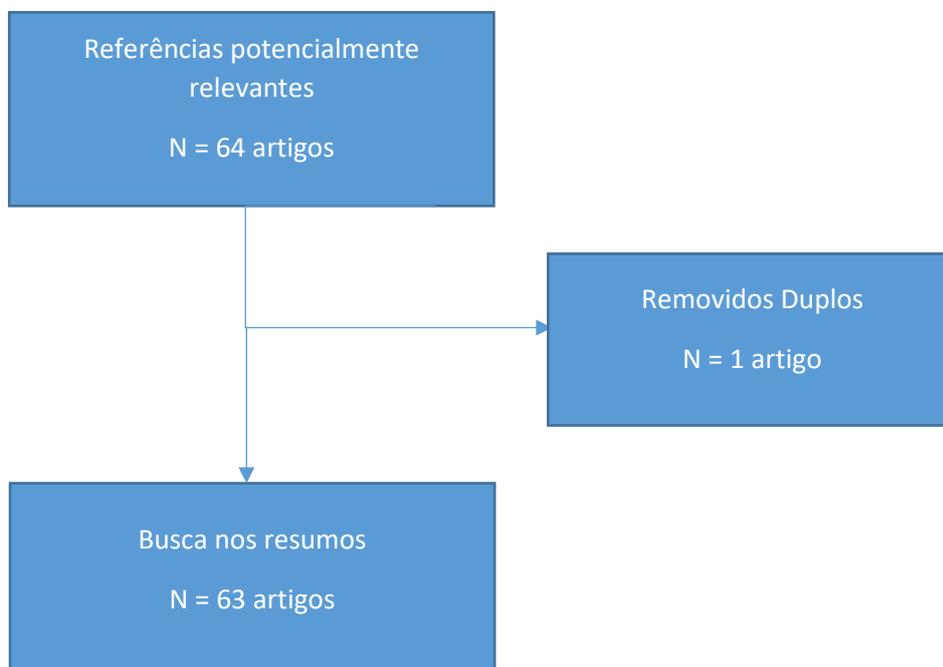
O processo de revisão sistemática pode ser comparado à montagem de um quebra-cabeça (Petticrew & Roberts, 2006). Os artigos localizados representam as peças, e os processos de avaliação servem para determinar criticamente se essas peças fazem ou não parte da figura que se quer montar. Contudo, um quebra-cabeça não é composto apenas por peças individuais. As peças devem ser organizadas de forma coerente para responder à problemática inicial de pesquisa. Essa etapa constitui o trabalho de síntese dos resultados.

Os autores (2014) terminam seu artigo dizendo que essas oito etapas comumente são realizadas antes de se começar a escrever propriamente o artigo de revisão sistemática. Destacam que a redação necessita ser clara e precisa, pormenorizando todos os passos executados. Pode-se e deve-se utilizar figuras para melhor ilustrar todo o processo. Para facilitar o processo de redação do artigo, os autores (2014, p. 65) deixam um *checklist* resumindo os principais pontos a serem contemplados.

3.3.2.2 Na prática

No dia 18 de fevereiro de 2021, buscou-se na *Scientific Periodicals Eletronic Library* (SPELL), maior repositório brasileiro de artigos científicos na área de Administração e Negócios, trabalhos que contenham o descritor “Fluxo de Caixa Descontado” em seu título, ou em seu resumo, ou em suas palavras-chave, sendo publicados em inglês, ou em espanhol, ou em português, nas áreas de Administração, Ciências Contábeis ou Economia. Foram encontrados nessa busca o total de 64 artigos.

Após essa busca, selecionou-se, com base na leitura de seus resumos, apenas os artigos aplicados a operações de Fusões e Aquisições (F&A). Como todos os artigos encontrados na base de dados encontram-se publicados no idioma português, buscou-se, então, especificamente as seguintes palavras-chave em seus resumos: “fusão”, “aquisição”, “fusões”, “aquisições”, “fusão ou aquisição”, “fusões ou aquisições”, “fusão e aquisição”, “fusões e aquisições”, “F&A”. Foram obtidos por meio desse filtro o total de 6 artigos. Também foi eliminado um artigo que estava duplicado. Esses resultados são adequadamente representados pela Figura 1 (abaixo).



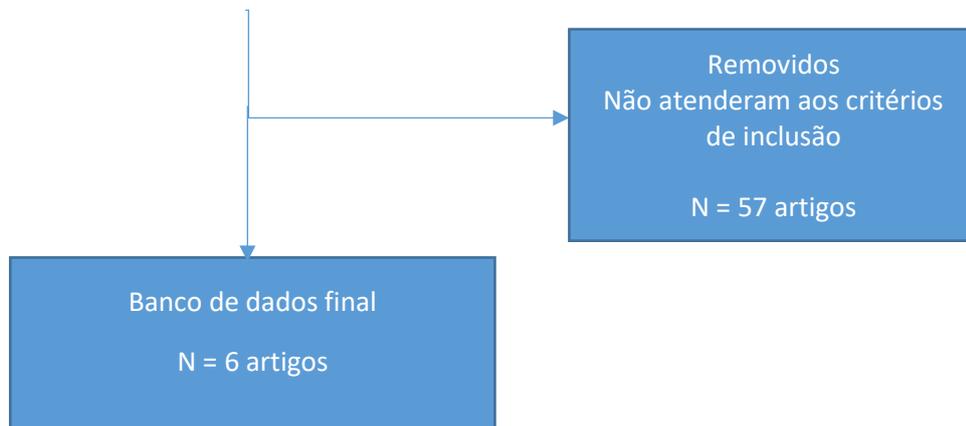


Figura 1. Resultados das buscas realizadas nessa investigação. Elaborada pelo autor.

Seria muito bom que o julgamento nessas etapas fosse realizado por dois juízes, tal como sugerido por Costa e Zoltowski (2014). Contudo, como eu não tenho vínculo com nenhuma instituição educacional, nem com outros autores da minha área de formação, eu decidi realizar sozinho essa etapa, refazendo-a várias vezes no intuito de atenuar os vieses da pesquisa.

Por fim, compilou-se todos os 6 artigos por meio do *software Start*, desenvolvido pela UFSCar para esta finalidade, apresentando-se um relatório completo deles, contendo o nome do autor, o ano e o local da publicação, os objetivos, os principais achados e as metodologias utilizadas, alcançando-se assim o estado da arte do tema.

3.3.3 Técnicas específicas

Para o desenvolvimento da presente pesquisa, utilizou-se das seguintes técnicas específicas de investigação: a) para a coleta dos dados: leitura científica; b) para o registro dos dados: planificação manual e eletrônica; c) para a organização dos dados: tabulação, codificação e categorização; d) para a sistematização dos dados: busca avançada de *strings* (explanas no subtópico anterior), e fatores de inclusão e de exclusão (também explanada no subtópico anterior); e) para análise e interpretação dos dados: análise de conteúdo; f) para a formalização dos dados: artigo científico; e g) para apresentação dos dados: exposição visual (BREVIÁRIO, 2020).

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Após efetuadas as etapas de seleção e extração dos dados dos artigos pelo software Start, os 5 artigos do banco de dados final foram compilados, no quadro a seguir, contendo de cada um deles: o ano, o(s) autor(es), o local de publicação (apenas o Estado), o objetivo geral e os principais resultados.

Quadro 2 – Resumo do Banco de Dados Final



Sequência	Ano/Autoria/ Local	Objetivo/Resultados
1	2010/ Stille, Lemme e Brandão/ RJ	<p><u>Objetivo:</u> avaliar as contribuições do método de opções reais ao processo decisório em projetos de telecomunicações, estudando um caso real de aquisição, em licitação pública, de uma licença de prestação de serviços de telefonia móvel 3G no Brasil.</p> <p><u>Resultados:</u> foi encontrada uma diferença de 64% em relação ao valor obtido pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, o que poderia justificar os altos ágios pagos pelas empresas vencedoras da licitação, incompatíveis com o valor obtido pelos métodos tradicionais de análise; isso indica que a metodologia aplicada, facilmente replicável e bastante intuitiva, pode ser uma ferramenta útil para apoiar o processo decisório destas empresas.</p>
2	2011/ Silva e Oliveira/ DF	<p><u>Objetivo:</u> verificar a influência de notícias econômicas no comportamento agregado do mercado brasileiro no período de 1995 a 2008.</p> <p><u>Resultados:</u> analisou-se 168 meses entre 1995 e 2008, usando regressão linear múltipla com Ibovespa mensal como variável dependente, em que foram determinados os maiores resíduos no período estudado; a partir destes resíduos procurou-se uma explicação para o comportamento do mercado; constatou-se, ao final da pesquisa, que em 30 dos 168 meses, entre agosto de 1998 e janeiro de 2001, estão concentrados 8 dos 15 maiores resíduos encontrados.</p>
3	2012/ Almeida <i>et al</i> / SP	<p><u>Objetivo:</u> examinar se os valores das empresas estimados por meio de modelos com maior embasamento na contabilidade, o Residual Income Valuation (RIV) e o Abnormal Earnings Growth (AEG), se aproximam dos valores estimados pelo modelo de Fluxo de Caixa Descontado, conforme constam dos laudos de avaliação.</p> <p><u>Resultados:</u> os modelos RIV e AEG foram aplicados em amostras com 21 e 39 firmas, respectivamente; os resultados dos testes realizados na amostra indicam que não há diferenças estatisticamente significantes entre os valores estimados pelos modelos RIV e AEG em relação aos valores estimados pelo modelo de Fluxo de Caixa Descontado.</p>
		<p><u>Objetivo:</u> investigar e avaliar se, na média, as projeções de desempenho econômico-financeiro feitas pelas empresas brasileiras, em laudos de avaliação, são aderentes ao longo do tempo.</p>



4	2013/ Cunha, Martins e Assaf Neto/ SP	<u>Resultados:</u> demonstra-se, basicamente, que as médias das projeções em relação ao realizado são aderentes estatisticamente para cinco variáveis; por outro lado, cinco variáveis mostraram diferenças significativas das médias; os setores de química, ferrovia e têxtil foram, entre os analisados, os que apresentaram mais vezes diferenças significativas das médias; na comparação por períodos, diferenças significativas das médias apareceram nas variáveis margens (operacional e Ebtida), evolução do lucro líquido e taxa de investimento.
5	2014/ Nascimento/ SP	<u>Objetivo:</u> analisar as principais metodologias aplicadas nos laudos de avaliação de OPAs (oferta pública de aquisição) constantes na CVM. <u>Resultados:</u> constatou-se que a quase totalidade dos laudos utiliza o método do fluxo de caixa descontado (89%); apenas uma parte dos laudos (26%) utiliza o método dos múltiplos, o que é atribuído à dificuldade de encontrar empresas comparáveis na bolsa brasileira.
6	2015/ Oliveira e Oliveira/ PE	<u>Objetivo:</u> verificar se o processo de fusão ou aquisição gera valor à empresa compradora envolvida por meio da determinação de uma função de distribuição de probabilidade de ocorrência de sinergia em um caso de Fusão e Aquisição (F&A) de uma empresa cujo capital prioritário é intangível, nesse caso a TOTVS S/A. <u>Resultados:</u> observou-se que houve uma sinergia positiva decorrente da fusão e que as oscilações simuladas na economia, apesar de diminuir o valor da empresa, garantiram com quase 100% de certeza que haveria sinergia positiva no caso da fusão.

Fonte: Dados da pesquisa. Elaborado pelo autor.

O artigo 1, de Stille, Lemme e Brandão (2010), foi classificado, no *Start*, como sendo de alta prioridade de leitura porque analisa um caso real de aquisição de empresas, calculando-se, é claro, o seu valor econômico-financeiro, e comparando-se os resultados obtidos de acordo com o método das Opções Reais e do Fluxo de Caixa Descontado.

O artigo 2, de Silva e Oliveira (2011), foi classificado, no *Start*, como sendo de alta prioridade de leitura, porque analisa o impacto de uma notícia de fusão ou aquisição no preço de uma ação de uma empresa, no qual se reflete o Fluxo de Caixa Descontado; desse modo, avalia-se as sinergias financeiras, positivas ou negativas, ocorridas em função da referida notícia.

Os artigos 3, 4 e 5, foram classificados, no *Start*, como sendo de baixa prioridade de leitura porque, apesar de utilizarem o método do Fluxo de Caixa Descontado, eles não se concentram em identificar, pelo referido método, as sinergias financeiras provocadas por alguma operação de fusão ou aquisição.



Já o artigo 6, de Oliveira e Oliveira (2015), foi classificado, no *Start*, como sendo de prioridade de leitura muito alta, porque se concentra em avaliar, por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado, o valor das sinergias financeiras provocadas pelo processo de Fusão e Aquisição (F&A) de uma empresa.

Após essa etapa de trabalhosa compilação dos artigos componentes do referido banco de dados final da pesquisa, avaliou-se as suas metodologias, quanto às principais técnicas gerais de coleta de dados empregadas, cujos resultados são apresentados no quadro a seguir:

Quadro 3 – Principais técnicas de coleta de dados empregadas nas pesquisas

Técnica empregada	Técnica empregada no(s) artigo(s):
Revisão Bibliográfica Narrativa (RBN)	1, 2, 3, 4, 5 e 6
Revisão Bibliográfica Sistemática (RBS)	Nenhum
Revisão Documental	1, 2, 3, 4, 5 e 6
Estudo de caso <i>ex loco</i>	2, 3, 4, 5 e 6
Estudo de caso <i>in loco</i>	1
Amostragem	4
Outra técnica estatística	6

Fonte: Dados da pesquisa. Elaborado pelo autor.

A metodologia científica possui três pilares fundamentais, quais sejam: o epistemológico, que estuda os paradigmas científicos e as teorias; o lógico, que estuda a estrutura de pensamento utilizada; e o técnico, que estuda as abordagens, as técnicas gerais e específicas, e os instrumentos utilizados (BREVIÁRIO, 2020). Contudo, o quadro anterior não abrangeu esses três pilares porque a explanação nos artigos sobre as metodologias empregadas não se mostrou completo, até porque os respectivos autores ainda não estão familiarizados com tal classificação, ainda nova na literatura sobre metodologia da pesquisa científica (BREVIÁRIO, 2020). Por essa razão, considerou-se no referido quadro apenas as principais técnicas gerais de coleta de dados utilizadas.

Após a compilação dos resultados e a discussão aqui realizada, passou-se à elaboração das conclusões e das considerações finais dessa investigação.

5. CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 Conclusões

Concluiu-se que: a) o lapso temporal onde se encontram as principais pesquisas sobre a temática é entre 2010 e 2015, sendo uma em cada um desses anos; b) o lapso espacial onde se encontram as principais pesquisas sobre a temática é o Estado de São Paulo, local onde elas foram publicadas; c) até o presente momento, não havia, nenhuma Revisão Bibliográfica Sistemática (RBS) realizada sobre a temática, sendo esse trabalho a primeira RBS sobre a mesma, pelo menos na sua literatura nacional; d) em todas as pesquisas foram utilizadas a Revisão Bibliográfica Narrativa (RBN) e a Revisão Documental, das quais se partiu para se realizar uma investigação científica mais profunda utilizando-se de outras técnicas; e) cinco pesquisas (2, 3, 4, 5 e 6) realizaram um estudo de caso *ex loco*, e apenas uma (1) realizou um estudo de caso *in loco*; f) a temática em questão é nova na sua literatura nacional.

Tais conclusões ratificam as três hipóteses iniciais, ou seja, elas são verdadeiras.



5.2 Considerações finais

A literatura crítica sobre avaliação de empresas (*valuation*) carece de trabalhos acadêmicos que expliquem especificamente sobre como determinar a taxa de crescimento das vendas, da depreciação, do CAPEX, da Capacidade de Investimento em Giro, etc., para cada setor específico da economia. O que encontramos nela, atualmente, é, basicamente, como calcular a taxa de crescimento do NOPAT e do Lucro Líquido. Desse modo, aqui se encontra uma lacuna que merece consideração, ou seja, sugere-se desenvolver pesquisas científicas que foquem nestes aspectos do *valuation*. Além, é claro, de se precisar de mais pesquisas sobre o FCD sobre operações de F&A, em especial que realizem revisões sistemáticas.

REFERÊNCIAS

Corpus de execução de ensaio

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2020. 294 p. Edição customizada.

BREVIÁRIO, Álaze Gabriel do. **Os três pilares da metodologia da pesquisa científica: o estado da arte**. 1ª edição. Curitiba: Appris, 2020. 283 p.

COSTA, Angelo Brandelli; ZOLTOWSKI, Ana Paula Couto. **Como escrever um artigo de revisão sistemática**. [s.l.]: ResearchGate, 2014. 16 p. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/323255862_Como_escrever_um_artigo_de_revisao_sistemica>. Acessado em 21 de maio de 2021.

CRESWELL, John W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. Tradução Magda Lopes. 3ª edição. Porto Alegre: Artmed, 2010. 296 p.

ECO, Umberto. **Como se faz uma tese**. Tradução de Gilson César Cardoso de Souza. São Paulo: Perspectiva, 2012. 24ª edição. 174 p.

ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método do Fluxo de Caixa Descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Contexto**, Porto Alegre-RS, vol. 4, n. 6, pp. 1-13, 1º semestre de 2004.

GIFTED, Á. G. Os três pilares da metodologia da pesquisa científica: uma revisão da literatura. **Ágora**, v. 1(1), pp. 1-15, 2015. Disponível em <<https://periodicos.unimesvirtual.com.br/index.php/formacao/article/view/531>>. Acessado em 03 de maio de 2020.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5ª edição. São Paulo: Atlas, 1999. 206 p.

_____. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5ª edição. São Paulo: Atlas, 2010. 184 p.



JUCÁ, Michele Nascimento. Avaliação por fluxo de caixa descontado. **Material didático de apoio.** São Paulo: Saint Paul, 2020a. 16 p.

_____. Custo de Capital. **Material didático de apoio.** São Paulo: Saint Paul, 2020b. 26 p.

_____. Introdução ao *valuation* e modelo de dividendos. **Material didático de apoio.** São Paulo: Saint Paul, 2020c. 22 p.

LIMA, Fabiano Guasti. Métricas de valor I, II e III. **Material didático de apoio.** São Paulo: PECEGE/USP, 2020.

LUNA, Sérgio Vasconcelos de. **Planejamento de Pesquisa:** uma introdução. São Paulo: Educ, 2011.

_____. **Planejamento de Pesquisa:** uma introdução. São Paulo: Educ, 2012.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica.** 5ª edição. São Paulo: Atlas, 2003. 311 p.

_____. **Técnicas de Pesquisa.** 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2007. 289 p.

_____. **Técnicas de pesquisa:** planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados. São Paulo: Atlas, 2008. 277 p.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas:** um guia para fusões e aquisições e gestão de valor. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005. 284 p.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; PEREIRA, Fernando. **Avaliação de empresa:** um guia para fusões e aquisições e *private equity*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010. 322 p.

SACOMANO NETO, Mário; TRUZZI, Oswaldo Mário Serra. Configurações estruturais e relacionais da rede de fornecedores: uma resenha compreensiva. **RAUSP: Revista de Administração da USP,** São Paulo, vol. 39, n. 3, pp. 255-263, jul./ago./set. 2004.

SAURIN, Valter; COSTA JÚNIOR, Newton Carneiro Affonso da; ZÍLIO, Annelise da Cruz Serafim. Estudo dos modelos de avaliação de empresas com base na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado: estudo de caso. **Revista de Ciências da Administração,** Florianópolis-SC, vol. 9, n. 18, pp. 123-148, maio/agosto de 2007.

Corpus de execução definitivo

ALMEIDA, José Elias Feres de *et al.* Análise dos modelos de avaliação residual Income Valuation, Abnormal Earnings Growth e Fluxo de Caixa Descontado aplicados às Ofertas Públicas de Aquisição de Ações no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações,** São Paulo-SP, vol. 16, n. 16, pp. 3-19, agosto de 2012.



CUNHA, Moisés Ferreira da; MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. Avaliação de empresas no Brasil pelo Fluxo de Caixa Descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas Ofertas Públicas de Aquisição de Ações. **RAUSP: Revista de Administração da USP**, São Paulo-SP, vol. 49, n. 2, pp. 251-266, abr./maio/jun. 2014.

NASCIMENTO, Raquel de Carvalho. Análise das metodologias aplicadas em avaliação de empresas no contexto brasileiro: um estudo sobre as Ofertas Públicas de Aquisição (OPA). **Revista de Finanças Aplicadas**, São Paulo-SP, vol. 1, pp. 1-15, 2013.

OLIVEIRA, Tatiana Barros Pinheiro; OLIVEIRA, Marcos Roberto Gois. Abordagem estocástica na avaliação econômico-financeira do processo de Fusões e Aquisições – F&A: estudo de caso da Totvs S/A. **Contextus: Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Recife-PE, vol. 13, n. 3, pp. 1-25, set./dez. 2015.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; OLIVEIRA, Joana D'arc Vieira de. O que move o mercado acionário brasileiro?. **RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Editora UNOESC**, Brasília-DF, vol. 10, n. 2, pp. 295-312, jul./dez. 2011.

STILLE, Rafael; LEMME, Celso Funcia; BRANDÃO, Luiz Eduardo Teixeira. Uma aplicação de Opções Reais na avaliação de licença de prestação de serviços de telefonia móvel 3G no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro-RJ, vol. 8, n. 3, pp. 329-349, 2010.

Álaze Gabriel do Breviário

Especialista em Docência e Pesquisa para o Ensino Superior (2015). Especialista em Finanças e Controladoria (2014). Bacharel em Ciências Contábeis (2019). Tecnólogo em Gestão de Negócios (2012). Estudante-pesquisador sobre: paradigmas científicos; teorias organizacionais; metodologia da pesquisa científica;



ATEN@
ISSN - 2526-0669

REVISTA DIGITAL DE GESTÃO & NEGÓCIOS



docência no ensino superior; Educação a Distância (EaD); Fluxo de Caixa Descontado (FCD); sinergias financeiras; Fusões e Aquisições (F&A). Administrador de blogs. Escritor profissional. Concurseiro. Possui trajetórias acadêmica e profissional bastante fragmentadas e diversificadas com concentração nas áreas administrativa e contábil. Participou do curso de extensão Equidade no acesso à pós-graduação para populações sub-representadas a cursos de mestrado, na Universidade Federal de São Carlos - UFSCar.

Artigo recebido em 15/06/2021

Aceito para publicação em 13/02/2022

Para citar este trabalho:

BREVIÁRIO, Álaze Gabriel do. FLUXO DE CAIXA DESCONTADO APLICADO A OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES: UMA REVISÃO SISTEMÁTICA DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA NACIONAL. Revista Aten@. Unimes Virtual. Volume 2, Número 4. Janeiro 2022. Disponível em:

<http://periodicos.unimesvirtual.com.br/index.php/gestaoenegocios/index>