



**Vinícius Dias da Silva**

**Valor da Empresa e Sua Localização:  
Uma Análise Sobre Influência da Localização  
das Empresas na Determinação do Seu Valor**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Luis Felipe Jacques da Motta

Rio de Janeiro  
Fevereiro de 2006



**Vinicius Dias da Silva**

**Valor da Empresa e Sua Localização:  
Uma Análise Sobre Influência da Localização  
das Empresas na Determinação do Seu Valor**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta**

Orientador  
Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Antonio Carlos Figueiredo Pinto**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal**

COPPEAD - UFRJ

**Prof. João Pontes Nogueira**

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 20 de fevereiro de 2006

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

## Vinicius Dias da Silva

Graduado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Pós-graduado em Finanças pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. Acumula experiência de oito anos desempenhando atividades relacionadas a avaliação de investimentos de longo prazo tendo trabalhado em diversas empresas multinacionais. Atualmente desempenha atividades comerciais em Banco de Investimento Internacional tendo atuação destacada nos segmentos de infra-estrutura e recursos naturais.

### Ficha Catalográfica

Silva, Vinicius Dias da

Valor da empresa e sua localização: uma análise sobre influência da localização das empresas na determinação do seu valor / Vinicius Dias da Silva ; orientador: Luiz Felipe Jacques da Motta. - Rio de Janeiro : PUC, Departamento de Administração, 2006.

101 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração.

Inclui referências bibliográficas.

1. Administração – Teses. 2. Valor da empresa. 3. Variáveis de ambiente. 4. Influência da. I. Motta, Luiz Felipe Jacques da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

## Agradecimentos

Ao mestre e orientador, Professor Doutor Luis Felipe Jacques da Motta, pelo constante incentivo e principalmente pela sua especial orientação durante toda a elaboração deste trabalho.

Ao mestre Martim Francisco de Oliveira e Silva, aluno do doutorado ministrado pelo IAG da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, pela participação no processo de elaboração desta pesquisa e, principalmente, pela zelosa revisão e contribuição as idéias apresentadas na qualificação do projeto deste estudo.

Pelo suporte de todos, meus sinceros agradecimentos aos amigos de Mestrado com os quais tive o prazer de conviver e dividir algumas poucas experiências durante os três últimos anos.

Finalmente especiais agradecimentos à Cíntia Leite Nascimento, minha esposa que durante todo o curso foi a minha maior motivadora, juntamente com meus pais e amigos que neste momento compartilham da mesma felicidade que tenho ao finalizar mas esta etapa da minha vida.

## Resumo

Silva, Vinícius Dias da; Motta, Luis Felipe Jacques da (Orientador). **Valor da Empresa e Sua Localização: Uma Análise Sobre Influência da Localização das Empresas na Determinação do Seu Valor**. Rio de Janeiro, 2006. 101p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Nos últimos anos o processo de avaliação de empresas tem sido um dos mais importante e explorados tema em finanças corporativa. Esse tema chama a atenção de acadêmicos mundialmente. Na verdade ele tanto aparece como um aspecto importante para executivos, cujo o foco é o aumento do valor das ações como também para os Governos, para que estes criem os seus planos de desenvolvimento e suas políticas. Recentemente pesquisas para definir o que determina o valor das companhias apontam para a influencia de variáveis internas como: índices operacionais e de eficiência. Por outro lado trabalhos acadêmicos empurrados pelas teorias de Porter (1980), demonstram a importância de fatores de ambientes combinados com aspectos internos em um processo de avaliação. No entanto, começa a se tornar um pouco claro para todos que uma análise abrangente é fundamental para se aproximar o resultados da teoria financeira dos números dos modelos de avaliação do mercado. Ademais é importante enfatizar que apenas considerando o ambiente e o cenário mais abrangente – variáveis internas e externas – poderá ser possível justificar as diferenças entre os valores de companhias similares observadas no mundo real. Baseado em trabalhos atuais desenvolvidos por acadêmicos esta dissertação esta propondo uma investigação sobre a influencia do ambiente no processo de avaliação das companhias. Este trabalho irá analisar se a localização das companhias é determinante para o seu valor, levando em consideração aspectos sociais, econômicos e culturais. Este texto é suportado pela análise do relacionamento entre o ambiente e o valor das companhias usando as técnicas mais recentes de análise multivariada. Esta metodologia será utilizada para estudar como aspectos sociais, econômicos e políticos estão relacionados com o valor das companhias. No texto nós faremos referencia aos artigos acadêmicos mais recentes relativos ao assunto, os quais nós julgamos importantes para enriquecer a discussão.

## Palavras Chave

Valor da Empresa, Variáveis de Ambiente, Influência da Localização;

## Abstract

Silva, Vinícius Dias da; Motta, Luis Felipe Jacques da (Advisor). **Enterprise value and geographic location: a analyses regarding the influence of geographic location in the valuation process.** Rio de Janeiro, 2006. 101p. M.Sc. Dissertation – Departamento de Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

In the last few years the enterprise valuation process has been one of the most important and explored subject in corporate finance. This theme draw the attention of the academics worldwide. As a matter of fact, it also appears as an important aspect to the executives in order to enhance the stocks value and also to the Governments to create a development plans and politics. Recently researches to define what determine the value of the companies are point out to the influence of internal variables such as: operational and efficiency indexes. On the other hand academic works, pushed by Porter (1980) theories, have shown the importance of environmental issues combined with internal aspects in a valuation process. However, is become quite clear for everybody that a comprehensive analysis is fundamental to approach figures of the financial theory to the numbers from the market valuation models. Moreover it is important to emphasize that only considering environment and observe the big picture – internal and external issues – would be possible justify the differences between the value of similar companies observed in a real world. Based on the current works developed by academics this report is proposing an investigation about the influence of the environment in the company valuation process. This work will analyze if the localization of companies is determinant for its value, take into account social, economic and cultural issues. This text will be supported by the analysis of the relationship between the environment and company values using the most recent techniques of multivariate analysis. This methodology will be used to study how social, cultural, economic and political aspects are related with company value. Throughout the text we also make reference to the recent academic papers related to the issues which we judge are important and enrich the discussion.

## Keywords

Enterprise Values, Environment Variables, Location Influence.

# Sumário

1. O Problema	9
1.1. Introdução	9
1.2. Objetivos	11
1.3. Relevância do Estudo	13
1.4. Delimitação do Estudo	16
2. Referencial Teórico	18
2.1. Avaliação de Empresas	19
2.1.1. Modelos de desconto de dividendos	20
2.1.1.1. Modelo de Gordon (1962)	22
2.1.1.2. Modelo de desconto de dividendos em dois estágios	23
2.1.1.3. Questões quanto ao uso do modelo de desconto de dividendos	25
2.1.2. Modelo de desconto de fluxo de caixa líquido da empresa	27
2.1.2.1. Fluxo de carga líquidos na empresa	27
2.1.2.2. Custo médio ponderado do capital	29
2.1.2.3. Conclusão sobre o modelo de avaliação por fluxo de caixa líquido da empresa	32
2.1.3. Avaliação por índice preço de mercado e valor contábil	33
2.1.4. Valor da empresa fornecido pela base MSCI e o Q-Tobin	35
2.2. Análise da influência do ambiente na metodologia de avaliação de empresa	36
3. Metodologia	48
3.1. Tipo de pesquisa	48
3.2. População e amostra	48
3.2.1. Metodologia de classificação dos dados das variáveis independentes	49
3.2.2. Metodologia para o processamento dos dados da variáveis independentes.	52
3.2.3. Metodologia de cálculo da variável dep. sobre o índice de valor da empresas	53
3.3. Métodos Estatísticos	55
4. Análise dos Dados	58
4.1. Segmentação dos dados	59
4.2. Análise das premissas para regressão linear multivariada	60
4.2.1. Análise da normalidade das variáveis para países emergentes	60
4.2.2. Análise da homogeneidade da variância para países emergentes	61
4.2.3. Análise da linearidade para países emergentes	63
4.2.4. Análise de correlação entre as variáveis dependentes para países emergentes..	65
4.2.5. Análise da regressão linear multivariada para países emergentes	66
4.2.6. Análise da regressão linear multivariada para países emergentes (Stepwise)	68
4.2.7. Análise da normalidade das variáveis para países desenvolvidos	70
4.2.8. Análise da homogeneidade da variância para países desenvolvidos	71

4.2.9. Análise da linearidade para países desenvolvidos	72
4.2.10. Análise de correlação entre as variáveis dependentes para países emergentes	75
4.2.11. Análise da regressão linear multivariada para países desenvolvidos	75
4.2.12. Análise da regressão linear multivariada para países desenv. (Stepwise)	77
4.2.13. Análise dos resultados das regressões para os dois conjuntos de países	79
5. Conclusão	81
6. Referências Bibliográficas	86
Anexo I	90
Anexo II	100
Anexo III	101