

IBAPE-DF

**II Seminário Nacional de
Engenharia de Avaliações
Abril 2014**

**Avaliação de Intangíveis
Celso José Gonçalves**

Eng^o. Civil

Especialista em Finanças

Executivo em Negócios Financeiros

IBAPE-DF - II Seminário Nacional de Engenharia de Avaliações

O VALOR DE UMA EMPRESA

São vários métodos para avaliação de uma empresa:

- Métodos Patrimoniais - a contabilidade não está estruturada para valores de saída e sim de entrada. Valor Histórico apurado pela Contabilidade, obtido pela diferença entre o Ativo e o Passivo Exigível. Identifica muito mais o quanto custa a empresa do que o quanto vale. Não pode representar valor.
- Valor de Liquidação - valor para encerrar a empresa, são casos menos comuns, não considera a continuidade do negócio.
- Valor de Mercado de Ações - tem limitações de influências externas, utilizado para empresas de capital aberto.
- Múltiplos - relaciona o preço com alguns parâmetros de negócios realizados. Ex. (22 x EBITDA), serve para reforçar outro método.
- Fluxo de Caixa Descontado – FCD – metodologia preferida atualmente. Capacidade de gerar caixa. É o menos problemático e leva em conta o risco.

NBR 14.653 - Definições de Valor

- Parte 1:

- Valor de mercado *é a quantia mais provável pela qual se negociaria voluntariamente e conscientemente um bem, numa data de referência, dentro das condições do mercado vigente.*
- Valor em risco
- Valor patrimonial

- Parte 4:

- Valor patrimonial
- Valor econômico
- Valor de desmonte
- Valor de mercado
- Preço de liquidação forçada

Conceitos e fundamentos

- Método: Fluxo de Caixa Descontado - FCD

$$V_0 = \sum_{k=1}^n \frac{R_k}{(1 + tma)^k}$$

- Componentes do FCD:

V_0 – Valor da Empresa

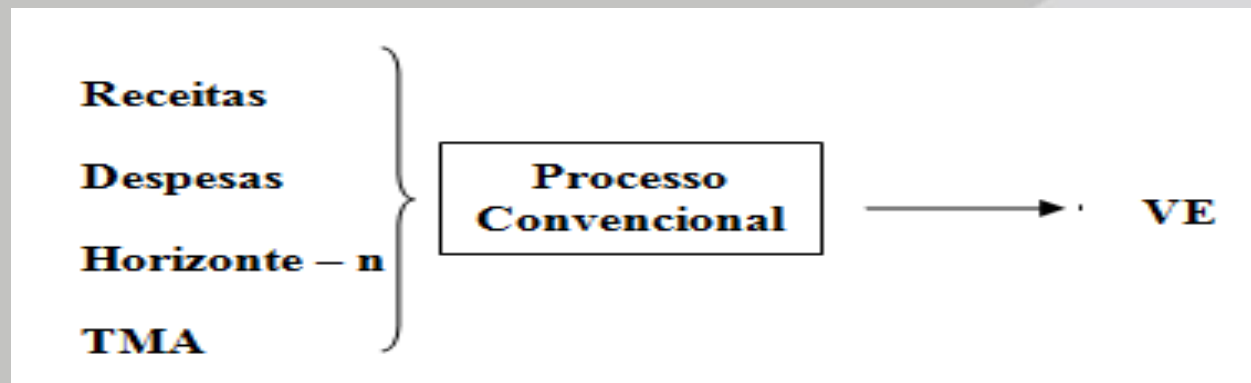
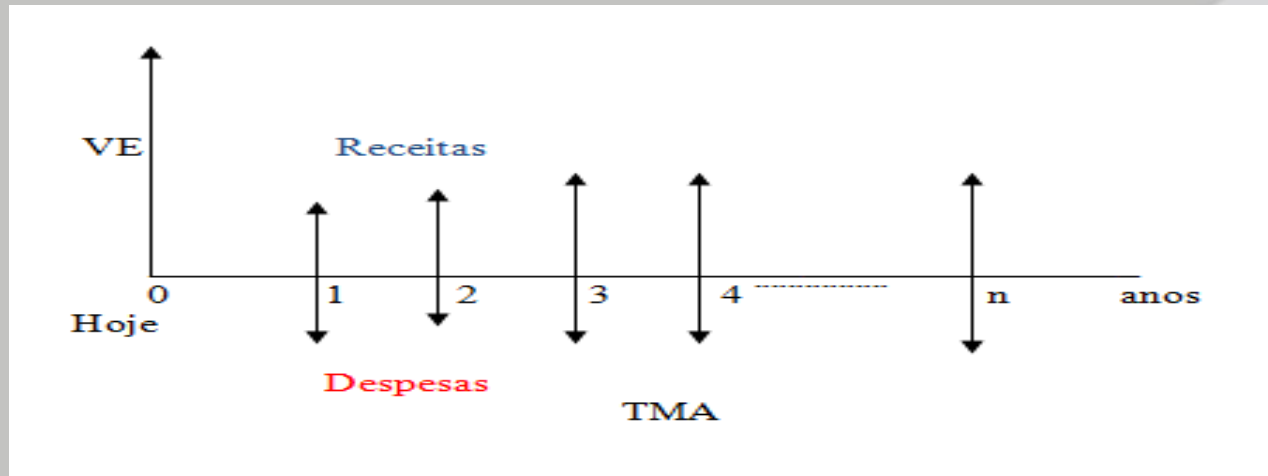
R_k - resultado líquido em cada período;

tma - taxa mínima de atratividade - relação com capm, wacc, TDAR etc.;

n - horizonte de análise.

Conceitos e fundamentos

Modelo



Conceitos e fundamentos

FCLE – Fluxo de Caixa Líquido da Empresa

(=) Receita Bruta
(-) Impostos
(=) Receita Líquida
(-) Custos Variáveis
(-) Insumos Principais
(-) Demais Insumos
(-) Demais Custos Variáveis
(-) Custos Fixos
(-) Custo de Manutenção
(+) Outras receitas Operacionais
(+) Valorização financeira
(=) EBITDA - Resultado antes da Dep./Am./IR e CS
(-) Depreciação e amortização
(=) LAJI = EBIT = Lucro Tributável
(-) Impostos e Contribuições
(-) Imposto de Renda
(-) Contribuição social
(=) Lucro oper. Líquido = NOPAT
(+) Depreciação e amortização
(=) Fluxo de caixa operacional líquido
(-) CAPEX - investimento em ativo fixo
(-) Delta Giro
(=) FCLE

Esquema do FCLE

Conceitos e fundamentos Balanco Patrimonial

<p>ATIVO</p> <p>WACC</p> <p>Valor da empresa - V_0</p> $V_0 = \frac{FCLE}{WACC}$	<p>PASSIVO</p> <p>K_i</p> <p>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</p> <p>K_e</p>
--	--

Conceitos e fundamentos

- Avaliação de empresas pelo FCD - duas abordagens:
 - FCLA - fluxo de caixa líquido do acionista (FCFE - *free cashflow to equity*, FCDP - fluxo de caixa disponível para o proprietário);
 - FCLE - fluxo de caixa líquido da empresa (FOCF - *free operation cashflow*, FCFF - *free cashflow to firm*).

Conceitos e fundamentos

- Valor da empresa/empreendimento:
 - FCLA - fluxo de caixa líquido do acionista descontado pelo custo de capital próprio (K_e);
 - FCLE - fluxo de caixa líquido da empresa descontado pelo custo médio ponderado de capital (WACC).

Conceitos e fundamentos

Ativo: Tangível e Intangível

- Ativo Tangível - ou Corpóreo é composto de bens físicos, materiais, que podem ser tocados, aquilo que se enxerga: prédios, terrenos, veículos, estoques, máquinas, móveis etc.
- Ativo Intangível - ou Incorpóreo ou Invisível são bens que não podem ser tocados: marca e nomes de produtos, imagem, posição comercial, gastos de implantação e pré-operacionais, pesquisa e desenvolvimento, goodwill, direitos de autoria, patentes, franquias, desenvolvimento de software, licenças etc.

Do Ativo Intangível, dois termos se destacam:
Capital Intelectual e Goodwill.

Conceitos e fundamentos

Ativo Intangível - Goodwill

- O Goodwill é um ativo intangível controverso e muito discutido pela sua subjetividade e dificuldade de mensuração.
- O Goodwill é a diferença entre o valor da empresa e o valor de mercado dos Ativos e Passivos.
- Nos meios contábeis, a diferença entre o valor da empresa e o valor contábil dos Ativos e Passivos é denominado de Ágio e não Goodwill.
- O termo Goodwill tem várias possibilidades de tradução: boa vontade, fundo de comércio, lucro anormal, além do esperado, dentre outros. Por isso mesmo é normalmente utilizado em inglês sem tradução.
- Goodwill não é o mesmo que capital intelectual e nem fundo de comércio (que inclui também alguns ativos tangíveis).
- “*goodwill* seria o resíduo positivo entre o valor de mercado e o valor identificável de uma empresa”. (Monteiro e Coelho, 2001).
- A diferença entre o valor total da empresa e a soma dos valores dos ativos (ativos tangíveis e intangíveis identificáveis) avaliados separadamente, se positiva, denomina-se goodwill, se negativo badwill.
- NBR 14.653-4 – “Goodwill: Diferença entre o valor econômico de um empreendimento e o seu valor patrimonial.”

Conceitos e fundamentos

Ativo Intangível – Capital Intelectual

Combinação de ativos intangíveis, divididos em 04 grupos:

Ativos de mercado: marca, clientes, lealdade dos clientes, negócios recorrentes, negócios em andamento (*backlog*), canais de distribuição, franquias etc.

Ativos humanos: conhecimento, criatividade, *expertise*,,, habilidade para solução de problemas etc.

Ativos de propriedade intelectual: necessitam de proteção legal, como patentes, *know-how*, segredos industriais, *designs* etc.

Ativos de infra-estrutura: tecnologias, metodologias e processos, sistema de informação, métodos gerenciais, aceitação de riscos, banco de dados de clientes etc.

Conceitos e fundamentos

Fundo de Comércio

- Também não há um conceito uniforme de fundo de comércio.
- É composto por ativos intangíveis (incorpóreo) e também alguns tangíveis (corpóreo).
- Segundo o IBAPE/SP – *“FUNDO DE COMÉRCIO: Bem intangível pertencente ao titular do negócio, decorrente do resultado de suas operações mercantis, composto entre outros de: nome comercial, freguesia, patentes e marcas.”*
- Segundo a NBR 14.653-1 “fundo de comércio: Bem intangível pertencente ao titular do negócio, decorrente do resultado de suas operações mercantis, composto entre outros de: nome comercial, freguesia, patentes e marcas.”

Conceitos e fundamentos

Vantagem da Coisa Feita

- Para alguns, a vantagem da coisa feita ou fator de comercialização é razão entre o valor de mercado de um bem e seu custo de reedição
- Segundo a NBR 14.653-1 – “vantagem da coisa feita: Diferença entre o valor de mercado e o custo de reedição de um bem, quando positiva.”
- Segundo a NBR 14.653-1 – “fator de comercialização: Razão entre o valor de mercado de um bem e o seu custo de reedição ou de substituição, que pode ser maior ou menor do que 1 (um).”

Conceitos e fundamentos

Marca

- A marca é um dos valores dos intangíveis.
- A Marca corresponde ao bem mais precioso de uma empresa.
- A Marca é uma parte do goodwill.
- Três abordagens: custo, mercado e modelos de renda.
 - Custo: difícil de ser apurado com levantamento de todos os custos para chegar à marca.
 - Mercado: múltiplos comparáveis no mercado, há carência de dados.
 - Renda: melhor abordagem, fluxos de caixa atribuíveis à marca, descontado ao custo de oportunidade. Normalmente diferença entre dois fluxos de caixa.
- Norma: ISO 10668: Brand Valuation - Avaliação de marcas.

Marca

Cases

- Aquisição da Kibom pela Unilever por 930 milhões de dólares à vista em outubro de 1997. O Patrimônio físico da Kibom correspondia a menos de 30% do preço de negociação. O que foi negociado foi a marca Kibom e não uma fábrica de sorvetes.
- A Nike, líder do mercado de material esportivo, tem grande parte do seu ativo na forma de Intangível. Praticamente terceiriza todos os seus produtos e não tem produção própria.
- A VISA movimenta mais de 300 bilhões de dólares ao ano com um Ativo Tangível irrisório (móveis e utensílios, instalações etc. – bens que poderiam até ser alugados).

Conceitos e fundamentos

EVA e MVA

- São dois conceitos de criação de valor econômico baseados no conceito de Lucro Residual. Na década de 1990 foram propostos e registrados como marca pela firma de consultoria americana Stern Stewart & Co.
- **EVA – Economic Value Added – Valor Econômico Agregado.** É a diferença entre o Lucro Operacional Líquido e o custo do Capital Investido. O EVA leva em consideração o WACC que financia as operações. É um ganho, um “plus” sobre o custo do capital aplicado no negócio pelos acionistas. Mede o desempenho operacional que adiciona valor aos acionistas.
- **O MVA – Market Value Added – Valor de Mercado Agregado.** É a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido, ou o valor de mercado adicionado ou ainda o valor dos intangíveis. Mede o valor adicionado aos proprietários em relação ao valor investido.

Conceitos e fundamentos

EVA e MVA - Formulações

Fórmulas

$$\text{EVA} = \text{Lop} - (\text{WACC} \times \text{I})$$

$$\text{EVA} = \text{LL} - (\text{Ke} \times \text{PL})$$

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{I}$$

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - \text{Ke}) \times \text{PL}$$

$$\text{MVA} = \text{EVA} / \text{WACC}$$

$$\text{ROE} = \text{LL} / \text{PL}$$

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - \text{Ke}) \times \text{P} / \text{PL}$$

$$\text{ROI} = \text{Lop} / \text{I}$$

$$\text{Ki} = \text{Desp. Fin. (após IR)} / \text{P}$$

$$\text{WACC} = (\text{PL} \times \text{Ke} + \text{P} \times \text{Ki}) / (\text{PL} + \text{P})$$

Sendo:

EVA - Valor Econômico Agregado

MVA - Valor de Mercado Agregado

ROE - Retorno sobre o PL

ROI - Retorno sobre o Investimento

Ke - Custo de Capital Próprio

Ki - Custo de Capital de Terceiros

P - Passivo Oneroso

PL - Patrimônio Líquido

Lop - Lucro Operacional (após IR)

WACC - Custo Médio Ponderado de Capital

I - Investimento

LL - Lucro Líquido

Exemplo

EVA e MVA

Entradas:	
(Valores em R\$ mil)	
IR	40%
I - Investimento	1.669,50
P - Passivo Oneroso	592,00
Df - Despesas Financeiras (antes de IR)	159,50
LAIR - Lucro Operacional (antes de IR)	696,00
PL - Patrimônio Líquido	1.077,50
Ke - Custo de Capital Próprio	18,00%

Resultado	
.= LAIR - Lucro Operacional (antes de IR)	696,00
.- IR (40%)	278,40
.= Lop - Lucro Operacional (após IR)	417,60
.- Despesas financeiras (antes de IR)	159,50
.+ Economia IR (40%)	63,80
.= LL - Lucro Líquido	321,90

Cálculos	
$EVA = Lop - (WACC \times I)$	127,95
$EVA = LL - (Ke \times PL)$	127,95
$EVA = (ROI - WACC) \times I$	127,95
$EVA = (ROE - Ke) \times PL$	127,95
$MVA = EVA / WACC$	737,48
$ROE = LL / PL$	29,87%
$ROE = ROI + (ROI - Ke) \times P / PL$	28,87%
$ROI = Lop / I$	25,01%
$Ki = \text{Desp. Fin. (após IR)} / P$	16,17%
$WACC = (PL \times Ke + P \times Ki) / (PL + P)$	17,35%

Valor da Empresa			
Investimento =		. +	1.669,50
MVA = EVA / WACC = GOODWILL =		.+	737,48
Valor da Empresa = Investimento + MVA (GOODWILL)		.=	2.406,98

Exemplo

EVA e MVA

Valor da Empresa

Investimento =		.+	1.669,50
MVA = EVA / WACC = GOODWILL =		.+	737,48
Valor da Empresa = Investimento + MVA (GOODWILL)		.=	2.406,98

$$P = \frac{A}{i}$$

$$V_0 = \frac{Lop (417,60)}{WACC (17,35\%)} = 2.406,98$$

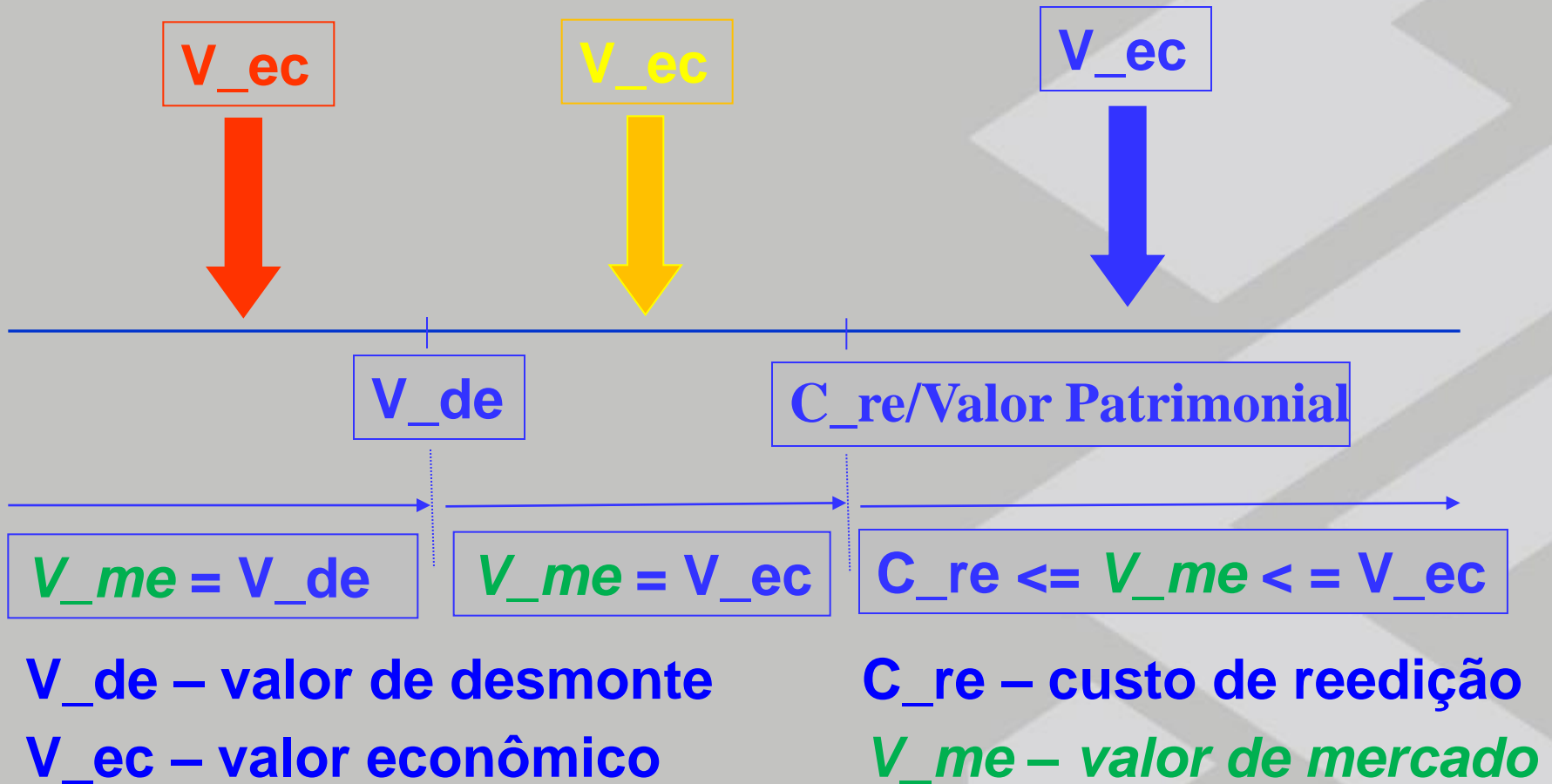
Valor de uma empresa

EVA e MVA ou GOODWILL

- A equação $MVA = EVA / WACC = GOODWILL$ fornece a parcela do valor da empresa que excede os seus investimentos, é o Valor Presente do EVA futuro, considerando a perpetuidade e o WACC como taxa de desconto.
- Assim, o Valor da Empresa é definido como = Investimento + MVA ou GOODWILL.
- O Goodwill representa o excesso de resultados possível de ser obtido em relação aos resultados considerados normais para os capitais investidos na empresa.
- O objetivo é Maximizar o MVA ou GOODWILL através da ferramenta Maximizar o EVA.
- Segundo Martins “EVA, representa o ganho que sobra depois de considerar o Custo do Capital Próprio como despesa”.
- EVA é o lucro operacional líquido, menos o custo de oportunidade de todo o capital empregado (Stewart).

NBR 14.653 - Conceitos

CUSTO - VALOR - PREÇO



Vantagem da Coisa Feita – Emp. Hospitalar

FCLE - EMPREENDIMENTO HOSPITALAR					
Descrição	ano 1	ano 7	ano 10	ano 30	ano 31
Receita Bruta	14.226.825	14.226.825	14.226.825	14.226.825	14.226.825
(-) Impostos	1.284.682	1.284.682	1.284.682	1.284.682	1.284.682
Receita Líquida	12.942.143	12.942.143	12.942.143	12.942.143	12.942.143
(-) Matéria Prima	-	-	-	-	-
(-) Insumos	6.793.797	6.793.797	6.793.797	6.793.797	6.793.797
(-) Demais Custos Variáveis	-	-	-	-	-
(-) Custos Fixos	1.251.197	1.251.197	1.251.197	1.251.197	1.251.197
(-) Depreciação Contábil	974.811	974.811	391.415	-	-
(-) Despesas c/ Capital de Giro	-	-	-	-	-
Lucro bruto sem CF	3.922.336	3.922.336	4.505.733	4.897.148	4.897.148
(-) Custo da falha	421.028	421.028	421.028	421.028	421.028
(+) Valorização financeira	179.045	179.045	179.045	179.045	179.045
Lucro tributável para IR /CS	3.680.354	3.680.354	4.263.750	4.655.165	4.655.165
(-) Imposto de Renda	896.088	896.088	1.041.937	1.139.791	1.139.791
(-) Contribuição social	331.232	331.232	383.737	418.965	418.965
Lucro após IR/CS	2.453.034	2.453.034	2.838.075	3.096.409	3.096.409
(+) Depreciação Contábil	974.811	974.811	391.415	-	-
Lucro líquido total	3.427.845	3.427.845	3.229.490	3.096.409	3.096.409
(+) Custo da falha	421.028	421.028	421.028	421.028	421.028
Lucro líquido acrescido do CF	3.848.872	3.848.872	3.650.518	3.517.436	3.517.436
Marg. Líquida = Lucro Líq./Rec.Bruta	24,09%	24,09%	22,70%	21,76%	21,76%

Vantagem da Coisa Feita – Emp. Hospitalar

VANTAGEM DA COISA FEITA	
Prazo p/ obras - início de faturamento	12 meses
Prazo p/ consolidação	12 meses
Percentual de faturamento no 1º. Mês	40%
Ano de estabilização do faturamento	5
Incremento percentual de faturamento	8,69%
Faturamento no 1º. Mês após obras	114.261
Vantagem da Coisa Feita	4.125.409

Mês	Emp. Novo	Emp. Atual	Fluxo VTCF
0			-
1	-	285.654	285.654
2	-	285.654	285.654
3	-	285.654	285.654
4	-	285.654	285.654
5	-	285.654	285.654
6	-	285.654	285.654
7	-	285.654	285.654
8	-	285.654	285.654
9	-	285.654	285.654
10	-	285.654	285.654
11	-	285.654	285.654
12	-	285.654	285.654
13	114.261	285.654	171.392
14	124.187	285.654	161.467
15	134.975	285.654	150.679
16	146.700	285.654	138.954
17	159.443	285.654	126.211
18	173.293	285.654	112.360
19	188.347	285.654	97.307
20	204.708	285.654	80.946
21	222.490	285.654	63.164
22	241.817	285.654	43.837
23	262.823	285.654	22.831
24	285.654	285.654	-
25	285.654	285.654	-
26	285.654	285.654	-
27	285.654	285.654	-
28	285.654	285.654	-

VALORES FINAIS DO EMPREENDIMENTO	
Custo de de Reedição - Valor Patrimonial	11.090.000
Valor Econômico	20.630.000
Vantagem da Coisa Feita	4.130.000
Custo de Reedição + Vantagem da Coisa Feita	15.220.000

Vantagem da Coisa Feita – Posto de Combustíveis

<u>Quadro do Fluxo Financeiro do Empreendimento</u>		posto BR				
Descrição		ano 1	ano 2	ano 3	ano 4	ano 5
Receita Bruta		9.975.687,36	10.505.356,30	10.834.106,19	11.050.788,32	11.050.788,32
ICMS		11.118,44	12.230,29	12.841,80	13.098,64	13.098,64
PIS, COFINS e CPMF		402.020,20	423.365,86	436.614,48	445.346,77	445.346,77
Receita Líquida		9.562.548,71	10.069.760,15	10.384.649,91	10.592.342,91	10.592.342,91
Custo de venda direto-MP&insumos		8.489.319,01	8.940.036,85	9.219.788,78	9.404.184,55	9.404.184,55
Custo de venda direto - mão-de-obra		-	-	-	-	-
Gastos indiretos		25.974,35	25.974,35	25.974,35	25.974,35	25.974,35
Gastos gerais		112.766,44	112.766,44	112.766,44	112.766,44	112.766,44
Despesas comerciais		0,20%	19.951,37	21.010,71	21.668,21	22.101,58
Desp.administrativas - mão-de-obra		-	-	-	-	-
Mão-de-obra projetada		251.225,45	251.225,45	251.225,45	251.225,45	251.225,45
Honorários de sócios, com ES		114.200,00	114.200,00	114.200,00	114.200,00	114.200,00
Despesa de depreciação		257.956,81	257.956,81	257.956,81	257.956,81	257.956,81
Outras despesas		0,00%	-	-	-	-
Subtotal de gastos		9.271.393,44	9.723.170,61	10.003.580,04	10.188.409,18	10.188.409,18
Lucro antes IR		291.155,28	346.589,54	381.069,87	403.933,73	403.933,73
Imposto de Renda		41.115,53	46.658,95	50.106,99	52.393,37	52.393,37
Lucro líquido após IR		250.039,75	299.930,59	330.962,88	351.540,36	351.540,36
Contribuição social		22.503,58	26.993,75	29.786,66	31.638,63	31.638,63
Lucro após IR/CS (contábil)		227.536,17	272.936,83	301.176,22	319.901,72	319.901,72
(+) Depreciação		257.956,81	257.956,81	257.956,81	257.956,81	257.956,81
Lucro líquido total (financeiro)		485.492,98	530.893,64	559.133,03	577.858,53	577.858,53
MARGEM		2,4%	2,7%	2,9%	3,0%	3,0%

Vantagem da Coisa Feita – Posto de Combustíveis

VANTAGEM DA COISA FEITA	
Prazo p/ obras - início de faturamento	6 meses
Prazo p/ consolidação	18 meses
Percentual de faturamento no 1º. Mês	40%
Incremento percentual de faturamento	5,54%
Faturamento no 1º. Mês após obras	19.262
Vantagem da Coisa Feita	519.473

VALORES FINAIS DO EMPREENDIMENTO	
Custo de de Reedição - Valor Patrimonial	1.344.912
Valor Econômico	3.500.312
Vantagem da Coisa Feita	519.473
Custo de Reedição + Vantagem da Coisa Feita	1.864.385

Mês	Emp. Novo	Emp. Atual	Fluxo VTCF
0			-
1	-	48.155	48.155
2	-	48.155	48.155
3	-	48.155	48.155
4	-	48.155	48.155
5	-	48.155	48.155
6	-	48.155	48.155
7	19.262	48.155	28.893
8	20.329	48.155	27.826
9	21.454	48.155	26.700
10	22.643	48.155	25.512
11	23.896	48.155	24.258
12	25.220	48.155	22.935
13	26.616	48.155	21.538
14	28.090	48.155	20.064
15	29.646	48.155	18.509
16	31.288	48.155	16.867
17	33.020	48.155	15.134
18	34.849	48.155	13.306
19	36.779	48.155	11.376
20	38.816	48.155	9.339
21	40.965	48.155	7.190
22	43.234	48.155	4.921
23	45.628	48.155	2.527
24	48.155	48.155	-
25	48.155	48.155	-
26	48.155	48.155	-

Contatos

- celsojg@bb.com.br
- celsojg@gmail.com

- 0xx.61.3108.1275
- 0xx.61.9303.8847

OBRIGADO!

Bibliografia

- ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e análise de balanços. 8. ed. São Paulo: Atlas 2006.
- ASSAF NETO, Alexandre. Finanças corporativas e valor. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ASSAF NETO, Alexandre. Matemática financeira e suas aplicações. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- CASAROTO FILHO, Nelson; KOPPITKE, Bruno. Análise de Investimentos. 9. ed. São Paulo: Atlas 2000;
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas Valuation. – Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Education, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos - Ferramentas para avaliar qualquer ativo. 1.ed. São Paulo: Qualitymark Editora, 1997.
- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de empresas. São Paulo: Prentice Hall, 2007.
- FALCINI, P. Avaliação Econômica de Empresas - Técnica e Prática. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- FUNDAÇÃO INSTITUTO de PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica, 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

Bibliografia

- GATTO, Osório, *Análise de Risco Aplicada à Avaliação Técnico-Econômica*. São Paulo, 2009. XV COBREAP – Congresso Brasileiro de Engenharia de Avaliações e Perícias.
- GITMAN, Lawrence J., *Princípios de Administração Financeira*, 10^o ed. São Paulo: Pearson, 2004.
- MARTINS, Eliseu. *Contabilidade de Custos*. 9. ed. São Paulo: Atlas 2003.
- MÜLLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque. Modelos de avaliação de empresas. *Revista FAE*, Curitiba, v. 6,n.1, p. 101-112, maio/dezembro 2003.
- PAMPLONA, Edson; MONTEVECHI, José Arnaldo. *Engenharia Econômica I e II*. FUPAI, 2006.
- ROVERI, Pietro Fornitano; GONÇALVES, Celso José. *Estimativa da Taxa de Desconto Para Aplicação nos Fluxos de Caixa na Avaliação de Empresas de Capital Fechado pelo Fluxo de Caixa Descontado – FCD*. Programa de Pós-Graduação, Universidade Federal do Ceará, 2011.
- ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFRE, F. *Administração Financeira - corporate finance – tradução de Antônio Zoratto Sanvicente*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SANVICENTE, A. Z.; DUARTE, A. R. Avaliação de empresas estatais com o uso de dados do mercado de ações. *Estud. Econ*, São Paulo, v. 22,n.1, p. 89-105, janeiro/abril 1992.