

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

THAÍS BRUGNERA DOS SANTOS

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:
UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DO “VIÉS DE AVALIAÇÃO” NOS LAUDOS DE
OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO AÇÕES

GOIÂNIA

2014

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto
Pró-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Ms. Ednei Moraes Pereira
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

THAÍS BRUGNERA DOS SANTOS

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:
UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DO “VIÉS DE AVALIAÇÃO” NOS LAUDOS DE
OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO AÇÕES**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis, da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia da Universidade Federal de Goiás como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Prof. Moisés Ferreira da Cunha, Dr. - Orientador

GOIÂNIA

2014

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
GPT/BC/UFG

S237a Santos, Thaís Brugnera dos.
Avaliação de empresas [manuscrito] : uma análise sob a ótica do “viés de avaliação” nos laudos de oferta pública de aquisição de ações / Thaís Brugnera dos Santos. - 2014.
42 f. : il., tabs.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha.
Monografia (Graduação) – Universidade Estadual de Goiás,
Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas,
2014.
Bibliografia.
Anexos.

1. Empresas – Ações (Finanças) – Preços. 2. Empresas – Avaliação. 3. Ações (Finanças) – Preços. 4. Viés de avaliação. I. Título.

CDU: 658:336.763.2

THAÍS BRUGNERA DOS SANTOS

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:
UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DO “VIÉS DE AVALIAÇÃO” NOS LAUDOS DE
OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO AÇÕES

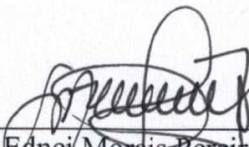
Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha - Orientador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Me. Ednilto Pereira Tavares Junior- Avaliador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Me. Ednei Moraes Pereira - Avaliador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 03 de julho de 2014.

AGRADECIMENTOS

Aproveito a oportunidade para expressar meu carinho e gratidão aos que muito contribuíram na minha trajetória durante o curso, me apoiando incondicionalmente e confiando em mim em todos os momentos.

Agradeço a Deus pela preciosa oportunidade de estar aqui, por me permitir conviver com tantas pessoas admiráveis e por todo amparo em cada situação que vivencio.

Aos meus pais, por todo amor e dedicação, pelo incomensurável esforço para que eu realizasse a graduação e por sempre serem o meu refúgio nos momentos em que eu mais preciso.

Ao meu irmão, pela amizade e companheirismo e pelos finais de semana tão agradáveis com meu querido sobrinho Davi que certamente para mim foram momentos de renovação.

Aos meus avós, por sempre me colocar em suas orações e pela enorme confiança que depositam em mim.

À Cris, pela amizade mais verdadeira e sincera, por ter sido tão paciente com minha ausência e nunca ter deixado de me visitar mesmo sabendo que na maioria das vezes a visita não seria recíproca.

Aos professores, pelos conhecimentos e experiências compartilhados. Em especial, ao meu orientador Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha por todo empenho e dedicação em suas orientações e por nunca medir esforços para transmitir o seu conhecimento.

Aos meus colegas de classe, que compartilharam comigo tantas experiências, tendo cada um uma contribuição especial para a realização desta etapa.

A todos que participaram desta fase da minha vida, deixo o meu sincero muito obrigada!

RESUMO

O processo de avaliação de empresas é amplamente utilizado e objetiva alcançar o valor justo da empresa. Esta pesquisa teve por objetivo analisar se a relação da empresa avaliadora com a empresa contratante da avaliação causa viés no valor justo por ação, obtido nos laudos de avaliação com finalidade de Oferta Pública de Aquisição de Ações – OPA, em relação ao preço da ação. Os 106 laudos analisados, publicados entre 2002 e 2013, foram divididos em grupos de acordo com a contratante da avaliação. Em cada grupo foram realizados testes de médias, em amostras emparelhadas, com a aplicação do teste não paramétrico de *Wilcoxon*. Os resultados evidenciaram a existência do viés no processo de avaliação principalmente nas situações em que a contratante da avaliação é a empresa avaliada. Com um menor nível de confiança também foi possível a constatação do viés quando a contratante da avaliação não é a empresa avaliada nem sua controladora. No grupo em que a contratante da avaliação é a controladora da empresa avaliada não foi identificado o viés.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas; Viés de Avaliação; Valor Justo por Ação; Preço da Ação.

ABSTRACT

The process of valuation of companies is widely used and aims reach the fair value of the company. This research aimed to examine if the relation of appraisal company with the contractor evaluation cause bias in the fair value of the share based on valuation reports with the purpose of Public Offer of Acquisition of Shares (POA), compared to the share price. The analyzed 106 reports published between 2002 and 2013 were divided into groups according to the evaluation contractor. In each group, for the realization tests of measures in paired samples were performed with the application of non-parametric Wilcoxon test. The results showed the existence of bias in the evaluation process especially in situations in which the contractor evaluation is the company evaluated. With a lower level of confidence, it was also the finding of bias when the contractor evaluation is not company evaluated or the parent company of the evaluated. In the group in which the contractor evaluation is the parent company of evaluated no bias was identified.

Keywords: Valuation of Companies; Bias in the Valuation; Fair Value of the Share; Share Price.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Volume total de Ofertas Públicas de Distribuições de Ações.....	15
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quantidade de laudos de avaliação	28
Tabela 2 - Testes de Normalidade	31
Tabela 3 - Estatísticas descritivas – (R\$)	31
Tabela 4 - Teste de <i>Wilcoxon</i>	32

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Métodos de Avaliação de Empresas	19
Quadro 2 - Formação dos Grupos.....	28

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 APRESENTAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA.....	12
1.2 OBJETIVOS GERAIS E ESPECÍFICOS DA PESQUISA	14
1.3 HIPÓTESES	14
1.4 JUSTIFICATIVA	14
1.5 ESTRUTURA DA PESQUISA.....	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	17
2.1.1 Métodos de Avaliação	18
2.2 LAUDOS DE AVALIAÇÃO	20
2.3 VALOR JUSTO <i>VERSUS</i> VALOR DE MERCADO DA AÇÃO	22
2.4 VIÉS DE AVALIAÇÃO	23
3 MÉTODO	27
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	27
3.2 AMOSTRA.....	27
3.3 TESTE DE HIPÓTESE.....	28
3.3.1 Teste de Normalidade.....	28
3.3.2 Teste de <i>Wilcoxon</i>	29
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	31
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	34
REFERÊNCIAS	36
ANEXO I.....	39
ANEXOII.....	39
ANEXO III.....	40

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação e Caracterização do problema de pesquisa

A avaliação de empresas tem sido um assunto recorrente dentro da área de finanças (FALCINI, 1995; MARTINS, 2001; COPELAND, KOLLER E MURRIN, 2002; PEREIRO, 2002; PEREZ e FAMÁ, 2003; MARTELANC et.al, 2005; DAMODARAN, 2007; ASSAF NETO, 2012; FERNÁNDEZ, 2012;), pois em um contexto de alta competitividade do mercado diversas são as situações em que a avaliação é fundamental, como processos de fusões, aquisições, cisões, dissolução de sociedade e privatizações.

O processo de avaliar uma empresa objetiva alcançar o seu valor justo, um valor que represente de modo equilibrado a potencialidade econômica da empresa. Este processo envolve decisões subjetivas e os agentes podem ter diferentes percepções perante um empreendimento, logo, a identificação do valor de uma empresa depende tanto do avaliador quanto do objeto avaliado (MARTINS, 2001).

Assim, a avaliação de empresas é uma tarefa complexa que não se processa por meio dos fundamentos de uma ciência exata, não permitindo, portanto, a comprovação absoluta dos resultados encontrados. Os fatores considerados na avaliação estão calcados em premissas e hipóteses comportamentais e constituem-se em aproximações bastante razoáveis da realidade, incorporando certa margem de arbítrio trazida pelo avaliador (ASSAF NETO, 2012).

Perez e Famá (2003) corroboram que é complexo o processo de avaliar uma empresa já que envolve variáveis subjetivas e ferramental técnico e tem como condição indispensável para a eficiência da avaliação a qualidade das informações utilizadas. Os autores acrescentam que é essencial analisar precisamente a empresa a ser avaliada antes de se escolher os métodos a serem utilizados. Dado o diagnóstico da empresa, alguns métodos podem ser mais adequados para o processo de avaliação conforme a situação da empresa e as informações disponíveis.

No mercado de capitais brasileiro, o processo de avaliação de empresas teve um marco importante a partir da publicação da Instrução Normativa nº 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A Instrução estabelece em seu Artigo 8º que “sempre que se tratar de Oferta Pública de Aquisição de Ações – OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto”. Ainda segundo a referida Instrução, o § 3º do Artigo 2º considera OPA “a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão

organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante”.

As modalidades de ofertas públicas obrigatórias que a Instrução CVM nº 361/2002 abrange são: (i) para cancelamento de registro; (ii) para aumento de participação do acionista controlador e (iii) para alienação do controle. Quanto às modalidades de ofertas públicas voluntárias são elas: (iv) para aquisição de ações; (v) para aquisição de controle e (vi) para concorrer à outra oferta de ações.

O Anexo III, acrescentado a Instrução CVM nº 361/2002 através da Instrução nº 436/2006, estabelece, entre outras disposições preliminares, que: (i) as informações do laudo deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas e (ii) o laudo refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo razoável de valor para o objeto da oferta, não devendo a referida opinião ser entendida como recomendação do preço de oferta.

Assim, os laudos de avaliação têm por objetivo a determinação do valor justo das ações da empresa. Para tal fim, conforme Martinez (2007), uma etapa importante do trabalho dos analistas é a projeção de resultados futuros, pois boas projeções são pré-requisitos para a avaliação adequada do valor justo de uma ação.

Entretanto, Damodaran (2007, p.1) explica que há duas visões extremas sobre esse processo de avaliação:

De um lado, há aqueles que acreditam que a avaliação, quando bem feita, é uma ciência exata, com pouca margem para a opinião de analistas ou para o erro humano. De outro, estão aqueles que consideram a avaliação uma forma de arte, em que analistas perspicazes podem manipular os números de modo a gerar o resultado desejado.

Conforme Damodaran (2007), a verdade sobre estas visões está no meio-termo. Frequentemente os analistas formam suas opiniões sobre determinada empresa antes mesmo de iniciar a avaliação e conseqüentemente o resultado final reflete esse viés. Então, nessas circunstâncias, como os analistas formam essa opinião?

Ainda segundo Damodaran (2007), as fontes de viés são: a escolha da empresa a ser avaliada; a coleta das informações essenciais à avaliação; o valor de mercado da empresa; fatores institucionais, por exemplo, a auditoria; e a estrutura de recompensa e punição associada à avaliação subestimada ou superestimada das empresas, como contratos de valor.

Nesse sentido, Neiva (1992) afirma que os avaliadores atribuem diferentes pesos aos elementos envolvidos no processo de avaliação. Isto ocorre pelo fato do julgamento pessoal de cada avaliador ser influenciado pela experiência que o analista possui, assim como pelas finalidades e os objetivos da avaliação para o comprador ou vendedor.

Diante dessas proposições, surge a pergunta motivadora desta pesquisa: Nos laudos de avaliação, com finalidade de OPA, a relação entre a empresa contratante e a empresa avaliadora causa viés no valor justo da ação em relação ao preço da ação?

1.2 Objetivos gerais e específicos da pesquisa

O objetivo geral da pesquisa é analisar se nos laudos de avaliação, com finalidade de OPA, o valor justo obtido é influenciado pela relação da empresa avaliadora com a empresa contratante.

Os objetivos específicos são:

- Identificar fatores que possam levar ao viés de avaliação;
- Investigar sobre o otimismo e pessimismo dos analistas;

1.3 Hipóteses

Com vistas a atingir o objetivo geral do estudo, as seguintes hipóteses serão testadas:

Hipótese 1: O valor justo da ação obtido no laudo de avaliação tende a ser maior que o preço da ação quando a empresa contratante da avaliação é a empresa avaliada.

Hipótese 2: O valor justo obtido no laudo de avaliação tende a ser menor que o preço da ação quando a empresa contratante da avaliação não é a empresa avaliada nem sua controladora.

Hipótese 3: O valor justo obtido no laudo de avaliação tende a ser menor que o preço da ação quando a empresa contratante da avaliação é a empresa controladora da empresa avaliada.

1.4 Justificativa

Conhecer o valor de um ativo e o que determina esse valor são condições indispensáveis para uma decisão inteligente na determinação do preço justo a se pagar ou a receber em uma aquisição. (DAMODARAN, 2007)

Com a publicação da Instrução CVM nº 361/2002 a maioria dos casos de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPA) exigem a elaboração dos laudos de avaliação para a estimação do valor ou intervalo razoável de valor para o objeto da oferta. O volume monetário envolvido com as operações de OPA torna o estudo relevante. O gráfico 1 apresenta a

arrecadação, nos últimos anos, com Ofertas Públicas de Distribuição de Ações, que, além de OPA, envolvem a oferta pública inicial, chamada de IPO.

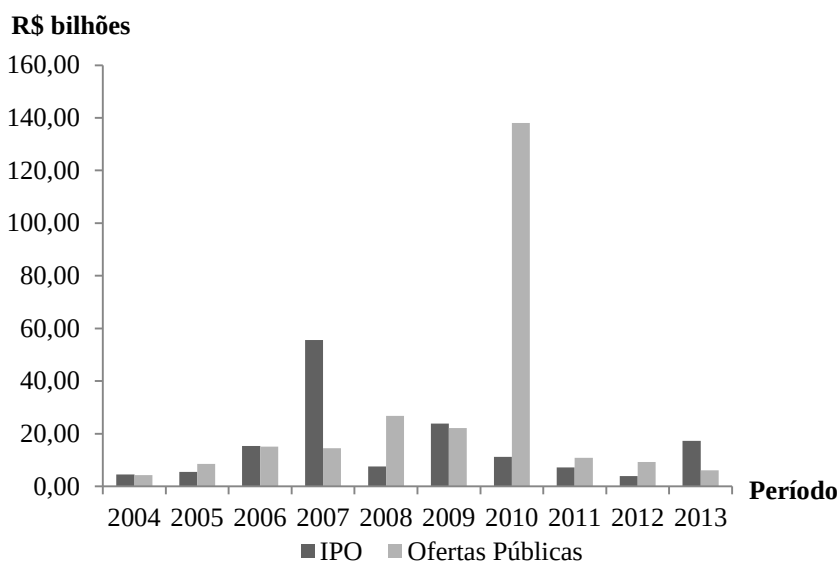


Gráfico 1: Volume total de Ofertas Públicas de Distribuições de Ações

Fonte: BM&FBOVESPA, 2014.

Para Rodrigues e Sallaberry (2013) os laudos de avaliação não só cumprem as exigências legais como também transmitem informações da empresa para o mercado em geral e para os acionistas, permitindo que avaliem a situação atual da empresa e desenvolvam perspectivas de desempenho futuro.

Para que os laudos de avaliação possam cumprir com seus objetivos é fundamental que expressem informações confiáveis e que os analistas não tenham sido influenciados em suas determinações de valor. Entretanto, Damodaran (2007) afirma que o viés que os analistas trazem à avaliação é um dos componentes do processo de avaliação que não recebe a merecida atenção.

Visto a importância dos laudos de avaliação para auxiliar a tomada de decisão das partes envolvidas nas operações de OPA, a pesquisa se justifica na tentativa de elucidar sobre a existência de viés de avaliação e com isso contribuir para a melhoria no processo de avaliação de empresas.

1.5 Estrutura da Pesquisa

Além da Introdução, a pesquisa está dividida em mais quatro capítulos.

No Capítulo 2 tem-se uma revisão de literatura sobre a avaliação de empresas, os laudos de avaliação, o valor justo *versus* o valor de mercado da ação e o viés de avaliação.

No Capítulo 3 é apresentada a metodologia que foi utilizada na elaboração da pesquisa, enfatizando suas principais características, a amostra de dados e os testes estatísticos utilizados.

No Capítulo 4 os resultados da pesquisa são apresentados e analisados. Por fim, no Capítulo 5 expõem-se as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Avaliação de empresas

A avaliação de empresas tem por propósito alcançar um valor que represente, de forma equilibrada, as potencialidades e perspectivas da empresa, chamado de valor justo (MARTINS, 2001). Tal avaliação é necessária em situações como transações de compra e venda de negócios, processos de fusão, cisão e incorporação, dissolução de sociedades, liquidação de empreendimentos e privatizações.

Nessas situações, o valor da empresa serve principalmente como um valor de referência para a negociação entre compradores e vendedores. A avaliação da empresa não estabelece o preço final de determinado bem. O objetivo é o de estabelecer a faixa de negociação dentro da qual atuarão as forças de mercado (FALCINI, 1995).

Vale ressaltar a diferenciação entre valor e preço, sendo que este é a quantidade acordada para realizar a transação de compra e venda da empresa, enquanto que, o valor é subjetivo, depende da utilidade do bem e da percepção do comprador ou vendedor. Desta forma Paiva (2001), afirma que “No campo econômico, “valor” pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva)”.

Assim, o processo de avaliação, no qual se atribui um valor, apesar de utilizar-se de métodos e modelos quantitativos, trabalha com premissas e hipóteses comportamentais, não permitindo a comprovação absoluta dos resultados (PEREZ e FAMÁ, 2003). Para Assaf Neto (2012) a subjetividade nos modelos de avaliações deve-se, principalmente, ao fato de tratar-se de uma metodologia que se baseia em resultados esperados e no comportamento do mercado. Desta forma, observa-se que a existência de riscos e incertezas relacionados ao processo de previsão, interfere na avaliação de forma a gerar um questionamento do valor encontrado.

Para Damodaran (1997) quaisquer percepções que o analista trouxer ao processo de avaliação acabarão por incorporar-se ao valor. Nesse sentido, Pereiro (2002) destaca que o valor da empresa depende da técnica de avaliação utilizada, logo, a economia financeira não pode definir um único valor para um ativo que está sendo avaliado. Ainda segundo Pereiro (2002), na prática diferentes modelos de avaliação são utilizados para definir um intervalo de valor que possa definir a negociação entre compradores e vendedores. Entretanto, mesmo que o avaliador combine os diferentes métodos e obtenha um único número, a maneira pela qual

foi realizada essa combinação depende das suas próprias percepções e da precisão adequada das diferentes técnicas de avaliação utilizadas.

Martinez (1999) corrobora que na prática normalmente são utilizados mais de um método de avaliação. Nessas circunstâncias, os resultados são “ponderados” com o objetivo de chegar ao valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico do ativo em análise.

2.1.1 Métodos de Avaliação

Existem vários métodos que são utilizados com o fim de determinar o valor de uma empresa. A escolha do método mais adequado leva em consideração o objetivo da avaliação, as características da empresa objeto da avaliação e a disponibilidade e confiabilidade das informações disponíveis. Para Perez e Famá (2003) esses métodos não são substitutos um dos outros, mas complementares entre si, à medida que cada um deles atende a determinados objetivos e análises, sendo importante que, sempre que possível, o analista os utilize em conjunto.

Damodaran (2007, p.6) afirma que existem três possíveis abordagens à avaliação:

A primeira, a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros previstos desse ativo. A segunda, a avaliação relativa, estima o valor de um ativo analisando a precificação de ativos comparáveis em relação a uma variável comum, como ganhos, fluxo de caixa, valor contábil ou vendas. A terceira, a avaliação por direitos contingentes, utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que compartilham características de opção.

Considerando o objetivo da pesquisa, não se discorrerá sobre a avaliação por direitos contingentes, pois não é normalmente utilizada nos laudos, com finalidade de OPA, para a avaliação das ações. Dessa forma, o quadro 1 apresenta as principais características, vantagens, limitações e abordagens da avaliação pelos métodos fluxo de caixa descontado e múltiplos, também chamado de avaliação relativa.

Quadro 1: Modelos de Avaliação de Empresas

MÉTODO	FONTE	CARACTERÍSTICAS	VANTAGENS	DESVANTAGENS	PRINCIPAIS ABORDAGENS
Fluxo de Caixa Descontado	Assaf Neto (2008); Copeland, Koller e Murrin(2002); Damodaran(1997); Damodaran(2007); Fernández(2012); Martelanc et.al(2005); Martelanc, Pasin e Cavalcante(2005); Martins(2001); Sharpe, Alexander e Bailey (1995)	• Avalia com base na expectativa de geração de fluxos de caixa • Desconto do fluxo de caixa futuro por uma taxa que reflete o risco e o custo de oportunidade dos capitais	• Apresenta maior rigor técnico e conceitual • Reflete o valor intrínseco do negócio • Captura todos os elementos que afetam o valor da empresa de forma abrangente	• Necessita de uma grande quantidade de projeções • Dificuldade de prever com exatidão o fluxo de caixa operacional, a taxa de desconto e o valor residual	• Fluxo de caixa descontado da empresa • Fluxo de caixa descontado do acionista • Fluxo de caixa descontado de dividendos
Múltiplos	Couto Junior e Galdi(2012); Damodaran(2007); Famá e Santiago Filho(2001); Gewehr (2007); Martelanc et.al(2005); Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005)	• Determina o valor de um ativo em função de ativos comparáveis no mercado • Consiste em obter os múltiplos de uma empresa comparável e aplica-los aos parâmetros da empresa alvo • É necessário apenas dois dados para a avaliação da empresa: Valor de mercado de uma empresa comparável e uma variável que cria a relação de possível comparação entre as empresas.	• Simplicidade e rapidez • Facilidade de correlacionar • Necessidade de poucas informações	• Podem ser facilmente manipulados e usados incorretamente • Os múltiplos permitem a inclusão de erros do mercado • Dificuldade de encontrar empresas totalmente comparáveis	• Múltiplos de Lucro • Múltiplos de Valor Patrimonial • Múltiplos de Receita • Múltiplos de Valor empresarial • Múltiplos setoriais específicos

Fonte: Elaboração própria

2.2 Laudos de avaliação

O laudo de avaliação tem por objetivo a determinação do valor justo das ações da companhia. Entre as circunstâncias pelas quais o laudo é realizado, destaca-se no Brasil o cumprimento a exigências legais como as que dispõem a Lei nº 6.404/76 e a Instrução CVM nº 361/2002.

A Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, em seu art. 4º § 4º expõe a obrigatoriedade da realização de OPAs:

O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

O art. 4º-A da referida Lei, estabelece que os acionistas que possuem, no mínimo, 10% das ações em circulação no mercado, podem requerer aos administradores assembleia para a realização de nova avaliação da companhia.

Os dispositivos legais da Lei nº 6.404/76 foram regulamentados pela Instrução CVM nº 361/2002. Conforme essa Instrução, a OPA pode ser classificada em uma das seguintes modalidades:

- Cancelamento de registro – formulada obrigatoriamente com a finalidade de adquirir, por preço justo, a totalidade das ações em circulação no mercado.
- Aumento de participação – trata-se de OPA obrigatória, realizada nos casos de aumento de participação, direta ou indireta, do acionista controlador no capital social de companhia aberta;
- Alienação de controle – realizada obrigatoriamente sempre que houver a transferência, direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que possam resultar na alienação de controle acionário da sociedade;

- Voluntária - realizada com a finalidade de aquisição de ações de emissão de companhia aberta, cuja operação não se realize segundo os procedimentos específicos estabelecidos para as OPA obrigatórias citadas nos itens anteriores;
- Aquisição de controle de companhia aberta – OPA voluntária que ocorre somente se houver a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante; e
- Concorrente – trata-se de OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tem como foco ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso.

Em seu Artigo 8º, a referida Instrução estabelece que “sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto”. Sendo que, a elaboração do laudo poderá ser realizada por instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada. Pode ainda ser elaborado por empresa especializada, mas, qualquer que seja a avaliadora, é necessário que comprove ter experiência em avaliação de empresas.

A Instrução nº 436/2006, que acrescentou o anexo III e alterou a Instrução nº 361/2002, estabelece os critérios segundo os quais o laudo de avaliação deve indicar o valor da companhia, sendo eles:

- a) preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, discriminando os preços das ações por espécie e classe:
 1. dos 12 (doze) meses imediatamente anteriores à publicação até a data do fato relevante; e
 2. entre a data de publicação do fato relevante e a data do laudo de avaliação.
- b) valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas (anuais ou trimestrais) enviadas à CVM;
- c) valor econômico da companhia avaliada, com indicação, inclusive, do valor por ação, calculado por, pelo menos, uma das seguintes metodologias:
 1. fluxo de caixa descontado;
 2. múltiplos de mercado; ou
 3. múltiplos de transação comparáveis, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente.
- d) outro critério de avaliação escolhido pelo avaliador geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, previsto em lei ou aceito pela CVM, para a definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso, e não abrangido nas alíneas anteriores.

Dentre esses critérios, o avaliador deverá indicar no laudo o que for por ele considerado como o mais adequado para a definição do valor justo das ações da companhia.

2.3 Valor justo *versus* valor de mercado da ação

Em muitos casos a ação de avaliar alguma coisa envolve uma grande quantidade de variáveis, particularidades e subjetividades, nas quais a percepção de valor tem dimensões diferentes entre as partes interessadas. Surge então a figura do avaliador e do processo de avaliação, onde é atribuído um valor percebido como justo, independente da percepção de valor das partes envolvidas (RAIFUR, 2008).

O fluxo de caixa descontado é o método mais utilizado pelos analistas para estabelecer o valor justo das ações. Assaf Neto (2012) e Sharpe, Alexander e Bailey (1995) afirmam que o valor justo, ou valor intrínseco, de uma empresa é equivalente ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, descontados por uma taxa apropriada que reflita o custo de oportunidade dos investidores. Pereiro (2002) corrobora que o valor justo fundamenta-se no valor econômico que a empresa irá gerar no futuro e acrescenta a importância da imparcialidade do avaliador, em sua análise quantitativa e qualitativa, para a obtenção desse valor.

O valor de mercado da ação, por sua vez, corresponde ao preço das ações negociado em Bolsa de Valores. Para Copeland, Koller e Murrin (2002), quando a empresa tem seu capital aberto, o preço da ação será estabelecido pela interação entre os investidores e especuladores. Esse preço é baseado no quanto os investidores acham que vale a ação.

Pereiro (2002) define esse valor, que é atribuído ao ativo pelo mercado, como valor extrínseco, ou seja, o valor atribuído por compradores e vendedores, não sujeitos a coerção, com conhecimento razoável dos fatos relevantes da situação. Nesse sentido, Pereiro (2002) afirma que o valor extrínseco é um preço de equilíbrio entre a oferta e a demanda, refletindo o consenso de muitos compradores e vendedores.

Teoricamente, o valor de mercado deveria ser equivalente ao valor intrínseco das ações, já que o preço deveria incorporar as informações que fundamentam o valor intrínseco. Entretanto, devido às ineficiências do mercado de capitais, isso dificilmente acontece. (KAYO *et al.*, 2006)

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), os investidores decidem o que pensam ser o valor das ações e negociam com base em estar o preço, no momento da negociação, acima ou abaixo de suas estimativas de valor intrínseco. Como esse valor intrínseco se baseia nos fluxos de caixa futuros ou no poder de ganhos da empresa, os investidores estão pagando pelo desempenho que esperam que a empresa obtenha no futuro, não pelo que ela fez no passado ou pelo custo do ativo.

2.4 Viés de avaliação

O viés em um estimador ocorre quando há divergência entre o valor esperado da amostra e o valor esperado da população (MURPHY, 1961). Martinez (2004) afirma que o viés é um erro no estimador que faz com que o valor médio estimado seja sistematicamente diferente do valor real. No que diz respeito à projeção dos analistas, etapa fundamental do processo de avaliação, o viés corresponde ao grau de distancia entre o valor real e o valor projetado pelos analistas.

Conforme Villalobos (2005), as décadas de 1970 e 1980 datam os primeiros estudos centrados na qualidade das projeções dos analistas, ou seja, focam na relação entre as projeções e os resultados obtidos pelas empresas. Segundo a autora, naquela época a projeção dos analistas era quase exclusivamente como sucedâneo das expectativas do mercado em relação à empresa. Então, esses estudos pioneiros buscavam compreender como o consenso das projeções dos analistas podia se desviar das expectativas reais de mercado e qual o impacto desses desvios.

No final da década de 1980 e início de 1990, a literatura sobre as previsões dos analistas se tornam mais consistentes, focando nas características das projeções e recomendações. Primeiramente, buscavam entender o grau de eficiência das projeções de lucro dos analistas para entender qual o nível de acerto e se havia algum viés sistemático nas projeções. Posteriormente, buscou-se determinar os fatores que determinavam o nível de acerto e o viés, e atualmente um dos maiores debates nas pesquisas acadêmicas é sobre quais os fatores que levam os analistas a apresentarem tais vieses (VILLALOBOS, 2005).

Esteter, Pedreira e Barros (2011) e Villalobos (2005) revisaram a produção acadêmica sobre o tema e observaram cinco teorias que tentam explicar o viés das projeções dos analistas, as quais são abordadas a seguir:

- Problemas de incentivos: teoria que afirma que os analistas são racionais e produzem corretas expectativas de distribuição de lucro. Entretanto, os analistas optam, conscientemente, por apresentar projeções viesadas devido a estarem sujeitos a alguns incentivos. Schipper (1991) e Gu e Wu (2003) apontam como incentivos para um viés otimista por parte dos analistas: os relacionados ao empregador, que é a pressão para realizar atividades que geram receitas à seus empregadores; e os relacionados às empresa analisadas, que é a necessidade de manter um bom relacionamento com os administradores das empresas analisadas.

- Problemas de seleção: teoria que envolve duas decisões: a decisão do analista de qual empresa analisar e a decisão dos empregadores de quais projeções apresentar aos clientes. Quanto à decisão de qual empresa avaliar os analistas preferem projetar lucros de empresas que parecem apresentar boas expectativas, e quanto a decisão dos empregadores muitas corretoras optam por não publicar projeções abaixo do consenso do mercado, portanto, ambas as decisões aumentam as chances de um viés otimista.
- Problemas cognitivos: teoria que afirma que os analistas não são totalmente racionais e a maneira como processam as informações pode apresentar algum tipo de falhas cognitivas, que geram um viés (GU e WU, 2003).
- Problemas metodológicos de tratamento da amostra: teoria formada no final dos anos 90 quando várias pesquisas começam a enfatizar problemas metodológicos no tratamento da amostra dos erros de projeção.
- Problemas de assimetria dos lucros realizados: teoria que foca no impacto da manipulação dos lucros sobre a atividade dos analistas, discute-se sobre o que é viesado, o erro de projeção ou os lucros contra os quais as projeções são comparadas?

Na avaliação de empresas o viés que os avaliadores trazem ao processo é um componente que não recebe a merecida atenção. Muitas vezes as opiniões sobre a empresa a ser avaliada são formadas antes de iniciar a avaliação, logo, o resultado final tende a refletir esse viés (DAMODARAN, 2007).

Damodaran (2007) apresenta as fontes de viés na avaliação, as quais se iniciam com a escolha da empresa a ser avaliada. A forma como a escolha é feita pode começar a estabelecer as bases do viés, por exemplo, a escolha pode ter sido decorrente de uma notícia da empresa, boa ou má, que o avaliador teve acesso e assim já inicia uma percepção da empresa a ser avaliada. A coleta das informações necessárias à avaliação também é uma fonte de viés, pois as demonstrações financeiras utilizadas incluem as decisões gerenciais que com frequência influenciam os números para que apresentem o melhor resultado possível. Por fim, a estimativa do mercado sobre o valor da empresa reforça o viés. Avaliações que se distanciam muito do preço de mercado geram uma preocupação nos analistas que acreditam que o desvio pode refletir grandes erros de avaliação em vez de equívocos de mercado.

Existem fatores institucionais que contribuem para o viés, como a dificuldade dos analistas em obter acesso às informações da empresa e a pressão que sofrem dos gestores de carteiras e dos braços de banco de investimento das suas próprias empresas. A estrutura de recompensa e punição relacionada à análise subestimada ou superestimada também reforça o

viés. Os analistas não serão imparciais em suas conclusões quando a remuneração depender de uma subestimação ou superestimação (DAMODARAN, 2007).

Ainda segundo Damodaran (2007), as manifestações do viés apresentam-se de três maneiras. A primeira se refere aos inputs utilizados na avaliação. Ao avaliar empresas o analista precisa levantar hipóteses que podem ser otimistas ou pessimistas. O caminho escolhido refletirá o viés prévio, e conseqüentemente, as conclusões também refletirão as opções otimistas ou pessimistas que foram feitas. A segunda consiste nos ajustes pós-avaliação, em que os analistas revisam as hipóteses após a avaliação com a intensão de chegar a um valor mais próximo do que esperavam inicialmente. Na terceira manifestação a diferença entre o valor estimado e o valor que considera correto é atribuída a um fator qualitativo, como sinergia ou questões estratégicas.

O viés de avaliação incorpora o otimismo ou pessimismo dos avaliadores. Nas projeções dos analistas o viés otimista é inferido ao verificar que o lucro projetado tenha ficado maior que o lucro realizado. Inversamente, em situações em que o lucro projetado tenha sido menor que o lucro efetivamente realizado infere-se o pessimismo dos analistas.

Martinez (2004) ao revisar a literatura internacional sobre o otimismo e pessimismo dos analistas afirma que a grande maioria dos estudos tem concluído que os analistas são otimistas. As estimativas de otimismo variam de acordo com os estudos devido à diferença de metodologia utilizada, a definição das variáveis e o período analisado.

Esse viés de otimismo é explicado, conforme Khotari (2001), por hipóteses de duas grandes categorias: incentivos econômicos e comportamentos cognitivos. No que se refere à primeira categoria, um importante incentivo econômico para que o analista emita uma previsão otimista é a compensação que ele recebe por seus serviços. Os bancos de investimento obtêm receitas principalmente através de serviços relacionados à emissão de valores imobiliários e a atividades de fusão e aquisição. O otimismo também é explicado pela preocupação do analista em obter o máximo possível de acesso às informações da administração, principalmente nos casos em que há uma considerável assimetria de informações entre a administração e a comunidade de investimentos. A segunda categoria sustenta que os analistas têm comportamentos exagerados em relação às informações e resultados passados, levando ao otimismo. Presume-se que as reações exageradas às boas notícias sejam maiores que as reações às notícias ruins.

Martinez (2007) afirma que uma das explicações existentes para justificar o viés otimista dos analistas é conhecida na literatura como viés de seleção, conforme o autor:

No viés de seleção presume-se que cada analista revele sua verdadeira expectativa em relação ao desempenho da firma. Contudo, aqueles analistas que acreditam que a firma terá um desempenho pobre, optam por não liberar suas estimativas. Devido a esses analistas que se omitem em evidenciar suas efetivas previsões, o consenso de mercado irá refletir expectativas maiores do que as que poderiam ter em relação à população como um todo.

Dessa forma, quando os analistas visualizam perspectivas razoáveis ou positivas eles apresentam os relatórios sobre as empresas, mas quando os resultados visualizados são desfavoráveis eles tendem a não divulgar (MARTINEZ, 2007).

Vale ressaltar que o viés dos analistas pode não ser intencional, nessas circunstâncias pode ser decorrente de erros de mercado que afetam a qualidade das informações. Martinez (2004) afirma que o viés está relacionado com a qualidade das previsões dos analistas. Tal afirmação pode ser corroborada por Gatsios (2013), que, ao analisar o impacto da convergência às normas internacionais de contabilidade sobre a qualidade preditiva da informação contábil no Brasil, observou uma queda estatisticamente significativa no viés de previsão no período de adoção obrigatória do IFRS, sugerindo que ocorreu uma melhoria na qualidade das informações utilizadas nas previsões pelos analistas.

3 MÉTODO

3.1 Classificação da pesquisa

Para Gil (2010) a pesquisa pode se classificar, em relação aos seus objetivos mais gerais, como exploratória, descritiva e explicativa. E, segundo a natureza dos dados, a pesquisa pode ser quantitativa ou qualitativa.

Com base nos seus objetivos, esta pesquisa se classifica como exploratória porque segundo Gil (2010, p. 27) “têm como propósito proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torna-lo mais explícito ou construir hipóteses”. Conforme a natureza dos dados, a pesquisa se caracteriza como quantitativa. Para Martins e Theóphilo (2009, p.107) a pesquisa quantitativa consiste em “organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”.

Quanto à estratégia esta pesquisa se caracteriza como pesquisa documental, pois utiliza os laudos de avaliação das empresas que realizaram oferta pública de ações do período de 2002 a 2013.

3.2 Amostra

A população foi formada por todos os laudos de avaliação de empresas, com finalidade de OPA, publicados no período de 2002 a 2013. Dado que o sítio da CVM apenas disponibiliza os laudos publicados nos últimos seis anos, os laudos anteriores foram obtidos por meio de outros pesquisadores.

O procedimento inicial consistiu em analisar os laudos individualmente a fim de obter os dados necessários para a realização da pesquisa: (i) empresa contratante da avaliação; (ii) finalidade do laudo e (iii) valor justo da ação.

Para a formação da amostra retirou-se da população os laudos que não possibilitaram a obtenção do valor justo da ação e os laudos de empresas que não apresentavam negociação de suas ações, pois, nestes casos, não há possibilidade de verificar o preço da ação. Desta forma, delimitou-se o universo da pesquisa em cento e seis laudos de avaliação cujas empresas de onde foram retirados estão listadas nos Anexos I, II e III.

Para a realização do teste de hipótese os laudos de avaliação que compõem à amostra foram divididos de acordo com a empresa contratante da avaliação, formando-se três grupos que são apresentados no quadro 2.

Quadro 2: Formação dos Grupos

Grupo	Empresa Contratante
Grupo 1	Empresa avaliada
Grupo 2	Não é a avaliada nem sua controladora
Grupo 3	Controladora da empresa avaliada

Fonte: Elaboração própria

Assim, o Grupo 1 é formado pelos laudos em que a empresa avaliada contratou a avaliação, o Grupo 2 é composto pelos laudos em que a contratante da avaliação não é a empresa avaliada nem sua controladora e o Grupo 3 é formado pelos laudos em que a controladora da empresa avaliada contratou a avaliação. A tabela 1 apresenta a quantidade de laudos, por ano, utilizados em cada grupo da pesquisa.

Tabela 1: Quantidade de Laudos de Avaliação

Ano	Quantidade de Laudos		
	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
2002	0	0	5
2003	2	1	4
2004	5	0	6
2005	4	0	7
2006	1	2	6
2007	1	5	5
2008	4	2	15
2009	0	2	6
2010	2	1	1
2011	1	0	5
2012	3	0	6
2013	1	0	3
Total	24	13	69

Fonte: Elaboração própria

A maioria dos laudos de avaliação analisados (65,1%) foi solicitada pela controladora da empresa avaliada, que tiveram como finalidade a realização de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta ou para aumento de participação dos controladores.

3.3 Teste de hipótese

3.3.1 Teste de Normalidade

Com o objetivo de verificar as hipóteses levantadas foi realizada uma análise de médias entre as variáveis que são o valor justo da ação e o preço da ação. Para se determinar o teste estatístico a ser utilizado a normalidade das variáveis foi testada pelos testes Kolmogorov-Smirnov (K-S) e Shapiro-Wilk. Segundo Marôco (2010) o teste K-S é o mais utilizado para testar a normalidade. Esse teste é utilizado para decidir se a distribuição da variável sob estudo numa determinada amostra provém de uma população com distribuição específica. O teste de Shapiro-Wilk é uma alternativa ao K-S e mais apropriado nos casos em que as amostras são pequenas ($n < 30$) (MARÔCO, 2010). Na realização desses testes, a Hipótese nula H_0 afirma que a amostra provém de uma distribuição normal e a Hipótese alternativa H_1 afirma que a amostra não provém de uma distribuição normal.

3.3.2 Teste de Wilcoxon

Como as variáveis em estudo não apresentaram distribuição normal, a utilização do teste de média paramétrico não é adequada. Nessa circunstância, Marôco (2010) afirma que o Teste não paramétrico de Wilcoxon pode ser utilizado como alternativa ao teste t-Student. O teste de Wilcoxon avalia a significância da diferença entre duas medições emparelhadas quando a variável dependente é medida em uma escala ordinal. Também segundo Marôco (2010), as amostras são ditas emparelhadas quando elas são formadas utilizando os mesmos sujeitos experimentais e se tenha como base algum critério unificador dos elementos desta amostra. Nesta pesquisa as amostras são consideradas emparelhadas, uma vez que se trata do valor justo e do preço da ação atribuídos as mesmas empresas.

O valor justo foi verificado nos laudos publicados e o preço da ação foi obtido através do banco de dados da Economática, utilizando-se a data base do laudo de avaliação ou, nos casos em que não ocorreram negociações nesta data, a data anterior mais próxima.

A análise de médias por meio da execução do teste de Wilcoxon ocorreu para verificar se, estatisticamente, a variável valor justo apresentava-se maior, em média, que o preço da ação no caso dos laudos pertencentes ao Grupo 1, e se, estatisticamente, a variável valor justo apresentava-se menor, em média, que o preço da ação no caso dos laudos pertencentes aos Grupos 2 e 3.

A hipótese nula dos testes para os três grupos pode ser descrita como:

$$H_0: \mu \text{ valor justo} = \mu \text{ preço da ação}$$

Os testes de normalidade e o teste de média foram realizados no programa SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*, que “é o software de manipulação, análise e

apresentação de resultados de análise de dados de utilização predominante nas Ciências Sociais Humanas” (MARÔCO, 2010, p. 17). Na análise do resultado fornecido pelo programa, o seguinte critério deve ser seguido para a rejeição de H_0 : $p\text{-valor} \leq \alpha$. Nesta pesquisa assume-se o nível de significância – α como sendo igual a: 1%, 5% e 10%.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após a obtenção das variáveis, por meio dos procedimentos explicados no Capítulo 3 – Método, foi examinada a normalidade destas para verificar o tipo de teste adequado para testar a hipótese da pesquisa. Os resultados do teste de normalidade são apresentados na Tabela 2:

Tabela 2: Testes de Normalidade

Amostra	Variável	n	Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk		Tipo do teste
			P_Valor	Decisão	P_Valor	Decisão	
Grupo 1	Valor Justo	24	0,000	Rejeita H_0	0,000	Rejeita H_0	Não paramétrico
	Preço da Ação	24	0,000	Rejeita H_0	0,000	Rejeita H_0	
Grupo 2	Valor Justo	13	0,005	Rejeita H_0	0,000	Rejeita H_0	Não paramétrico
	Preço da Ação	13	0,000	Rejeita H_0	0,000	Rejeita H_0	
Grupo 3	Valor Justo	69	0,000	Rejeita H_0	0,000	Rejeita H_0	Não paramétrico
	Preço da Ação	69	0,000	Rejeita H_0	0,000	Rejeita H_0	

Fonte: Elaboração própria

Observa-se que para as duas variáveis, nos três grupos, o p-valor foi $< 0,01$ e, portanto, rejeita-se a Hipótese nula do teste ao menor nível de significância. Assim, infere-se que as variáveis não apresentam distribuição normal e, desta forma, o teste de hipótese adequado para realizar a comparação entre elas é o teste não paramétrico de *Wilcoxon*. Previamente à apresentação dos resultados deste teste, a Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis em cada grupo da pesquisa.

Tabela 3: Estatísticas descritivas - (R\$)

Amostra	Média		Desvio-Padrão	
	Valor Justo	Preço da Ação	Valor Justo	Preço da Ação
Grupo 1	27,088	18,914	46,379	31,619
Grupo 2	43,506	49,057	71,332	103,729
Grupo 3	137,877	158,671	830,697	1.010,91

Fonte: Elaboração própria

Como pode ser observado na Tabela 3, o valor justo por ação, em média, é maior que o preço da ação nos laudos pertencentes ao Grupo 1 da amostra. Pelas medidas de desvio-padrão verifica-se que neste grupo o valor justo tem uma maior variação com relação à média.

Quanto aos grupos 2 e 3 da amostra, pode ser observado através da Tabela 3, que o preço da ação, em média, é maior que o valor justo. O preço da ação nestes grupos também

apresenta um maior desvio-padrão, indicando que essa variável tem uma maior oscilação dos valores com relação à média.

Vale ressaltar que a alta dispersão nos valores, indicada pela medida de desvio-padrão, já era esperada, pois se trata do valor por ação de diferentes empresas.

Os resultados obtidos com a aplicação do teste de *Wilcoxon* são apresentados na Tabela 4:

Tabela 4: Teste de *Wilcoxon*

Amostra	n	P_Valor	Média Valor justo	Média Preço da Ação	Diferença das Médias	Decisão		
						$\alpha = 1\%$	$\alpha = 5\%$	$\alpha = 10\%$
Grupo 1	24	0,000	27,088	18,914	8,174	Rejeita H_0	Rejeita H_0	Rejeita H_0
Grupo 2	13	0,055	43,506	49,057	-5,551	Não rejeita H_0	Não rejeita H_0	Rejeita H_0
Grupo 3	69	0,767	137,877	158,671	-20,794	Não rejeita H_0	Não rejeita H_0	Não rejeita H_0

Fonte: Elaboração própria

Partindo da hipótese nula H_0 de que as médias do valor justo e valor de mercado são iguais, observa-se que no grupo 1 H_0 pode ser rejeitada ao menor nível de significância, 1%, concluindo-se que estatisticamente as médias das variáveis são diferentes. Ao analisar as médias do valor justo e preço da ação observa-se uma diferença positiva entre elas, e, portanto, infere-se que estatisticamente, em média, o valor justo por ação é maior que o preço da ação nas situações em que a empresa contratante da avaliação é a própria empresa avaliada, confirmando a Hipótese 1 da pesquisa.

Quanto ao grupo 2 pode-se rejeitar a hipótese nula de que a média das variáveis são iguais a um nível de significância de 10%, concluindo-se, com 90% de confiança, que estatisticamente as médias das variáveis são diferentes. Partindo para a análise das médias do valor justo por ação e do preço da ação, observa-se uma diferença negativa entre elas, e, portanto, infere-se que estatisticamente, em média, o valor justo por ação é menor que o preço da ação nas situações em que a empresa contratante da avaliação não é a empresa avaliada nem sua controladora, o que confirma a Hipótese 2 da pesquisa.

Em relação ao grupo 3, não é possível a rejeição da hipótese nula, pois o p-valor é maior que todos os níveis de significância analisados. Assim, infere-se que, estatisticamente as médias do valor justo por ação e preço da ação são iguais nas situações em que a empresa contratante da avaliação é a controladora da empresa avaliada, rejeitando a Hipótese 3 da pesquisa.

Dessa forma, os resultados encontrados na análise das amostras evidenciam a existência, no processo de avaliação, do viés do valor justo em relação ao preço da ação principalmente nas situações em que a contratante da avaliação é a empresa avaliada. Com um menor nível de confiança também foi possível a constatação desse viés quando a contratante da avaliação não é a empresa avaliada nem sua controladora. Esses resultados eram esperados, visto que, quando a própria empresa contrata a avaliação em situações em que está ofertando parte de suas ações a tendência é que exista um otimismo na avaliação das ações. Por outro lado, a empresa que não é a empresa avaliada nem sua controladora, objetiva a aquisição das ações da empresa avaliada e, então, tende ao pessimismo na avaliação das ações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de avaliação de empresas é utilizado em diversas circunstâncias e tem como objetivo alcançar o valor justo da empresa. Para a obtenção desse valor é fundamental que os avaliadores não sejam influenciados e, assim, trabalhem de forma imparcial. Entretanto, a teoria de finanças apresenta a possibilidade da existência de um viés de avaliação que configurou a motivação dessa pesquisa.

O estudo desejou identificar se no processo de avaliação o valor justo é influenciado pela relação da empresa avaliadora com a empresa contratante. Para alcançar este objetivo foram analisados os laudos de avaliação, com finalidade de OPA, publicados no período de 2002 a 2013. A amostra foi composta de cento e seis laudos de avaliação que foram divididos em três grupos de acordo com a contratante da avaliação.

O teste utilizado para testar as hipóteses foi o teste não paramétrico de *Wilcoxon*, dado que as variáveis não apresentaram distribuição normal. A partir dele confirmou-se a Hipótese 1 da pesquisa, pois estatisticamente, em média, o valor justo por ação foi maior que o preço da ação nas situações em que a contratante da avaliação foi a empresa avaliada. A Hipótese 2 da pesquisa também foi confirmada, porém com um menor nível de confiança na realização do teste estatístico. Assim, foi possível concluir que estatisticamente, em média, o valor justo por ação foi menor que o preço da ação nas situações em que a contratante da avaliação não é a empresa avaliada nem a sua controladora. A Hipótese 3 da pesquisa foi rejeitada, pois nas situações em que a contratante da avaliação foi a controladora da avaliada o valor justo por ação e o preço da ação foram considerados estatisticamente iguais.

Dessa forma, foi possível inferir nos laudos analisados a existência do viés de avaliação sobretudo quando a contratante da avaliação é a própria empresa avaliada. Analisando os testes estatísticos com 5% de nível de significância, observa-se que a tendência é que o valor justo por ação e o preço da ação, em média, não apresentam diferenças significativas quando a contratante da avaliação se trata de uma empresa que não é a avaliada.

A ausência de negociação das ações no mercado de capitais e a falta de clareza dos laudos para explicitar o valor justo da ação foram limitações da pesquisa, pois excluíram muitos laudos da amostra final. Por consequência, as conclusões do estudo não podem ser generalizadas para todos os laudos de avaliação com finalidade de OPA publicados, o que, contudo, não invalida os resultados da pesquisa.

Este estudo não tem por pretensão encerrar o assunto abordado, mas sim abrir espaço para novas pesquisas sobre o tema. Sugere-se para pesquisas futuras a investigação da

existência do viés de avaliação em outros tipos de ativos, como ativos relacionados ao setor imobiliário ou ao agronegócio.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BM&FBOVESPA. **Ofertas Públicas de Distribuição de Ações**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/ofertas-publicas/ofertas-publicas.aspx>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15/12/1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 10 set. 2013.

_____. **Instrução CVM nº 361, de 05/03/2002**. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 12 set. 2013.

_____. **Instrução CVM nº 436, de 05/07/2006**. Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM nº 361, de 05/03/2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 12 set. 2013

COPELAND, T; KOLLER, T; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas –Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. Tradução: Allan Vidigal Hastings. 3ª ed. São Paulo: Makron Books Ltda., 2002.

COUTO JUNIOR, C. G; GALDI, F. C. Avaliação de empresas por múltiplos aplicados em empresas agrupadas com análise de cluster. **RAM, Rev. Adm. Mackenzie**, São Paulo , v. 13, n. 5, Oct. 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S167869712012000500006&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 17 nov. 2013.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark. 1997.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

ESTETER, B; PEDREIRA, E.B; BARROS, L. A. B. de C. Análise dos Erros de Previsão em Empresas de Capital Aberto para os Mercados de Argentina, Brasil, Chile e México entre os Anos de 2003 a 2009. In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS - ADCONT, II, **Anais...** Rio de Janeiro, 2011.

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Atlas, 1995.

FAMÁ, R.; SANTIAGO FILHO, J. L. Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA. In: Seminário em Administração, FEA/USP-SEMEAD, V, **Anais...** São Paulo, 2001.

FERNÁNDEZ, P. **Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor**. Barcelona: Gestión 2000, 2012.

GATSIOS, R. C. **Acurácia e dispersão das estimativas dos analistas no mercado de capitais brasileiro: Impacto da adoção do padrão IFRS sobre a qualidade preditiva da informação contábil**. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

GEWEHR, D. H. **Avaliação relativa de ações baseada em múltiplos de mercado projetados e passados: um estudo comparativo de performance na Bovespa**. 2007. 109 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2007.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GU, Z.; WU, J.S. Earnings skewness and analyst forecast bias. **Journal of Accounting and Economics**. Vol 35. 2003

KAYO, et al. Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. **RAC**, v.10, n.3, Jul/Set 2006 – p.73-90.

KOTHARI, S. P. Capital Markets Research in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 105-231, 2001.

MARÔCO, João. **Análise estatística com o Pasw Statistics**. Lda Pêro: Pinheiro, 2010.

MARTELANC, R. et al. Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil. In: Seminário em Administração, FEA/USP-SEMEAD,VIII, **Anais...**São Paulo, 2005.

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.

MARTINEZ, A. L. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 23º, **Anais**. Foz do Iguaçu, 1999.

_____. **Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

_____. Otimismo e viés de seleção dos analistas. **Brazilian Business Review**. v. 4, n.2, p. 104-118, 2007.

MARTINS, E. et al. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

Murphy, R.B. On the Meaning of Precision and Accuracy. *Materials Research and Standards*, ASTM, April. 1961.

NEIVA, R. A. **Valor de Mercado da Empresa**: Modelos de Avaliação Econômico-Financeira de Empresas, Exemplos de Avaliação com Cálculos de Valores, Subsídios para Privatização, Compra e Venda, Cisão, Fusão e Incorporação. São Paulo: Atlas, 1992.

PAIVA, W. P. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. In: Seminário em Administração, FEA/USP-SEMEAD, V, **Anais...** São Paulo, 2001.

PEREIRO, L. E. **Valuation of companies in emerging markets** – a practical approach. New York: John Wiley & Sons, 2002.

PEREZ, M. M; FAMÁ, R. Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais: uma análise segundo a Teoria de Finanças. In: Seminário em Administração, FEA/USP-SEMEAD, VI, **Anais...** São Paulo, 2003.

GATSIOS, R. C. **Acurácia e dispersão das estimativas dos analistas no mercado de capitais brasileiro**: Impacto da adoção do padrão IFRS sobre a qualidade preditiva da informação contábil. 2013. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

RAIFUR, L. **Teoria e prática em avaliação de empresas**: Estudo Exploratório dos laudos da CVM nos anos de 2006 e 2007. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2008.

RODRIGUES, L. F.; SALLABERRY, J. D. Laudos de avaliação de empresas: práticas adotadas no Brasil. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 10., 2013, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2013. CD-ROM.

SALIBA, R. V. **Aplicação de modelos de avaliação por múltiplos no Brasil**. 2005. 62 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial)-Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2005.

SHARPE, W.F.; ALEXANDER, G. J.; BAILEY, J. V. **Investments**, 5th. ed., New Jersey: Prentice Hall, 1995.

SCHIPPER, K. Commentary on Analysts Forecasts. **Accounting Horizons**, v.5, p.105-121. 1991.

VILLALOBOS, S. J. S. **Qualidade das projeções dos analistas sell-side**: evidência empírica do mercado brasileiro. 2005. 69 f. Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2005.

ANEXO I – Empresas da Amostra do Grupo 1

Empresa	Ano
Coinvest	2003
Cia. Brasileira de Cartuchos	2003
Electrolux do Brasil S.A	2004
Sifco AS	2004
Souto Vidigal S.A	2004
Bunge Brasil S.A	2004
Bunge Brasil S.A	2004
AGF Brasil Seguros S.A	2005
Companhia de Tecidos Santanense S. A	2005
Dana-Albarus S.A.	2005
Ecisa S.A.	2005
América Latina Logística S.A	2006
Plascar participações industriais S.A	2007
Cosan S.A	2008
Cosan Limited	2008
Perdigão S.A	2008
Eleva Alimentos S.A	2008
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.	2010
Vale Fertilizantes	2010
MMX Mineração e Metálicos S.A	2011
Tele Norte Celular Participações S.A	2012
Redecard S.A	2012
Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A.	2012
Amil Participações S.A.	2013

ANEXO II – Empresas da Amostra do Grupo 2

Empresa	Ano
Bahema Equipamentos S.A	2003
Banco do Estado do Ceará S.A	2006
Kuala S.A	2006
Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A	2007
Distribuidora de Petróleo Ipiranga S.A.	2007
Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga	2007
Trafo Equipamentos Elétricos S.A.	2007
Magnesita S.A.	2007
Amazônia Celular S.A	2008
Construtora Adolpho Lidenberg S.A	2008

Excelsior Alimentos S.A	2009
Globex Utilidades S.A	2009
GVT Holding S.A.	2010

ANEXO III – Empresas da Amostra do Grupo 3

Empresa	Ano
Banco Mercantil de São Paulo S.A	2002
Pevê Finasa Participações e Prédios S.A	2002
Renner Herrman S.A	2002
Amadeo Rossi S.A	2002
Pevê Prédios S.A	2002
Banco Banestado S.A	2003
Rhodias S.A	2003
Cargill Fertilizantes S.A	2003
Elevadores Atlas Schindler S.A	2003
Embratel Participações S.A	2004
Latasa S.A.	2004
Cimento Portland Itaú	2004
Cremer S.A	2004
De Maio, Gallo S.A	2004
Banco Sudameris Brasil S.A	2004
AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A	2005
AmBev	2005
Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa	2005
Seara Alimentos S.A.	2005
CMA Participações S.A	2005
Polipropileno Participações S.A	2005
Technos Relógios S.A.	2005
Acesita S.A	2006
Ind. Micheletto S.A	2006
Aço Villares S.A	2006
Manasa Madeireira Nacional S.A	2006
Embratel Participações S.A	2006
Fertibrás S.A	2006
Arcelor Brasil S.A.	2007
Companhia Brasileira de Cartuchos	2007
Copesul Companhia Petroquímica do Sul	2007
Santista Têxtil S.A.	2007
Companhia Eldorado de Hotéis	2007
ArcelorMittal Inox Brasil S.A.	2008

Calçados Azaléia S.A.	2008
Cia Leco de Produtos Alimentícios	2008
Companhia Iguaçu de Café Solúvel	2008
Granóleo S.A	2008
Indústrias Micheletto S.A	2008
PetroflexIndústria e Comércio S.A	2008
Petroquímica União S.A	2008
S.A Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	2008
Semp Toshiba S.A	2008
Sul América Companhia Nacional de Seguros	2008
Suzano Petroquímica S.A	2008
Tele Norte Celular Participações S.A	2008
Telemig Celular Participações S.A	2008
Telemig Celular S.A.	2008
Abyara Planejamento Imobiliário S.A	2009
Aracruz Celulose S.A	2009
Brasil Telecom Participações S.A	2009
Brasil Telecom S.A	2009
Medial Saúde S.A	2009
Renner Participações S.A	2009
Tivit S.A	2010
Pronor Petroquímica S.A.	2011
Universo Online S.A.	2011
Vale Fertilizantes S.A.	2011
Vivo Participações S.A.	2011
YaraBrasilFertilizantesS.A.	2011
TAM S.A.	2012
RIMET S.A	2012
Marisol S.A.	2012
Confab Industrial S.A.	2012
Ampla Investimentos e Serviços S.A	2012
Ampla Energia e Serviços S.A	2012
NET Serviços de Comunicação S.A	2013
Rasip Agro Pastoril S.A.	2013
Redentor Energia S.A	2013