

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

LUCAS FERNANDES MENDES

ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA ANÁLISE DAS PREMISSAS ASSUMIDAS
NOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO PARA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE
AÇÕES

GOIÂNIA

2016

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 Administração, Ciências Contábeis e Economia

Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva

Coordenador do curso de Ciências Contábeis

LUCAS FERNANDES MENDES

**ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA ANÁLISE DAS PREMISSAS ASSUMIDAS
NOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO PARA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE
AÇÕES**

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

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha

GOIÂNIA

2016

Ficha catalográfica elaborada automaticamente
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob orientação do Sibi/UFG.

Mendes, Lucas Fernandes

Estrutura de Capital: Uma Análise das Premissas Assumidas nos
Laudos de Avaliação para Oferta Pública de Aquisição de Ações.
[manuscrito] / Lucas Fernandes Mendes. - 2016.
xxi, 31 f.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal
de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e
Ciências Econômicas (FACE) , Ciências Contábeis, Goiânia, 2016.
Bibliografia. Apêndice.

1. Estrutura de capital. 2. Laudo. 3. Economia. I. Cunha, Moisés
Ferreira da, orient. II. Título.

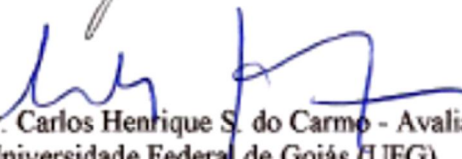
LUCAS FERNANDES MENDES

**ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA ANÁLISE DAS PREMISSAS ASSUMIDAS
NOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO PARA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE
AÇÕES**

Trabalho de Conclusão de Curso 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
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Carlos Henrique S. do Carmo - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dircy Raquel Alves de Macedo - Avaliadora
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 24 de fevereiro de 2016.

RESUMO

A maneira como as empresas auferem recursos para compor sua estrutura de capital é tema de discussões entre acadêmicos há mais de 50 anos. Através dos modelos *Pecking order theory* e *Trade-off theory*, estudos vem sendo realizados de modo a verificar se, na prática, as empresas edificam seu capital com dívidas e recursos próprios a partir de uma estrutura alvo ou de uma hierarquia de recursos. As divergências entre os estudos sugerem uma possível inexatidão entre os dados utilizados como fonte de pesquisa e os dados contábeis reais das empresas. Por isso, o objetivo deste trabalho é verificar, a partir dos laudos de avaliação da CVM, se a estrutura de capital registrada estava em conformidade com os dados contábeis obtidos pela base de dados da Economática, de 2005 a 2014. Foram aplicados testes estatísticos paramétricos de amostras emparelhadas para entender se havia realmente uma diferença entre as duas bases. Mediante os resultados obtidos, não foi possível afirmar que há diferença significativa entre as variáveis e, portanto, a hipótese da pesquisa não pode ser aceita.

Palavras-chave: estrutura de capital; laudo; economática.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
1.1 CONCEITOS	7
1.2 PROBLEMA DA PESQUISA	8
1.3 OBJETIVO.....	9
1.4 HIPÓTESE.....	9
1.5 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA	9
2. REFERENCIAL TEÓRICO	10
2.1 TEORIAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL	10
2.2 REVISÃO EMPÍRICA.....	13
2.3 INSTRUÇÃO CVM N ° 361.....	15
3. METODOLOGIA	16
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	16
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	16
3.3 VARIÁVEIS	17
3.4 TESTE DE HIPÓTESE	18
3.5 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	19
4. ANÁLISE DOS DADOS	20
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	20
4.2 TESTE DE NORMALIDADE.....	21
4.3 TESTE <i>T</i> DE STUDENT.....	22
5. CONCLUSÃO	23
REFERÊNCIAS.....	24
APÊNDICE	26

1. INTRODUÇÃO

1.1 CONCEITOS

A discussão sobre os modelos de estrutura de capital das empresas diverge opiniões até os dias atuais. O debate é alicerçado, essencialmente, em duas teorias que discorrem sobre a relevância ou irrelevância de tais modelos.

A primeira teoria, defendida por Durand (1952), é chamada de escola tradicional, e propõe que a estrutura de financiamento da empresa determina a formação de seu valor, isto é, que a qualidade das fontes de recursos influencia na agregação de valor à empresa.

Opostos a esse conceito, Modigliani e Miller (1958) suscitaram um modelo controverso que desconsidera, sob a conjectura de um mercado perfeito, a estrutura de capital como sendo determinante no valor da empresa. Nesta segunda teoria, a qualidade dos investimentos realizados pela empresa é que determina o seu valor, e não a qualidade das decisões de financiamento.

Essas duas teorias discorrem sobre a relevância ou irrelevância da estrutura de capital no valor da empresa. A partir delas e da necessidade de explicar a realidade das políticas de geração de capital, surgiram inúmeros debates acerca de como as diferentes estruturações de capital modificam a empresa e qual a melhor forma de utilizá-las. Conceberam-se, dos seus desdobramentos, quanto à existência ou inexistência de custo de capital alvo nas organizações, duas correntes teóricas.

A primeira, *Pecking Order theory*, em abordagem de Myers (1984), assegura que as empresas não devem estabelecer metas de endividamento a serem seguidas, isto é, não se estabelece estrutura alvo a ser perseguida. Elas devem se valer, contudo, de uma hierarquização de fontes de recursos a serem tomados: autofinanciamento, recursos de terceiros e emissão de novas ações, em ordem decrescente de prioridade.

A outra teoria, chamada *Trade-off theory*, também abordada por Myers (1984), propõe que as empresas devem procurar atingir e manter uma certa estrutura de dívidas (custo de capital alvo), de maneira a reduzir os gastos com o endividamento. Isso ocorreria porque o uso das dívidas seria praticado de tal forma a trazer vantagens econômicas para a empresa, geradas, por exemplo, pelos benefícios fiscais adquiridos por essa conduta.

1.2 PROBLEMA DA PESQUISA

Nos últimos anos, diversos trabalhos analisaram qual das duas linhas teóricas, *Pecking Order theory* ou *Trade-off theory*, é mais recorrente na estruturação de dívidas das empresas.

Nascimento (2012) testou qual a teoria predominante nas decisões das políticas de financiamentos das empresas listadas no novo mercado e nos níveis 1 e 2 de governança da BM&FBOVESPA, no período de 2001 a 2010. Em sua conclusão, reconheceu que a teoria que melhor explica as decisões das políticas de financiamento é a *Trade-off theory*. Isso implica dizer que, em geral, as empresas se utilizam de um endividamento alvo.

Por sua vez, Medeiros e Daher (2008), através da utilização de técnicas econométricas com dados em painel, buscaram estabelecer qual das duas teorias possui maior poder explanatório para a amostra de empresas brasileiras. Foram utilizadas as empresas não financeiras listadas nas bolsas de valores de São Paulo (BOVESPA e SOMA), no período de 1995 a 2002. Concluíram que as empresas brasileiras não estabelecem meta para a estrutura de capital e procuram atingi-la ao longo do tempo, seguindo, portanto, a *Pecking Order theory*.

Percebem-se, além desses exemplos, muitos outros trabalhos que apresentam resultados divergentes quanto à averiguação empírica das teorias, como os de David, Nakamura e Bastos (2009); Silva e Brito (2005); Iara (2013); Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008); Futema (2006), alguns a favor da *Pecking Order theory*, outros, da *Trade-off theory*.

Essas divergências de resultados sugerem uma possível inexatidão entre os dados utilizados pelos diversos autores em suas pesquisas. Na busca por identificar falhas não consideradas anteriormente que, de alguma forma, possam ter influenciado a divergência de resultados, percebeu-se a oportunidade de realizar uma pesquisa acerca da conformidade entre os dados apresentados pelas empresas e os dados fornecidos pelos órgãos fiscalizadores (muito utilizados em pesquisas).

Verifica-se, então, a necessidade da elaboração de uma análise que busque evidenciar se as empresas têm trabalhado suas respectivas estruturas de capital, na prática, de maneira condizente com as assumidas como premissas nos laudos de avaliação para ofertas públicas de ações. Em suma: as empresas brasileiras avaliadas pelos laudos de oferta pública de ações têm mostrado uma estruturação de capital em conformidade com as assumidas como premissas nesses laudos?

1.3 OBJETIVO

O objetivo geral do presente estudo é verificar se há uma conformidade entre as estruturas de capital utilizadas pelas empresas e as estruturas assumidas como premissas nos laudos de oferta pública de ações, nas empresas listadas de 2005 a 2014 pela Comissão de Valores Mobiliários.

1.4 HIPÓTESE

A hipótese acerca das expectativas de resultados provenientes da aplicação dos métodos sobre a amostra coletada é a seguinte:

- As estruturas de capital praticadas pelas empresas não condizem com as premissas assumidas nos laudos de oferta pública de ações.

1.5 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

Nos últimos anos, muito se têm discutido sobre a maneira pela qual as empresas buscam edificar seu capital, sobre como elas trabalham suas políticas de financiamento. (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009; SILVA; BRITO, 2005; NASCIMENTO, 2012). De fato, esse assunto é de grande valia para a sociedade, pois estuda as melhores formas de agregar valor às empresas através do planejamento de contração de dívidas.

Quanto às pesquisas relacionadas ao tema, é possível perceber resultados divergentes obtidos por pesquisas que avaliam qual das duas teorias, *Pecking Order theory* ou *Trade-off theory*, representa a realidade das empresas. Isso pode ser ocasionado pelo uso de dados inexatos durante as pesquisas.

Em vista disso, este trabalho se propõe a revelar se há ou não uma conformidade entre as estruturas de capital assumidas nos laudos de avaliação da Comissão de Valores Mobiliários e as estruturas de capital praticadas pelas empresas. Assim sendo, é ressaltada a sua relevância perante a comunidade acadêmica, pois investiga a possível inexatidão de dados utilizados como base para a elaboração de inúmeras pesquisas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

Na década de 50 do século passado, acadêmicos deram início a uma discussão sobre a influência dos modelos de estruturas de capital no valor das empresas. Teóricos que defendem uma real influência *versus* aqueles que discordam impulsionaram debates, proposições, teoremas, e, até os dias atuais, provocam estudos que se rechaçam, como os de David, Nakamura e Bastos, 2009; Silva e Brito, 2005; Nascimento, 2012.

A abordagem da teoria conservadora sobre a estruturação de capital teve Durand (1952) como precursor. Em seus estudos, ele afirmava que a forma como as empresas administram sua captação de recursos seria decisiva na formação de valor da mesma. Isso indica que, quando da escolha das fontes de recursos a serem obtidas, capitais de terceiros e capitais próprios exercem diferentes tipos de influência na construção do valor da empresa. Brito, Corrar e Batistella (2007, p. 10) mencionam essa teoria:

Segundo essa corrente, o custo do capital de terceiros mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual se eleva devido ao aumento do risco de falência. Como o custo de capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, a empresa deveria se endividar até o ponto em que o seu custo de capital total atingisse um patamar mínimo. Esse ponto representaria a estrutura de capital ótima, que levaria à maximização do valor da empresa (DURAND, 1952 apud BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007, p.10).

Durand (1952) defende a proposta de que é possível haver uma otimização da combinação de capitais externos e internos, de modo a minimizar o custo de capital da empresa e maximizar o seu valor.

Famá, Barros e Silveira (2001) afirmam que o capital de terceiros é realmente mais barato que o capital próprio, pois, respectivamente, um se faz de uma obrigação contratual de pagamentos e o outro de um direito sobre o fluxo de caixa da empresa. Todavia, quando a alavancagem financeira já é alta, um aumento do endividamento poderá ser acompanhando de maiores taxas de empréstimos, por causa do maior risco de insolvência em que se encontram os credores.

Ao considerar como contraditórios certos aspectos da teoria conservadora, Modigliani e Miller (1958) suscitaram sua própria teoria com o intuito de afirmar que, sob algumas conjecturas, o modelo de estrutura de capital não influencia a geração de valor da empresa.

Essas conjecturas são relativas a um mercado cujas imperfeições são desconsideradas, isto é, um mercado perfeito, em que não haja: assimetria de informações, impostos, custos de falência, custos de agência (MODIGLIANI; MILLER, 1958 apud NASCIMENTO, 2012).

Segundo esta teoria, o custo de capital se mantém nos mais diversos níveis de endividamento, não havendo a possibilidade da existência de uma estrutura ótima de dívidas (MODIGLIANI; MILLER, 1958 apud BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

O estudo de Modigliani e Miller (1958) mostra ainda que não são as políticas de financiamento que agregam valor à empresa, mas a qualidade das decisões de investimento que podem fazê-lo. Segundo a teoria, as políticas de dividendos, portanto, que são consideradas decisões de financiamento, não seriam capazes de agregar valor à empresa (MODIGLIANI; MILLER, 1958 apud KAYO; FAMÁ, 1997).

A teoria de Modigliani e Miller (1958) também é citada por Nakamura et al. (2007, p. 74):

Considerando o mercado perfeito, Modigliani e Miller propuseram que tanto faz estabelecer um nível alto ou baixo de endividamento do ponto de vista de afetar o valor de mercado da empresa, pois o que determina tal valor são as decisões tomadas em relação ao lado esquerdo do balanço, ou seja, aquelas relacionadas às decisões de investimento. O argumento de endividamento feito em casa pode ser utilizado para provar que qualquer que seja o endividamento da empresa, qualquer indivíduo pode, comprando ações no mercado e emprestando ou tomando emprestado à taxa de juros livre de risco, reproduzir padrões de fluxo de caixa aos seus acionistas equivalentes aos pagos por uma empresa pouco ou muito endividada. (MODIGLIANI; MILLER, 1958 apud NAKAMURA; MARTIN; FORTE; CARVALHO FILHO; COSTA; AMARAL, 2007, p. 74).

Essas teorias buscam explicar se a forma como são realizadas as políticas de financiamento, isto é, se os diferentes meios pelos quais a empresa contrai dívidas, são relevantes quando da agregação de valor à mesma. Até os dias atuais, não se chegou a um consenso sobre qual das teorias acima mencionadas é realmente aplicada.

A partir dessas teorias de estrutura de capital, emergiram outros estudos acerca de como são feitos os gerenciamentos das políticas de captação de recursos nas empresas. Esses novos estudos são também classificados como teorias, e consideram que a harmonização dos meios de financiamento da empresa é de verdadeira valia, e pode resultar em mudanças quanto ao valor das empresas.

Desde o tempo mencionado até os dias atuais, um grande número de autores abordou o tema de finanças corporativas aplicadas à estrutura de capital. Desses autores, destaca-se Myers (1984), que, em seus estudos, abordou a *Pecking Order theory* e a *Trade-off theory*.

Através dessas teorias, Myers (1984) discursou sobre a existência ou inexistência de custo de capital alvo nas organizações.

Uma das teorias, a *Pecking Order theory*, trata das empresas que têm uma ordem de preferência na captação de recursos, uma hierarquia. Desse modo, não há uma definição de custo alvo a ser perseguido. A hierarquia, segundo Myers (1984), é composta, em ordem decrescente de prioridade, por: autofinanciamentos, recursos de terceiros e emissões de novas ações.

Nascimento (2012) menciona que Myers (1984) se baseou, para elaborar a *Pecking Order theory*, na assimetria de informação. "Desta forma, considera a premissa de que os administradores possuem informações privilegiadas a respeito dos riscos, retornos dos investimentos ou das oportunidades de crescimento das empresas sob sua gestão". (NASCIMENTO, 2012, p. 23).

David, Nakamura e Bastos (2009, p. 137) comentam que:

É preferível para uma empresa estar no topo da *pecking order* a estar no seu final. Para isso, é importante que a empresa tenha uma folga financeira, *financial slack*, na forma de dinheiro, títulos, ou acesso rápido a fontes de recursos de terceiros. Nessa perspectiva, os autores apregoam que as dívidas tendem a disciplinar os gestores que ficam tentados a investir em excesso; em consequência, podem utilizar recursos de terceiros como resposta aos custos de agência associados à manutenção da folga financeira. (BREALEY; MYERS, 2006 apud DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009, p. 137).

Myers (1984) afirma que a aquisição de recursos através de autofinanciamento ou de dívidas passa ao mercado a sensação de que a empresa está em processo de expansão. Em contrapartida, os recursos adquiridos a partir de políticas de emissão de novas ações, conferem à empresa uma menor credibilidade.

Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008, p. 161-162) explicam ainda que:

As empresas mais lucrativas tenderão a usar o dinheiro gerado internamente como financiamento – o que diminui o seu coeficiente de endividamento –, e as empresas menos lucrativas tenderão a utilizar a emissão de dívida como a melhor fonte de recursos – diante de sua incapacidade de se autofinanciar, elas terão maiores índices de endividamento. (PEROBELLI; FAMÁ, 2002; FAMA; FRENCH, 2005 apud IQIAPAZA; AMARAL; ARAÚJO, 2008, p. 161-162).

A outra teoria que Myers (1984) abordou em seus estudos foi a *Trade-off theory*. Essa teoria propõe que as empresas buscam uma otimização da sua estrutura de capital através do estabelecimento de uma estrutura alvo a ser perseguida. Isso mostra que os recursos próprios e os recursos de terceiros devem ser trabalhados de acordo com cada empresa, de forma a proporcionar a meta de endividamento que melhor se atribua a ela.

Myers (1984) se baseou nos impostos para a elaboração da *Trade-off theory*, pois um dos efeitos resultantes da aquisição de dívidas numa empresa são os tributos. "As despesas com juros são dedutíveis dos impostos, enquanto os fluxos de caixa do patrimônio líquido (dividendos) não são. Esse benefício aumenta com a alíquota de impostos da entidade que assume a dívida". (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009, p. 136).

Nascimento (2012) comenta que a busca por recursos de terceiros gera tanto efeitos positivos quanto negativos. Os efeitos positivos se referem aos benefícios fiscais adquiridos pela dedução dos juros da dívida no cálculo do imposto. Os negativos são referentes aos custos de falência a que a empresa se sujeita.

Portanto, na *Trade-off theory*, como cita Iara (2013), o alvo de endividamento é dado pelo equilíbrio entre o benefício fiscal da dívida e os custos de dificuldades financeiras.

2.2 REVISÃO EMPÍRICA

Nos últimos anos, diversas pesquisas buscaram mostrar de que maneira as empresas trabalham suas políticas de endividamento. Algumas dessas pesquisas geraram resultados favoráveis à *Pecking Order theory*, outras à *Trade-off theory*. Esta pesquisa se desdobra através das divergências encontradas, e busca entender se tais divergências podem ser provenientes do uso de dados inexatos durante as pesquisas.

David, Nakamura e Bastos (2009) testaram as previsões das teorias *Pecking Order theory* e *Trade-off theory* sobre endividamento e *payout* (dividendos). Foram utilizadas 146 empresas brasileiras não financeiras constantes na base de dados da Economatica, no período de 2000 a 2006. Os resultados obtidos constataram que a teoria que melhor se aplica às empresas brasileiras é a *Pecking Order theory*. Constataram ainda que as empresas mais lucrativas são, de modo geral, menos endividadas, o que confirma a hierarquização das fontes de recursos.

Silva e Brito (2005) testaram qual dos dois modelos prevalece quando da análise dos dividendos de empresas. A amostra foi composta pelas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, durante os anos de 1995 a 2001, que pagaram dividendos pelo menos uma vez no ano e que apresentaram dados completos no período de análise. Os resultados obtidos mostraram que, quanto à relação entre dívida e oportunidades de investimentos, o endividamento ocorre após o fim dos recursos próprios, o que valida a *Pecking Order theory*.

Nascimento (2012) testou qual a teoria predominante nas decisões das políticas de financiamentos das empresas listadas no novo mercado e nos níveis 1 e 2 de governança da

BM&FBOVESPA, no período de 2001 a 2010. A amostra foi composta por 108 empresas brasileiras não financeiras e não seguradoras com dados disponíveis na Economática. Concluiu que a teoria que melhor explica as decisões das políticas de financiamento é a *Trade-off theory*.

Iara (2013) analisou a estrutura de endividamento das empresas a diferentes níveis de alavancagem. A amostra foi composta pelas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto e não regulamentadas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2002 a 2011. Os resultados obtidos foram de que as empresas seguem mais o modelo descrito pela *Pecking Order theory*.

Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008) buscaram explicar empiricamente a *Pecking Order theory*. Analisaram 313 listadas na Bovespa de 2000 a 2005. Através do modelo de dados em painel, reconheceram as características tamanho, lucratividade e crescimento das empresas. Em suas conclusões, avaliaram que as empresas estudadas não são representadas pela *Pecking Order theory*. Além disso, sugeriram a falta de uma explicação teórica que realmente represente o que ocorre com as empresas brasileiras.

Futema (2006) faz um estudo que inclui, dentre outras hipóteses, a averiguação do comportamento das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto cujas ações foram negociadas na Bolsa de São Paulo, no período de 1995 a 2004. Buscou-se testar se elas se comportavam conforme a *Pecking Order theory* ou a *Trade-off theory*, a partir dos dados da Economática. Sua conclusão confirma que as empresas se valem, primeiramente, de seus lucros retidos, para depois recorrerem ao endividamento, o que prevê a *Pecking Order theory*. Os resultados obtidos, além disso, não confirmam a *Trade-off theory*.

Medeiros e Daher (2008) utilizaram técnicas econométricas com dados em painel, e procuraram estabelecer qual das duas teorias é mais recorrente. Foram utilizadas as empresas não financeiras listadas nas bolsas de valores de São Paulo (BOVESPA e SOMA), no período de 1995 a 2002. Em sua conclusão, registraram que as empresas brasileiras seguem a *Pecking Order theory*, pois não estabelecem meta para a estrutura de capital, mas procuram atingi-la ao longo do tempo.

Com isso, percebe-se uma divergência de resultados oriundos desses trabalhos. Surge, portanto, a oportunidade de verificar se os dados utilizados como base para as pesquisas estão em conformidade com a realidade das empresas.

2.3 INSTRUÇÃO CVM N ° 361

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) divulgou, em 2002, a Instrução Normativa nº 361, que estabelece os critérios de realização dos laudos de avaliação. A instrução dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários. (Instrução CVM nº 361; 2002).

A instrução normativa esclarece que, para a realização dos laudos, devem ser seguidas algumas diretrizes:

O laudo de avaliação deverá contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, indicação das equações utilizadas para o cálculo do custo do capital, bem como as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas (Instrução CVM nº 361; 2002).

Conforme estabelece a instrução normativa da CVM nº 361, o cálculo do custo do capital, que engloba o cálculo da estrutura de capital da empresa, deve ser realizado no laudo de avaliação e, ainda, deve contemplar as informações suportes aos cálculos realizados. Entretanto, no decorrer deste trabalho, percebeu-se um grande número de laudos que não seguem todas as exigências da CVM, que falham na evidenciação de informações suporte sobre o cálculo das estruturas de capital.

Cunha e Rech (2010) observaram que realmente há uma falta de *disclosure*, nos laudos de avaliação, quanto aos cálculos dos capitais próprios e de terceiros e que, ademais, os laudos apresentam premissas distintas em seus cálculos.

Santos et al. (2008) propuseram que, em geral, os laudos não seguem as exigências pré-determinadas pelos órgãos fiscalizadores.

Portanto, ao verificar a falta de evidenciação de informações inerentes aos cálculos do custo de capital próprio e de terceiros e também que os laudos, em geral, não seguem o que exige o órgão regulador, abre-se espaço para que se busque identificar uma possível desconformidade entre os cálculos das estruturas de capital das empresas com o que elas praticam na realidade. Assim, tal desconformidade, caso verificada, poderia estar ocasionando as divergências encontradas nos resultados das pesquisas acadêmicas.

3. METODOLOGIA

Nesta seção, são explanados os métodos pelos quais se executa esta pesquisa, bem como sua classificação.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Quanto aos objetivos, esta pesquisa é classificada como descritiva. Primeiramente, pois procura descrever uma população pelas suas características específicas. Far-se-á o registro, análise e teste dos dados coletados e posterior averiguação dos resultados sem, contudo, explicar o porquê dos dados serem como são, limitando-se apenas a descrevê-los. Segundo, porque propõe descobrir possíveis associações existentes entre as variáveis (GIL, 2002, p. 42).

Quanto ao método, esta pesquisa é classificada como quantitativa. É assim caracterizada porque busca quantificar, a partir dos dados coletados, a aplicabilidade da hipótese considerada (TERENCE; ESCRIVÃO FILHO, 2006). As variáveis serão medidas numericamente e a comparabilidade entre elas será analisada.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Este estudo tem como população as empresas que tiveram suas ações ofertadas publicamente, no período de 2005 a 2014.

Foram utilizados, para coleta dos dados, os laudos de avaliação para oferta pública de aquisição de ações do banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que possui os registros datados do ano de 2005 até o de 2014. Os laudos foram obtidos no site da CVM (www.cvm.gov.br).

A amostra foi obtida através da análise dos laudos para oferta pública de aquisição de ações. As empresas que, nos laudos, não apresentaram sua estrutura de endividamento, seja mencionando o percentual de alavancagem financeira ou citando os valores relativos à captação de recursos internos e externos, foram desconsideradas no momento da composição da amostra. Verificou-se que, dos 147 (cento e quarenta e sete) laudos existentes, 85 (oitenta e cinco) citavam a estrutura de capital da empresa.

A etapa seguinte foi a realização do cálculo do capital de terceiros das 85 empresas cujas estruturas foram encontradas nos laudos. Utilizou-se o banco de dados da Economática para extrair os relatórios contábeis das empresas que compõem a amostra. A partir deles, foram identificados os valores relativos ao endividamento das empresas. A data-base utilizada para o cálculo da estrutura de capital de cada empresa foi a mesma data-base constante no laudo da CVM da respectiva empresa. Foram encontradas 68 empresas com dados na base da Economática. A fórmula utilizada é explicada no item 3.3. Além disso, as empresas em que se calculou capital de terceiros negativo foram excluídas da base, pois não existe endividamento negativo em uma empresa, e isto compromete os resultados da pesquisa.

A amostra final encontrada, com as variáveis devidamente registradas e calculadas, composta por 64 empresas, está contida no “Apêndice A” deste trabalho.

3.3 VARIÁVEIS

São duas as variáveis utilizadas para a realização desta pesquisa:

- Endividamento relativo ao percentual de capital de terceiros da empresa, constante nos laudos de avaliação para oferta pública de aquisição de ações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).
- Endividamento relativo ao percentual de capital de terceiros da empresa, no mesmo período, percebido na análise dos demonstrativos contábeis das empresas, a partir do banco de dados da Economática.

A primeira variável representa as premissas de estrutura de capital que são assumidas como verdadeiras, no momento da elaboração dos laudos para oferta pública de aquisição de ações da Comissão de Valores Mobiliários. Nos laudos das empresas que compõem a amostra, buscou-se a relação explícita dos recursos próprios e recursos de terceiros. Os valores referentes às estruturas de capital, nos laudos, apresentam apenas a parcela financeira do passivo, ou seja, os financiamentos. Além disso, a estrutura de capital apontada no laudo representa o modelo de endividamento da empresa na data-base do laudo, e, portanto, utilizar-se-á a mesma data-base para o cálculo da segunda variável.

A segunda variável, por sua vez, representa as estruturas de capital apresentadas nos demonstrativos financeiros e outros relatórios contábeis, que evidenciam, de fato, a realidade. Essas estruturas foram buscadas no banco de dados da Economática. Os dados estão evidenciados conforme o que regem os normativos contábeis, e, para se chegar às respectivas estruturas de capital de cada empresa, foram feitos os cálculos a seguir.

Segundo Assaf Neto (2006, p. 117), a relação de capital de terceiros de uma empresa pela estrutura de capital total é representada pelo quociente entre o Exigível Total (Passivo Circulante + Passivo não Circulante) e o Passivo Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante + Patrimônio Líquido). O Passivo Circulante, todavia, inclui obrigações de natureza operacional, que não devem ser incluídas nos cálculos, pois o que se busca neste trabalho é a forma com que as empresas auferem os financiamentos. Da mesma forma, o Passivo Não Circulante também pode conter dívidas de caráter operacional, como, por exemplo, os pagamentos baseados em ações. Para o cálculo, considerou-se apenas a parte financeira do Passivo Circulante e do Passivo Não Circulante, o que representa as dívidas da empresa. Portanto, a partir dos conceitos abordados por Assaf Neto (2006) e considerando as modificações supracitadas, foi utilizada a seguinte fórmula:

$$CT = (DTB / DTB + PL) \times 100 \quad (1)$$

Em que:

CT = Porcentagem relativa ao capital de terceiros;

DTB = Dívida Total Bruta;

PL = Patrimônio Líquido.

A porcentagem de capital de terceiros se refere à parcela da estrutura de dívidas da empresa relativa aos recursos adquiridos com terceiros. Logo, a porcentagem remanescente evidencia os recursos próprios da empresa.

3.4 TESTE DE HIPÓTESE

A princípio, realizou-se o teste da normalidade das variáveis. O teste que se mostrou mais adequado – devido ao tamanho da amostra ser superior a 30 empresas – foi o teste de Kolmogorov-Smirnov. Segundo Fávero et al. (2009, p. 112), este é um teste de aderência em que são comparadas a distribuição de frequência acumulada de um conjunto e a distribuição esperada, ou seja, verifica-se se os dados de determinada variável seguem uma distribuição normal.

Para os testes estatísticos, foram consideradas duas hipóteses, respectivamente a hipótese nula e a alternativa:

H^0 : Não há diferença significativa entre as variáveis.

H^1 : Há diferença significativa entre as variáveis.

Utilizou-se os níveis de confiança nos testes de 90% (nível de significância = 0,1); 95% (nível de significância = 0,05); e 99% (nível de significância = 0,01).

O teste estatístico realizado foi o teste paramétrico t de Student de amostras emparelhadas, devido à constatação da normalidade das variáveis CT Laudo e CT Econômica. Segundo Fávero et al. (2009, p. 128), o objetivo da aplicação deste teste é verificar se as médias de duas amostras relacionadas com distribuição normal, retiradas de uma mesma população, são ou não significativamente diferentes.

3.5 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Conforme Fávero et al. (2009, p. 52), o objetivo principal da estatística descritiva é estudar o comportamento das variáveis, no que tange a valores centrais, dispersões ou a valores sobre a média.

Para este trabalho, foram calculadas as seguintes medidas de posição sobre os dados coletados das duas variáveis: média aritmética, mediana e moda. Calculou-se, também, as medidas de dispersão a seguir: amplitude, variância e desvio padrão.

4. ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo, será feita a análise dos dados obtidos pela coleta realizada nos laudos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os respectivos dados contábeis retirados da Economática.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Uma vez consolidada a amostra, realizou-se a estatística descritiva para as variáveis encontradas. Utilizou-se o sistema IBM SPSS 21 para a elaboração do cálculo estatístico da média, amplitude, desvio padrão e variância de cada uma das variáveis.

A primeira variável é o capital de terceiros encontrado pela análise dos laudos da CVM. A segunda variável é o capital de terceiros encontrado pela aplicação da fórmula (1) às demonstrações contábeis disponíveis no banco de dados da Economática, de acordo com as datas-bases registradas no “Apêndice A”. O teste de estatística descritiva resultou na tabela abaixo:

Tabela 1. Estatística descritiva

	Amplitude	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Variância	Mediana	Moda
Laudo	87%	0%	87%	31,02%	19,44%	3,80%	30%	25%
Empresa	184%	0%	184%	36,11%	33,64%	11,30%	30%	0%

Fonte: Própria.

A coluna “Amplitude” evidencia a amplitude das variáveis; enquanto a variável CT Laudo oscila em 87%, a variável CT Economática oscila em 184%. Nas colunas “Mínimo” e “Máximo”, observa-se os picos positivos e negativos de oscilação de cada variável.

As médias calculadas para as variáveis foram de 31,02% para a variável CT Laudo e de 36,11% para a variável CT Economática. Identifica-se uma diferença entre as médias das variáveis de 5,09%, percentual relativamente pequeno se comparado às amplitudes das variáveis, o que sugere que os valores das variáveis se aproximam entre si e que, portanto, a diferença entre elas não é significativa.

O desvio padrão da variável CT Laudo é de 19,44% e a variável CT Econômica tem um desvio padrão de 33,64%. Entende-se que a diferença entre os desvios-padrão de 14,8% é pequena, considerando que a amplitude da variável CT Econômica é 111% maior que a amplitude da variável CT Laudo. Isso confirma a sugestão de que a diferença das variáveis entre si não é significativa.

Calculou-se, ademais, a mediana e a moda para as variáveis. A mediana da variável CT Laudo foi de 30% e a moda de 25%. A mediana da variável CT Econômica foi de 30% e a moda de 0%.

Através de uma análise dos dados, apresentados no “Apêndice A”, identifica-se o comportamento das duas variáveis entre si. Em cinco casos da amostra, a variável CT Laudo é igual à variável CT Econômica. Em 23 (vinte e três) casos, a variável CT Laudo é maior que a variável CT Econômica. Em 36 (trinta e seis) casos da amostra, a variável CT Econômica é maior que a variável CT Laudo.

Para complementar o entendimento acerca do comportamento das variáveis, será necessária a realização dos testes de hipótese para que se rejeite ou não se rejeite a hipótese nula deste trabalho.

4.2 TESTE DE NORMALIDADE

A partir das variáveis encontradas através da análise dos laudos e do banco de dados da econômica, realizou-se o teste de normalidade. Segundo Maroco (2007), quando se está a testar amostras com mais de 30 casos, é preferível realizar o teste de Kolmogorov-Smirnov. Portanto, foi este o teste de normalidade aplicado.

O teste de Kolmogorov-Smirnov foi aplicado à variável CT Laudo, e obtiveram-se os seguintes resultados: o *p-value* encontrado para a variável CT Laudo foi 0,788, que é maior que qualquer um dos níveis de significância ($\alpha = 0,01$; $\alpha = 0,05$; $\alpha = 0,1$). Com isso, verificou-se que esta variável segue uma distribuição normal.

O teste de normalidade foi também aplicado para a variável CT Econômica, em que os seguintes resultados foram obtidos: o *p-value* encontrado com o teste de Kolmogorov-Smirnov para a variável CT Econômica foi de 0,154, valor este maior que qualquer nível de significância ($\alpha = 0,01$; $\alpha = 0,05$; $\alpha = 0,1$). Portanto, percebe-se que esta variável também segue uma distribuição normal de dados.

4.3 TESTE *T* DE STUDENT

O teste de Kolmogorov-Smirnov aplicado às duas variáveis CT Laudo e CT Económica mostrou que ambas seguem distribuições normais. Em vista disso, aplica-se o teste paramétrico *t* de Student de amostras emparelhadas, pois este é o teste que se aplica às variáveis com distribuição normal quando se deseja comparar as médias de duas amostras relacionadas. (FÁVERO et al., 2009).

O teste *t* de Student de amostras emparelhadas foi aplicado sob os três níveis de confiança, de 90%, 95% e 99%.

De acordo com os resultados obtidos, o nível de significância observado é de 0,237, que é maior que os níveis de significância (α) considerados para o teste de 0,01; 0,05 e 0,1. Assim sendo, a hipótese nula não pode ser rejeitada.

Apreende-se que, pelos resultados do teste de *t* de Student, não se pode rejeitar a igualdade estatística das variáveis. Ainda que haja apenas cinco casos em que as variáveis são exatamente iguais, as diferenças encontradas entre as variáveis não são suficientes, estatisticamente, para rejeitar a sua igualdade.

A hipótese nula do teste, que afirma que não há diferença significativa entre as variáveis, não pode ser rejeitada e, portanto, não se permite aceitar a hipótese alternativa de que, entre as variáveis, há diferenças significativas.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho se propôs a averiguar se há uma conformidade entre as estruturas de capital utilizadas pelas empresas e as estruturas assumidas como premissas nos laudos de avaliação para oferta pública de aquisição de ações da CVM, de modo a entender se uma possível falta de conformidade entre essas informações poderia gerar a divergência de estudos quanto à aplicação real da *Pecking Order theory* e da *Trade-off theory*.

Os laudos da CVM foram analisados, bem como foram extraídos os dados da base da Economática. Calculou-se o capital de terceiros das empresas e comparou-se com os registrados nos laudos.

A análise dos resultados demonstrou que apenas em cinco empresas as variáveis CT Laudo e CT Economática são exatamente iguais.

Entretanto, os testes estatísticos demonstraram que não é possível rejeitar a hipótese nula, e que, conseqüentemente, não se pode aceitar a hipótese alternativa. As diferenças entre as variáveis não foram suficientemente significativas para rejeitar a hipótese nula. Portanto, a hipótese desta pesquisa, que afirma que as estruturas de capital praticadas pelas empresas não condizem com as premissas assumidas nos laudos de oferta pública de ações, não foi aceita.

Em suma, não se pode dizer que as divergências entre os resultados de estudos acadêmicos que avaliam a presença da *Pecking order theory* ou da *Trade-off theory* nas empresas brasileiras são decorrentes do uso de dados inexatos.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BRASIL. **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: 22/02/2016.

BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

CUNHA, Moisés F. da; RECH, Ilírio José. Custo de capital médio na avaliação de empresas no Brasil: uma investigação da aderência acadêmica e a prática de mercado. In: **Congresso Brasileiro de Custos**, 17., 2010, Belo Horizonte. **Anais...** Belo Horizonte: CBC, 2010.

DAVID, Marcelino; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASTOS, Douglas Dias. Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000–2006). **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 132-153, 2009.

DURAND, David. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: **Conference on research in business finance**. NBER, 1952.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas; SILVEIRA, Alexandre. A Estrutura de Capital é Relevante? Novas Evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 8, n. 2, p. 71-84, 2001.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FUTEMA, Mariano S. **A estrutura de capital, os dividendos e os juros sobre o capital próprio: evidências empíricas no caso brasileiro de 1995 a 2004**. 118f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2006.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

IARA, Renielly Nascimento. **Análise da estrutura de capital em empresas brasileiras com diferentes níveis de endividamento: um estudo comparativo entre as teorias pecking order e trade off**. 137 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

IQUIAPAZA, Robert Aldo; AMARAL, Hudson Fernandes; DE ARAÚJO, Marina da Silva Borges. Testando as previsões da Pecking Order Theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 3, p. 157-183, 2008.

KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ, Rubens. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de pesquisas em administração**, v. 2, n. 5, p. 1-8, 1997.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; DAHER, Cecílio Elias. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, p. 177-199, 2008.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton Howard. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, Nashville: American Economic Association, v.48, n.3, Jun.1958.

MYERS, Stewart Clay. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v.39, n.3, Jul.1984.

NAKAMURA, Wilson Toshio; MARTIN, Diogenes Manoel Leiva; FORTE, Denis; CARVALHO FILHO, Antônio Francisco de; COSTA, André Castilho Ferreira da; AMARAL, Alexandre Cintra do. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

NASCIMENTO, Odair Corrêa do. **Estudo das decisões de estrutura de capital corporativo no novo mercado e nos níveis de governança da BM&FBOVESPA à luz das teorias Trade-off e Pecking order**. 103 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília/UFPB/UFRN, Brasília, 2012.

SANTOS, Antonio Carlos dos *et al.* Ofertas Públicas de aquisições de ações de companhias abertas (OPA): investigação dos laudos de avaliação. In: **Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – EnANPAD**, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

SILVA, Júlio Cesar G. da; BRITO, Ricardo D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.

TERENCE, Ana Cláudia Fernandes; ESCRIVÃO FILHO, Edmundo. Abordagem quantitativa, qualitativa e a utilização da pesquisa-ação nos estudos organizacionais. **Encontro Nacional de Engenharia de Produção**, Fortaleza, v. 26, 2006.

APÊNDICE

A. Apresentação dos dados

Empresa Avaliada	Avaliadora	CT Laudo	Modelo	Base de Cálculo	CT Economática
AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A.	Banco Pactual S.A.	31%	Estrutura Histórica	dez-04	184%
AGF Brasil Seguros S.A.	Banco Santander Brasil S.A.	0%	Estrutura Histórica	set-04	0%
Companhia de Bebidas das Américas - AmBev	Banco Itaú BBA S.A.	25%	Estrutura Alvo	dez-05	27%
Cia Fluminense de Refrigerantes	Fator S.A. Corretora de Valores	2%	Estrutura Histórica	mar-05	6%
C.M.A Participações S.A.	Boucintas & Campos + Soteconti Auditores S/S	58%	Estrutura Histórica	abr-15	0%
Companhia de Tecidos Santanense S.A.	Banco Pactual S.A.	23%	Estrutura Histórica	mar-04	66%
Companhia Siderúrgica Paulista	Banco Itaú BBA S.A.	30%	Estrutura Histórica	jun-04	74%
Dana-Albarus S.A. Indústria e Comércio	HSBC Bank Brasil S.A	37%	Estrutura Histórica	dez-04	2%
Ecisa - Engenharia, Comércio e Indústria S/A	Banco Modal S.A.	50%	Estrutura Alvo	dez-05	27%

Empresa Avaliada	Avaliadora	CT Laudo	Modelo	Base de Cálculo	CT Economática
Seara Alimentos S.A.	Banco Pactual S.A.	41%	Estrutura Alvo	dez-05	45%
Technos Relógios S.A.	Planner Corretora de Valores S.A.	0%	Estrutura Histórica	nov-04	1%
Aços Villares S.A.	Banco Itaú BBA S.A.	25%	Estrutura Alvo	dez-06	67%
Banco do Estado do Ceará S.A.	Consórcio Deloitte, Trevisan, Souza Campos, Zalcberg.	87%	Estrutura Histórica	dez-04	0%
Embratel Participações S.A.	ABN AMRO REAL S.A.	32%	Estrutura Histórica	mar-06	18%
Fertibrás S.A.	Brasilpar Serviços Financeiros Ltda.	20%	Estrutura Histórica	jun-06	45%
Manasa Madeireira Nacional S.A.	AQM Análise Qualitativa de Mercado Ltda.	57%	Estrutura Histórica	dez-05	118%
Plascar Participações Industriais S.A.	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda.	28%	Estrutura Histórica	dez-06	15%
Arcelor Brasil S.A.	Goldman Sachs International	30%	Estrutura Histórica	jun-06	21%
Companhia Brasileira de Cartuchos	Nexia Auditores e Consultores	20%	Estrutura Histórica	mar-07	31%
Trafo Equipamentos Elétricos S.A.	Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda.	39%	Estrutura Histórica	dez-06	51%
Distribuidora de Produtos de Petróleo	Deutsche Bank	35%	Estrutura Alvo	dez-07	4%

Empresa Avaliada	Avaliadora	CT Laudo	Modelo	Base de Cálculo	CT Economática
Ipiranga S.A.					
Santista Têxtil S.A.	Banco J.P. Morgan S.A.	36%	Estrutura Histórica	dez-06	35%
Magnesita S.A.	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda.	14%	Estrutura Histórica	jun-07	16%
Arcelormittal Inox Brasil S.A.	Gold Sachs International	30%	Estrutura Histórica	set-07	8%
Suzano Petroquímica S.A.	Banco ABN AMRO Real S.A.	36%	Estrutura Alvo	dez-08	87%
Telemig Celular Participações S.A.	Goldman Sachs	35%	Estrutura Alvo	dez-08	12%
Telemig Celular S.A.	Goldman Sachs	35%	Estrutura Alvo	dez-08	18%
Petroflex Indústria e Comércio S.A.	Banco JP Morgan S/A	30%	Estrutura Alvo	dez-08	24%
Petroquímica União S.A.	Banco ABN AMRO Real S.A.	36%	Estrutura Histórica	set-07	45%
Companhia Iguaçu de Café Solúvel	Lagoa Projetos e Consultoria Financeira Ltda.	50%	Estrutura Histórica	jun-08	50%
S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	Banco Bradesco BBI S/A	30%	Estrutura Alvo	dez-08	65%
Companhia Leco de Produtos Alimentícios	Banco Bradesco BBI S/A	30%	Estrutura Histórica	set-08	17%
Excelsior Alimentos S.A.	Banco Rabobank	66%	Estrutura Histórica	mar-08	46%

Empresa Avaliada	Avaliadora	CT Laudo	Modelo	Base de Cálculo	CT Economática
	International S.A				
Companhia de Seguros Minas Brasil	Deloitte Consultores	10%	Estrutura Histórica	set-08	0%
Brasil Telecom Participações S.A.	Banco de Investimentos Credit Suisse S.A.	18%	Estrutura Alvo	dez-09	48%
Abyara Planejamento Imobiliário S/A	Banco Bradesco BBI S/A	46%	Estrutura Histórica	dez-08	69%
Aracruz Celulose S/A	Banco Santander S.A.	51%	Estrutura Histórica	mar-09	91%
Parmalat Brasil S.A Indústria de Alimentos	MS Cardim e Associados	83%	Estrutura Histórica	set-08	83%
Medial Saude S/A	Banco BTG Pactual	0%	Estrutura Histórica	dez-09	2%
GVT Holding S/A	BNP Paribas	5%	Estrutura Histórica	set-09	30%
Banrisul S.A. Administradora de Consórcios	BDO	0%	Estrutura Histórica	set-09	0%
Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S/A	Banco de Investimentos Credit Suisse S.A.	8%	Estrutura Histórica	mar-10	37%
Pronor Petroquímica S.A.	Banco Modal S.A.	49%	Estrutura Histórica	mar-10	27%
SEB - Sistema Educacional Brasileiro S.A.	Apsis Consultoria Empresarial Ltda.	53%	Estrutura Histórica	jun-10	2%

Empresa Avaliada	Avaliadora	CT Laudo	Modelo	Base de Cálculo	CT Economática
Vivo Participações S.A.	Banco de Investimentos Credit Suisse S.A.	25%	Estrutura Histórica	jun-10	33%
Yara Brasil Fertilizantes	Ernst & Young Terco	2%	Estrutura Histórica	mar-11	2%
Vale Fertilizantes S.A.	Deutsche Bank	40%	Estrutura Alvo	dez-11	7%
Universe Online S.A.	Banco Bradesco BBI S/A	20%	Estrutura Histórica	jun-11	21%
ALL - América Latina Logística Malha Norte S.A.	Banco J Safra S.A.	40%	Estrutura Alvo	dez-12	61%
Ampla Investimentos e Serviços S/A	Price Waterhouse Cooper	50%	Estrutura Histórica	jun-11	82%
Ampla Energia e Serviços S.A.	Price Waterhouse Cooper	50%	Estrutura Histórica	jun-11	42%
Marisol S.A.	Banco Bradesco BBI	11%	Estrutura Histórica	set-11	19%
Confab Industrial S.A.	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda.	25%	Estrutura Alvo	dez-12	32%
Vigor Alimentos S.A.	Banco Bradesco BBI	2%	Estrutura Histórica	dez-11	19%
Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário S.A.	Banco Santander S.A.	46%	Estrutura Histórica	dez-11	64%
Rimet Empreendimentos Industriais e Comerciais	IGAF Worldwide Brasil Auditores e	30%	Estrutura Alvo	dez-12	0%

Empresa Avaliada	Avaliadora	CT Laudo	Modelo	Base de Cálculo	CT Economática
S.A.	Consultores				
Tele Norte Celular Participações S.A.	N M Rothschild & Sons	25%	Estrutura Alvo	dez-12	8%
NET Serviços de Comunicação S.A.	Banco BTG Pactual	25%	Estrutura Alvo	dez-13	32%
Redentor Energia S/A	Banco Itaú BBA	56%	Estrutura Histórica	mar-12	0%
Rasip Agro Pastoril S.A.	Price Waterhouse Cooper	43%	Estrutura Histórica	dez-12	56%
Amil Participações S/A	Goldman Sachs do Brasil	0%	Estrutura Alvo	dez-13	58%
Vigor Alimentos S.A.	Banco Bradesco BBI	11%	Estrutura Alvo	dez-13	48%
Autometal S/A	Banco Santander S.A.	25%	Estrutura Histórica	mar-14	51%
M&G Poliéster S.A.	Banco Fator S.A.	38%	Estrutura Histórica	mar-14	62%

FONTE: Própria.