

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO
ESCOLA DE NEGÓCIOS**

JOSÉ ANÍZIO ROCHA DE ARAÚJO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: ANÁLISE DA DISCREPÂNCIA ENTRE O VALOR
DO LAUDO DE AVALIAÇÃO E O VALOR DE MERCADO NO BRASIL**

CURITIBA

2015

JOSÉ ANÍZIO ROCHA DE ARAÚJO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: ANÁLISE DA DISCREPÂNCIA ENTRE O VALOR
DO LAUDO DE AVALIAÇÃO E O VALOR DE MERCADO NO BRASIL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração. Área de concentração: Administração Estratégica, da Escola de Negócios, da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Alceu Souza.

Coorientador: Prof. Dr. Ademir Clemente.

CURITIBA

2015

Dados da Catalogação na Publicação
Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR
Biblioteca Central

A663a 2015	<p>Araújo, José Anízio Rocha de</p> <p>Avaliação de empresas: análise da discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado no Brasil / José Anízio Rocha de Araújo; orientador, Alceu Souza; coorientador, Ademir Clemente. -- 2015 147 f. : il. ; 30 cm</p> <p>Tese (doutorado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2015. Bibliografia: f. 142-147</p> <p>1. Administração de empresas - Avaliação. 2. Mercado de capitais. 3. Ações (Finanças). 4. Liquidez (Economia). 5. Desenvolvimento econômico. I. Souza, Alceu, 1950-. II. Clemente, Ademir, 1950-. III. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Administração. IV. Título.</p> <p>CDD 20. ed. – 658.04</p>
---------------	---

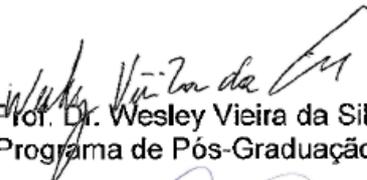
TERMO DE APROVAÇÃO

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: ANÁLISE DA DISCREPÂNCIA ENTRE O VALOR DO LAUDO DE AVALIAÇÃO E O VALOR DE MERCADO NO BRASIL

Por

JOSÉ ANÍZIO ROCHA DE ARAÚJO

Tese aprovada como requisito parcial para obtenção do Título de Doutor no Programa de Pós-Graduação em Administração, Área de Concentração em Administração Estratégica, da Escola de Negócios da Pontifícia Universidade Católica do Paraná.



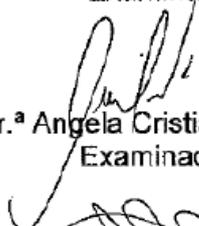
Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração



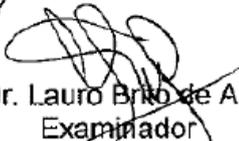
Prof. Dr. Alceu Souza
Orientador



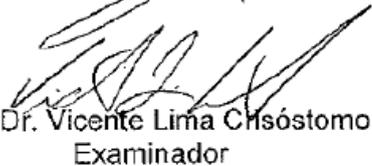
Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva
Examinador



Prof.ª Dr.ª Angela Cristiane Santos Póvoa
Examinadora



Prof. Dr. Lauro Brito de Almeida
Examinador



Prof. Dr. Vicente Lima Chisóstomo
Examinador

*Dedico esta Tese à minha esposa Rachel
e aos nossos dois filhos, Gabriel e Sophia.
Minha inesgotável fonte de energia e inspiração.*

AGRADECIMENTOS

Um doutorado requer dedicação, tempo, determinação, disciplina, perseverança e conhecimento técnico específico, que sem a interferência de algumas pessoas com certeza não seria concretizado. Desse modo quero de já pedir desculpas a alguém que por ventura participou desse processo e eu tenha esquecido de citar em meus agradecimentos.

Ao longo desses três anos e três meses em que me dediquei ao curso de doutorado em administração da PUCPR, praticamente não vi os meus filhos crescerem e não participei de suas vidas da forma que gostaria. O que me leva a agradecer inicialmente a Deus por estar sempre ao meu lado e por ter colocado em meu caminho uma jovem maravilhosa chamada Rachel, com quem casei e me presenteou com as duas pessoas mais maravilhosas que conheço, o Gabriel e a Sophia, nossos amados filhos. Agradeço a esses três por terem dividido comigo todas as tensões, estresses, mau humor, chatice, ... Agradeço a Rachel, ao Gabriel e a Sophia, pelo apoio incondicional e irrestrito, pelo amor, pela compreensão e pelo carinho, que me alimentaram e deram força para seguir em frente.

Um agradecimento muito especial aos meus pais Anízio Araújo e Marta Araújo pelo apoio, pelo incentivo e por estarem sempre por perto, amo vocês, muito obrigado! Um agradecimento especial para minha querida tia irmã de meu pai professora Maria Zélia de Araújo pelo apoio, incentivo e pela alegria externada entusiasmadamente em cada conquista que alcancei. Agradeço também a todos os familiares pela torcida e pelos fluidos positivos a mim externados.

Ao meu irmão de criação companheiro e amigo de todas as horas Dr. Daniel Meireles Rocha, deixo registrado o meu agradecimento pelo seu apoio e incentivo nessa jornada.

Quero iniciar meus agradecimentos aos professores pelo meu querido amigo e orientador Prof. Dr. Alceu Souza que esteve sempre ao meu lado me conduzindo pacientemente ao longo desse período. Suas valiosas contribuições, a minudente revisão que sempre dispensou aos meus textos, sem dúvida alguma fizeram toda a diferença para a qualidade do resultado final. Agradeço ao prof. Alceu por ter sido perseverante e por ter exercitado por muitas vezes sua tolerância comigo. Agradeço também ao Prof. Dr. Ademir Clemente, meu coorientador, pelos valiosos ensinamentos compartilhados.

Agradeço ao Prof. Dr. Moises Ferreira da Cunha pela motivação e incentivo a escolha do tema avaliação de empresas.

Agradeço a todos os professores que direta ou indiretamente se empenharam para a realização desse DINTER da PUCPR com a UFERSA e UERN. Um agradecimento especial

aos colegas Prof. Álvaro Fabiano Pereira de Macedo e Prof.^a Dr.^a Liana Holanda Nepomuceno Nobre, ao diretor do programa Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva, a nossa querida coordenadora local Prof.^a Dr.^a Elisabete Stradiotto Siqueira e ao Prof. Dr. José de Arimatea de Matos reitor da UFERSA.

Agradeço o apoio, a presteza e incentivo dos queridos amigos e colegas Professores (as) Dr.^a Agostinha Mafalda e Alexandre Oliveira. A disponibilidade para compartilhar eventuais dúvidas econométricas do amigo Ilton Gurgel Soares, Ph.D *.Students da Columbia University.*

Um agradecimento especial aos colegas de doutorado e amigos Antônio Erivando Xavier Junior, Francisco Carlos Carvalho de Melo e José Sueldo Câmara Ferreira, que conviveram comigo o período em Curitiba-PR. Ocasão em que retomamos a nossa condição exclusiva de estudantes e compartilhamos uma casa, ficando todos distantes de suas esposas e filhos.

Por fim e de uma forma muito especial, quero registrar o meu mais sincero agradecimento ao dileto amigo Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo, pesquisador dos temas estrutura de propriedade e avaliação de empresas e professor da UFC. Meu amigo, saiba que para mim foi um verdadeiro privilégio ter aprendido tanto com você. Muito obrigado!

*"É que tem mais chão nos meus olhos
do que cansaço nas minhas pernas,
mais esperança nos meus passos
do que tristeza nos meus ombros,
mais estrada no meu coração
do que medo na minha cabeça"*

Cora Coralina

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo verificar o impacto da concentração de propriedade em posse dos maiores acionistas; da propriedade em posse dos gestores da companhia; do tamanho da empresa; do custo de elaboração do laudo de avaliação; da finalidade da oferta pública de aquisição de ações; da liquidez das ações da companhia e do método de avaliação da empresa, para explicar a diferença entre o valor da empresa divulgado no laudo de avaliação e o seu respectivo valor de mercado. O estudo compreende as empresas brasileiras de capital aberto que utilizaram um laudo de avaliação para realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários, durante o período de 2002 a 2012. Trata-se de uma pesquisa descritiva/explicativa com modelagem matemática/estatística sobre uma base de dados já existentes como estratégia de abordagem do problema. Utilizando uma abordagem quantitativa que tem início com a análise e sistematização dos dados, seguido da comparação de médias, análise de correlação e regressão linear múltipla, permitindo testar estatisticamente seis hipóteses que foram propostas para perceber e identificar a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado das companhias. Os resultados indicam evidência de que os grandes acionistas estão interferindo no valor do laudo de avaliação por interesse próprio. Por outro lado, há uma tendência dos gestores das companhias detentores de ações com direito a voto de não interferir no resultado do laudo de avaliação de suas empresas. Laudos de avaliação de empresas com a finalidade de alienação de controle apresentam uma tendência a uma sobreavaliação do valor da empresa em relação ao seu valor de mercado. Empresas de maior tamanho mostraram uma tendência a ser avaliada por um valor acima do valor de mercado. Os resultados confirmam que empresas com um maior custo de elaboração do laudo de avaliação geralmente são avaliadas acima do valor de mercado. Outro importante resultado obtido revela que uma empresa com maior liquidez no mercado de ações está mais propensa a ser avaliada acima do valor de mercado.

Palavras-chave: Avaliação de empresas. Laudo de avaliação da empresa. Valor de mercado da empresa. Estrutura de propriedade.

ABSTRACT

This study aims to determine the impact of concentration of ownership held by dominant shareholders, property held by company's managers, the size of the company, the cost of the appraisal report, the purpose of the public offering of shares, the liquidity of the company's shares and the company's valuation method to explain the difference between the company's value estimated in the appraisal report and its market value. The study includes Brazilian public companies that used an appraisal report for realization of Share Acquisition Public Offering regulated by the *Comissão de Valores Mobiliários* in the period 2002-2012. It is a descriptive/explanatory with mathematical modeling/statistics on the basis of existing data as approach strategy of the problem. Using a quantitative approach that begins with the analysis and systematization of data, followed by the comparison of means, correlation analysis and multiple linear regressions, allowing the test of six hypotheses proposed to understand and identify the discrepancy between the value of the report and the market value of companies. The results contain evidence that large shareholders are interfering in the value estimated in appraisal report, probably by self-interest. On the other hand, the findings signal that insider ownership does not interfere in the outcome of the appraisal report. Appraisal reports of companies with purpose of alienation of control have a trend to an above evaluation of the company's value in relation to its market value. Larger companies tend to be evaluated above its market value. The results also signal higher cost for preparation of the appraisal report is related to above market value valuation. Another important result obtained shows that a company with greater liquidity in the stock market is more likely to be valued above market value.

Keywords: Company Valuation. Appraisal report of company. Company's market value. Ownership structure.

RESUMEN

Este estudio tiene como objetivo determinar el impacto de la concentración de la propiedad en manos de los accionistas principales; la propiedad en manos de los administradores de la compañía; el tamaño de la empresa; el costo de desarrollo del informe de evaluación; el propósito de la oferta pública de acciones; la liquidez de las acciones de la compañía y el método de valoración de la compañía para explicar la diferencia entre el valor de la compañía publicado en el informe de evaluación y su valor de mercado. El estudio incluye las empresas brasileñas que utilizan un informe de valoración para la realización de Oferta Pública de Adquisición de Acciones de acuerdo con la regulación de la *Comissão de Valores Mobiliários* durante el periodo de 2002 a 2012. Es un estudio descriptivo/explicativo con estimación de modelos sobre la base de los datos existentes como estrategia de abordaje del problema. Con un enfoque cuantitativo que comienza con el análisis y sistematización de datos, seguido de la comparación de medias, análisis de correlación y regresión lineal múltiple, que permite probar estadísticamente seis hipótesis para entender e identificar la discrepancia entre el valor del informe de valoración y el valor de mercado de las empresas. Los resultados contienen evidencia de que los grandes accionistas están interfiriendo en el valor del informe de evaluación, probablemente por interés propio. Por otro lado, hay una tendencia de los gerentes de empresas titulares de acciones con derecho a voto de no interferir en el informe de valoración de los resultados de sus empresas. Los informes de valoración de las empresas con el propósito de control de alienación tienen una tendencia a una sobre valoración en el valor de la empresa con relación a su valor de mercado. Las empresas más grandes mostraron una tendencia a ser evaluadas por un valor superior al valor de mercado. Los resultados confirman que las empresas con un mayor costo de preparación del informe de valoración generalmente son valoradas por encima del valor de mercado. Otro resultado importante obtenido muestra que una empresa con una mayor liquidez en el mercado de valores es más probable que sea valorada por encima del valor de mercado.

Palabras clave: Valoración de Empresas. Informe de valoración de la empresa. Valor de mercado de la empresa. Estructura de Propiedad.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Teoria da Agência vis-à-vis avaliação de empresas (OPA).....	28
Figura 2 - Seleção da amostra.....	65
Figura 3 - Método de abordagem dos dados.....	72
Figura 4 - Ilustração do processo de redução do número de regressões utilizadas	129

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução das modalidades de transações.....	27
Gráfico 2 - OPAs registradas na CVM para o período de 2002 a 2012	78
Gráfico 3 - OPAs Obrigatórias, por evento, para o período de 2002 a 2012	79

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais métodos de avaliação de empresas	31
Quadro 2 - Relato dos peritos financeiros em relação aos métodos de avaliação utilizados nas OPA	59
Quadro 3 - Definição Constitutiva e Operacional da variável que capta a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado	68
Quadro 4 - Definição Constitutiva e Operacional para a concentração de propriedade.....	68
Quadro 5 - Definição Constitutiva e Operacional da variável para o tamanho da empresa.....	69
Quadro 6 - Definição Constitutiva e Operacional para a variável custo do laudo	69
Quadro 7 - Definição Constitutiva e Operacional das variáveis para liquidez das ações	70
Quadro 8 - Definição Constitutiva e Operacional das variáveis <i>dummies</i>	71
Quadro 9 - Resumo metodológico da pesquisa	74
Quadro 10 - Síntese dos resultados para comparação de médias	97
Quadro 11 - Síntese da análise de correlação	101
Quadro 12 - Variáveis utilizadas nas regressões	102
Quadro 13 - Síntese das regressões que captam discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado	130
Quadro 14 - Síntese dos testes de hipóteses	135

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Tipos de transações ocorridas no Brasil no 1º trimestre de 2014.....	26
Tabela 2 - Panorama geral das Ofertas Públicas de Aquisição de Ações.....	67
Tabela 3 - Classificação das OPAs registradas pela CVM no período de 2002 a 2012.....	77
Tabela 4 - Frequência das finalidades de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações	82
Tabela 5 - Análise conjunta dos setores com as finalidades das OPAs.....	83
Tabela 6 - Estatística descritiva para a estrutura de propriedade	85
Tabela 7 - Metodologia de avaliação vis-à-vis o valor justo da empresa.....	86
Tabela 8 - Estatística descritiva dos valores da empresa por diferentes metodologias	87
Tabela 9 - Estatística descritiva dos valores obtidos pelos métodos de avaliação relativizado pelo valor de mercado.....	88
Tabela 10 - Estatística para o ativo total e o custo do laudo de avaliação.....	89
Tabela 11 - Estatística descritiva dos indicadores de liquidez	90
Tabela 12 - Comparação de médias para a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado	91
Tabela 13 - Comparação de médias para a concentração de propriedade	92
Tabela 14 - Comparação de médias para a propriedade em posse da administração	93
Tabela 15 - Comparação de médias para o tamanho da empresa.....	94
Tabela 16 - Comparação de médias para o custo do laudo de avaliação.....	94
Tabela 17 - Comparação de médias para as variáveis relacionadas a liquidez das ações	95
Tabela 18 - Análise de Correlação	98
Tabela 19 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e uma outra variável	105
Tabela 20 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e duas outras variáveis.....	106
Tabela 21 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e uma outra variável.....	107
Tabela 22 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e duas outras variáveis	108
Tabela 23 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e uma outra variável.....	109
Tabela 24 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e duas outras variáveis	110

Tabela 25 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e uma outra variável	111
Tabela 26 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e duas outras variáveis	112
Tabela 27 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle.....	113
Tabela 28 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e duas outras variáveis para o grupo SEM alienação de controle	114
Tabela 29 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle.....	115
Tabela 30 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle.....	116
Tabela 31 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle.....	117
Tabela 32 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e duas outras variáveis para o grupo SEM alienação de controle	118
Tabela 33 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle.....	119
Tabela 34 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e duas outras variáveis para o grupo SEM alienação de controle	120
Tabela 35 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e uma outra variável para o grupo COM alienação de controle.....	121
Tabela 36 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e duas outras variáveis para o grupo COM alienação de controle	122
Tabela 37 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e uma outra variável para o grupo COM alienação de controle.....	123
Tabela 38 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e duas outras variáveis para o grupo COM alienação de controle	124
Tabela 39 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e uma outra variável para o grupo COM alienação de controle.....	125
Tabela 40 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e duas outras variáveis para o grupo COM alienação de controle	126
Tabela 41 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e uma outra variável para o grupo COM alienação de controle.....	127

Tabela 42 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e duas outras variáveis para o grupo COM alienação de controle 128

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

APIMEC	- Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
CAF	- Comitê de Fusão e Aquisições
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DRE	- Demonstração do Resultado do Exercício
EV	- Evento
EVA	- <i>Economic Value Added</i>
FHLMC	- <i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i>
FNMA	- <i>Federal National Mortgage Association</i>
INDX	- Índice do Setor Industrial
IPO	- <i>Initial Public Offering</i>
OPA	- Oferta Pública de Aquisição de Ações
PER	- <i>Price Earnings Ratio</i>
PPP	- Parcerias Público-Privadas
PwC	- <i>PricewaterhouseCoopers</i>
PUCPR	- Pontifícia Universidade Católica do Paraná
STR	- Setor Industrial
TASE	- <i>Tel Aviv Stock Exchange</i>
TM	- Tendência de Mercado
UEC	- <i>Union Européennedes Experts Comptables, Economiques et Financiers</i>
USA	- <i>United States of America</i>
VFCD	- Valor da Empresa pelo Fluxo de Caixa Descontado
VLD	- Valor do Laudo de Avaliação da Empresa
VM	- Valor de Mercado
VMT	- Valor da Empresa pelo Modelo de Múltiplos
VPLA	- Valor da Empresa pelo Patrimônio Líquido por Ação
VPMP	- Valor da Empresa pelo Preço Médio Ponderado

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	19
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	19
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA	20
1.3 A TESE A SER DEFENDIDA.....	23
1.4 OBJETIVOS	23
1.4.1 Objetivo geral.....	23
1.4.2 Objetivos específicos.....	23
1.4.3 Hipóteses da pesquisa.....	24
1.5 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA	24
1.6 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	27
2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	28
2.1 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	29
2.1.1 Métodos de avaliação de empresas que utilizam o Balanço Patrimonial	32
2.1.1.1 Modelo do valor contábil.....	32
2.1.1.2 Modelo do valor contábil ajustado	33
2.1.1.3 Modelo do valor de liquidação	33
2.1.1.4 Modelo do valor substancial.....	35
2.1.2 Métodos de avaliação de empresas que utilizam o resultado econômico	35
2.1.2.1 Modelo do valor dos lucros (<i>Price Earnings Ratio</i>)	36
2.1.2.2 Modelo do valor dos dividendos	36
2.1.2.3 Modelo dos múltiplos de vendas	38
2.1.3 Método do <i>Goodwill</i> de avaliação de empresas	39
2.1.3.1 Modelo clássico de <i>Goodwill</i>	39
2.1.3.2 Modelo simplificado da União Europeia.....	40
2.1.4 Método de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado	40
2.1.4.1 Modelo do fluxo de caixa livre.....	40
2.1.4.2 Fluxo de caixa livre do acionista	41
2.1.4.3 Valor presente ajustado	42
2.1.5 Método de avaliação de empresas com a criação de valor.....	43
2.1.5.1 <i>Economic Value Added - EVA®</i>	43
2.1.6 Método das Opções Reais para avaliação de empresas.....	44
2.1.6.1 Modelo de Black e Scholes	45

3 VALOR DE LAUDO E VALOR DE MERCADO: FATORES DETERMINANTES	47
3.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	47
3.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE.....	48
3.2.1 Estrutura de propriedade e o valor da empresa.....	49
3.2.2 Acionistas majoritários versus acionistas minoritários.....	50
3.3 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E AVALIAÇÃO DE EMPRESA.....	52
3.4 LAUDO DE AVALIAÇÃO DISPONIBILIZADO PELA CVM.....	54
3.4.1 Razões para a distorção no valor dos laudos.....	55
3.4.2 Aspectos legais relacionados.....	62
4 METODOLOGIA.....	63
4.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA.....	63
4.2 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	64
4.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	65
4.4 DEFINIÇÃO CONSTITUTIVA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS.....	67
4.5 TRATAMENTO DOS DADOS.....	71
4.6 QUADRO RESUMO METODOLÓGICO.....	73
5 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	76
5.1 CARACTERIZAÇÃO DOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	76
5.2 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA.....	82
5.3 ANÁLISE DOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO COM O USO DE VARIÁVEIS CATEGÓRICAS.....	90
5.4 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DOS FATORES RELACIONADOS A DISCREPÂNCIA ENTRE O VALOR DO LAUDO E O VALOR DE MERCADO.....	97
5.5 ANÁLISE DOS FATORES DETERMINANTES DA DISCREPÂNCIA ENTRE O VALOR DO LAUDO E O VALOR DE MERCADO COM O USO DE REGRESSÕES....	102
5.6 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	132
6 CONCLUSÃO.....	136
REFERÊNCIAS.....	140

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo, apresenta-se o tema avaliação de empresa e destaca-se a sua importância dentro do contexto atual de aquisições, fusões e incorporações para o mercado brasileiro. O desenho do estudo é tratado no problema de pesquisa que motivou este trabalho. Em seguida têm-se a tese a ser defendida, os objetivos do estudo, a sua justificativa e delimitações.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Ao discorrer sobre o papel da empresa e a competência da administração, Penrose (2006) define a empresa como: “[...] uma predisposição psicológica por parte de indivíduos para assumir riscos na expectativa de um ganho e, particularmente, de dedicar esforços e recursos a atividades especulativas”. A busca incessante dos empresários e gestores pela maximização dos lucros e geração de vantagem competitiva sustentável torna a estratégia um processo contínuo de definição dos objetivos e diretrizes de uma organização. Esse processo de busca por diferenciação em mercados competitivos conduz as empresas de capital aberto a realizarem Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) para a sustentação de vantagem competitiva e, conseqüentemente, transição para um novo patamar de rentabilidade.

O crescente aumento nas últimas décadas da popularização do uso de ferramentas para avaliação de empresas no Brasil ocorreu junto com o crescimento econômico do país e o desenvolvimento do mercado de capitais. Serra e Wickert (2014) relatam que anúncios de operações como fusões e aquisições deixaram de ser ocasionais e tornaram-se frequentes nas páginas dos jornais de negócios. O processo de avaliação de empresa ocorre normalmente para atender a uma finalidade específica como: fusão e aquisição, abertura e fechamento de capital (IPO – *Initial Public Offering*), formação de parcerias e *joint-ventures*, liquidação judicial, processos de privatização, concessões e parcerias público-privadas (PPP). Para Elnathan, Gavius e Hauser (2009) avaliação de empresa representa o "estado da arte" em finanças e contabilidade moderna por causa da necessidade de resolver problemas teóricos e empíricos relacionados à análise das demonstrações financeiras, a estimativa do custo de capital e previsão de fluxos de caixa futuros. O processo de avaliação de empresa demanda dois pressupostos em relação ao perito em finanças responsável pelo laudo de avaliação: o conhecimento técnico e o senso comum. O conhecimento técnico deve seguir a orientação da Instrução 361/2002, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regulamenta a utilização de algumas metodologias de avaliação de empresa que devem constar nos laudos de avaliação utilizados

para oferta pública de aquisição de ações. Já o senso comum fica a cargo do perito financeiro que busca chegar a um valor justo para a avaliação das empresas, devendo para isso arbitrar qual o valor ou intervalo de valor que considera mais adequado para a empresa. Há evidências de que a subjetividade atrelada ao processo de avaliação por parte do perito contribui para a distorção do valor da empresa constante no laudo de avaliação e o seu respectivo valor de mercado (ELNATHAN; GAVIOUS; HAUSER, 2009; CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO, 2012). Essa subjetividade pode estar representada por um conjunto de fatores que contribuem com esta distorção.

Damodaran (2007, p. 15) afirma que: “a avaliação não é um exercício objetivo, e qualquer prejulgamento ou viés que um analista traga ao processo afetará o valor”. A subjetividade intrínseca ao analista financeiro, perito responsável pelo laudo de avaliação das empresas, pode levar a distorções ou *gaps* entre os valores dos laudos e os valores de mercado, seja pela limitação de informações, volatilidade dos ativos, interesse de seus acionistas majoritários ou afetado por participações privilegiadas. Cunha (2011) realizou um estudo com os laudos de avaliação de empresas brasileiras disponibilizados pela CVM, em que verificou a aderência ao longo do tempo dos indicadores financeiros, sinalizando uma possível superavaliação dos laudos em relação a sua finalidade de OPA.

Em finanças a premissa básica da teoria da agência ressalta a possibilidade de gestores não estarem alinhados com os interesses dos acionistas e, portanto, suas decisões não seriam necessariamente no sentido de avançar para maximizar o valor da empresa. Há indícios de que a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado também possa ser explicada pela assimetria de informações, por considerar que um dos agentes dispõe de uma informação relevante enquanto o outro, não (ELNATHAN; GAVIOUS; HAUSER, 2009).

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

A literatura tem documentado que os conflitos entre as principais partes interessadas (*stakeholders*) da empresa como proprietários, gestores e credores, considerados pela teoria da agência, parecem ser moderados pela estrutura de propriedade (JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN; RUBACK 1983; SHLEIFER; VISHNY, 1986; 1997; HOLDERNESS; SHEEHAN 1988; GROSSMAN; HART, 1988; BARCLAY; HOLDERNESS, 1989; BURKART; GROMB; PANUNZI, 1997; DYCK; ZINGALES, 2004; CRISÓSTOMO et al. 2014). Em mercados com baixa concentração de propriedade os conflitos entre propriedade e a gestão da empresa é mais acentuado em relação a mercados com alta concentração de propriedade, onde

os conflitos entre os grandes acionistas e os minoritários aparentemente passam a ter maior destaque (CUERVO, 2002; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Em um estudo no mercado israelense Elnathan, Gavius e Hauser (2009), observaram indícios de que o conflito de interesse relacionado aos acionistas com participação privilegiada pode estar presente no processo de avaliação de empresa. A possibilidade do uso indevido dos laudos de avaliação de empresa para atender aos interesses de alguns *stakeholders* foi constatada por Elnathan, Gavius e Hauser (2009), ao encontrarem evidência de que a propriedade interna influencia o valor dos laudos. Roosenboom (2012) observou que as avaliações são mais tendenciosas quando as empresas planejam vender um grande número de ações e que essa diluição é um fator chave de viés nos processos de IPO.

No Brasil o processo de avaliação da empresa para a Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), é regulamentado pela Instrução CVM 361/2002. Nesta ocasião empresas credenciadas à CVM são contratadas para elaborarem um laudo de avaliação. Os laudos de avaliação utilizarão de alguns métodos de avaliação e a cargo do perito financeiro responsável arbitrará um valor, ou intervalo de valor, considerado justo para a empresa. Os laudos de avaliação constituem um procedimento aplicável a quaisquer dos seguintes eventos:

- a) cancelamento de registro, OPA obrigatória para o fechamento da firma para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários;
- b) aumento de participação, OPA obrigatória realizada em consequência do aumento da participação do acionista controlador no capital social da companhia aberta;
- c) alienação de controle de companhia aberta, OPA obrigatória realizada como condição de eficácia de negócio jurídico;
- d) voluntária, é a OPA que visa aquisição de ações de emissão da companhia aberta e que não contempla os requisitos de nenhuma das OPA obrigatórias citadas acima;
- e) OPA para aquisição de controle, aquela em que um ofertante, voluntariamente, com o intuito de adquirir uma companhia com capital pulverizado, realiza uma oferta para aquisição de ações no mercado; e
- f) OPA concorrente, OPA voluntária realizada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada e que tenha por objeto as ações de OPA já apresentada perante a CVM e que estejam em curso.

A Instrução CVM 436/06 complementa a Instrução CVM 361/02 em relação à padronização do escopo dos laudos de avaliação a fim de que suas informações sejam

completas, precisas, atuais, claras e objetivas.

Fernández (2008) apresenta diversos modelos de avaliação para estimar o valor intrínseco da empresa. Vários aspectos relacionados ao processo de avaliação geralmente surgem dentro de um contexto de negociação. Nesse sentido, é importante salientar que uma empresa pode assumir valores díspares ao ser avaliada por técnicas diferentes. Em função disto, a Instrução CVM 361/02 faz exigências ao processo de avaliação ao determinar que um laudo de avaliação deva apresentar no mínimo, e cumulativamente, os seguintes critérios de avaliação: preço médio ponderado da cotação das ações; valor do patrimônio líquido por ação; valor econômico calculado pelo método do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos; e o valor da empresa arbitrado segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante.

O laudo de avaliação da empresa utilizado por ocasião de OPA junto à CVM apresenta um valor ou uma faixa de valores para a empresa que é arbitrada pelo perito responsável ao elaborar o laudo. O valor de mercado da empresa (*enterprise value*) é a medida dada pelo mercado do valor de uma empresa considerando-se o agregado de todas as suas fontes de financiamento. Ou seja, o quanto custaria para comprar o negócio de uma empresa livre de suas dívidas e passivos. O valor de mercado da empresa apresenta algumas fragilidades devido à volatilidade com que o mercado reage às especulações do mundo globalizado.

Dentro de um processo de negociação é importante destacar que ele estará pautado no preço acertado entre as partes. Esse valor de negociação irá depender da sinergia esperada pelo comprador ao realizar o investimento, refletindo diretamente na sua disposição pela aquisição da empresa. Desse modo chega-se a três valores para a empresa em processo de avaliação: o valor da empresa (valor considerado justo, arbitrado pelo perito responsável pelo laudo de avaliação); valor de mercado (capitalização de mercado + dívida + ação preferencial de capital + interesses minoritários – caixa e equivalente de caixa) e o valor de negociação (valor que reflete o preço que foi pago na negociação da empresa).

O tema avaliação de empresa tem mostrado uma série de avanços em busca da consolidação do assunto, entretanto, diante da revisão de literatura realizada não foram encontrados estudos empíricos que o relacione à fatores que possam explicar a distorção do valor da empresa em relação ao seu valor de mercado no Brasil. Seguindo nessa direção a pesquisa irá, sob o arcabouço teórico da teoria da agência, investigar se a estrutura de propriedade é capaz de influenciar nas distorções de valores eventuais entre aqueles constantes no laudo e o respectivo valor de mercado da empresa. Esta argumentação discutida nesta seção é motivada pela busca de resposta para a seguinte pergunta:

Quais fatores contribuem para a discrepância entre o valor da empresa divulgado no laudo de avaliação, disponibilizado à CVM por ocasião de OPA, e o seu valor de mercado?

1.3 A TESE A SER DEFENDIDA

A discrepância entre o valor do laudo de avaliação de empresa, disponibilizado pela CVM por ocasião de OPA, e o valor de mercado da empresa podem ser explicados por fatores do tipo: estrutura de propriedade, tamanho da empresa, custo de elaboração do laudo de avaliação, finalidade do laudo de avaliação, liquidez das ações da companhia e método de avaliação.

1.4 OBJETIVOS

Tendo em vista a possibilidade de contribuir para o avanço do tema avaliação de empresas e a sua relação com a estrutura de propriedade, o presente estudo tem os seguintes objetivos:

1.4.1 Objetivo geral

Verificar o impacto da estrutura de propriedade; do tamanho da empresa; do custo de elaboração do laudo de avaliação; do evento ou finalidade do laudo de avaliação, da liquidez das ações da companhia e do método de avaliação, para explicar a diferença entre o valor de mercado e o valor da avaliação das empresas que constam nos laudos realizados por peritos financeiros para ocasião de OPA junto a CVM.

1.4.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos da pesquisa são:

- I. sistematizar as variáveis disponíveis que estão relacionadas aos laudos de avaliação de empresas disponibilizados pela CVM;
- II. identificar que fatores estão contribuindo para a discrepância entre o valor de mercado e o valor da empresa constante no laudo disponibilizado à CVM, para ocasião de OPA;

- III. analisar estatisticamente quais são os fatores explicativos para as discrepâncias identificadas;
- IV. verificar se a estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto têm alguma relação com a discrepância entre o valor da empresa divulgado no laudo de avaliação e o seu valor de mercado.

1.4.3 Hipóteses da pesquisa

Para contemplar os objetivos da pesquisa, são propostas as seguintes hipóteses relacionadas à discrepância entre o valor da avaliação constante no laudo e o valor da empresa.

H1: A concentração de propriedade interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.

H2: A propriedade em posse de gestores interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.

H3: A realização de laudos tendo a finalidade de alienação de controle está associada a uma sobreavaliação do valor da empresa em relação ao valor de mercado.

H4: O tamanho da empresa interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.

H5: O custo do laudo de avaliação interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.

H6: A liquidez da empresa no mercado interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.

1.5 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA

O presente estudo contribui para o melhor entendimento de uma lacuna existente no processo de avaliação de empresas para a ocasião de OPA no mercado brasileiro. Busca também reforçar a literatura com novos conhecimentos que darão maior segurança ao processo de avaliação de empresas. Tendo como objetivo entender melhor a discrepância entre o valor da empresa constante no laudo de avaliação para OPA e o seu respectivo valor de mercado.

Cunha, Martins e Assaf Neto (2012) encontraram indícios de que existe um viés no valor declarado nos laudos de avaliação de empresas brasileiras, disponibilizados à CVM, em relação às projeções de desempenho econômico-financeiro. Os resultados revelaram que a finalidade

de avaliação voluntária apresentou um desempenho econômico-financeiro superavaliado, enquanto os laudos de avaliação com a finalidade de cancelamento de registro não evidenciaram subavaliação do desempenho.

Ao fazer um estudo para o mercado Israelita Elnathan, Gaviouis e Hauser (2009) identificaram alguns fatores que são responsáveis pela distorção dos valores das empresas constantes nos laudos de avaliação e os seus respectivos valores de mercado. Os autores utilizaram laudos de avaliação de empresas listadas na *Tel Aviv Stock Exchange* (TASE). Dentre os achados da pesquisa Elnathan, Gaviouis e Hauser (2009) observaram que a avaliação de empresas realizadas por peritos financeiros são 29% mais elevados do que os valores de mercado, sendo significativamente afetadas por participações privilegiadas. Os autores destacam também o fato de que as avaliações realizadas por peritos não são imparciais, sendo supostamente inclinada aos acionistas majoritários para manipular o valor das empresas. Observaram também que os investidores de curto prazo respondem com certa cautela a avaliação pericial e no longo prazo, no entanto, o excesso de valorização parece ser seguido por destruição de valor que está relacionado a estrutura de propriedade da empresa.

Diferenças significativas foram constatadas ao confrontar os fluxos de caixa previsto e realizado, indicando um possível viés na utilização do método do fluxo de caixa descontado para o processo de avaliação de empresas (ELNATHAN; GAVIOUIS; HAUSER, 2009; CUNHA, 2011; CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO, 2012). Vale ressaltar que o método do fluxo de caixa descontado é amplamente utilizado no mundo inteiro para o processo de avaliação de empresas, por ser considerado um método robusto. No mercado brasileiro, esse método é preferencialmente utilizado para designar o valor econômico da empresa constante no laudo de avaliação.

O periódico Brasil Econômico em sua edição de 22/01/2014¹, em uma entrevista com Nelson Eizirik, presidente do Comitê de Fusão e Aquisições (CAF), divulgou que tem se tornado frequente as consultas sobre casos concretos de compra do controle de empresas por meio de oferta pública de aquisição das suas ações na Bolsa “*take over*”. O principal motivo do crescente interesse por operações desse tipo é o preço baixo das ações de empresas listadas na bolsa associado à pulverização do controle das empresas. Eizirik ressalta ainda que a bolsa perdeu US\$ 216,3 bilhões em valor de mercado em 2013 e que 21 das 64 empresas que fazem parte da carteira teórica do Ibovespa fecharam o ano de 2013 valendo menos que o seu patrimônio líquido.

¹Disponível em: <http://brasileconomico.ig.com.br/ultimas-noticias/empresas-consultam-casos-de-oferta-publica-de-aquisicao_138416.html>. Acesso em: 17 jun. 2014.

O relatório de Fusões e Aquisições no Brasil² da *PricewaterhouseCoopers* (PwC), disponibilizado em março de 2014, destaca os tipos de transações para o primeiro trimestre de 2014, como visto na Tabela 1, e a evolução das modalidades de transações observadas no primeiro trimestre dos anos de 2002 a 2014, são ilustradas no Gráfico 1. Dentre os tipos de transações ocorridas no primeiro trimestre de 2014, no mercado brasileiro, destacam-se aquelas envolvendo participações majoritárias, com um total de 104 negócios, correspondendo a 54,5% do número total de transações anunciadas para aquisição de participações controladoras.

Tabela 1 - Tipos de transações ocorridas no Brasil no 1º trimestre de 2014

Tipos de transação	Total	%
Aquisições de participação de controle ³	104	54,5%
Compras de participações não controladoras ⁴	75	39,3%
<i>Joint Ventures</i> ⁵	8	4,2%
Fusões ⁶	3	1,6%
Incorporações ⁷	1	0,5%
Cisão ⁸	0	0,0%

Fonte: PwC, 2014.

Nota: Transações divulgadas na imprensa. Não inclui acordos.

O Gráfico 1 apresenta uma série de 2002 a 2014 da evolução das modalidades de transações observadas no primeiro trimestre de cada ano. Os efeitos da crise econômica financeira internacional de 2008 aparecem no Gráfico entre 2008 e 2009, em seguida observa-se que o mercado nacional apresenta um acentuado crescimento para as transações que envolvem aquisição de participações controladoras e compra de participações não controladoras, em detrimento das demais transações.

²Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt_BR/br/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/relatorio-mea-marco-2014.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2014.

³Aquisição de participações controladoras são aquelas em que o comprador obtém, na transação, o controle da empresa, participação majoritária (50% mais uma das ações).

⁴Compra de participações não controladoras, são aquelas em que o controle da empresa não é transferido junto com as ações, tipicamente, são transações menores do que 50% do capital.

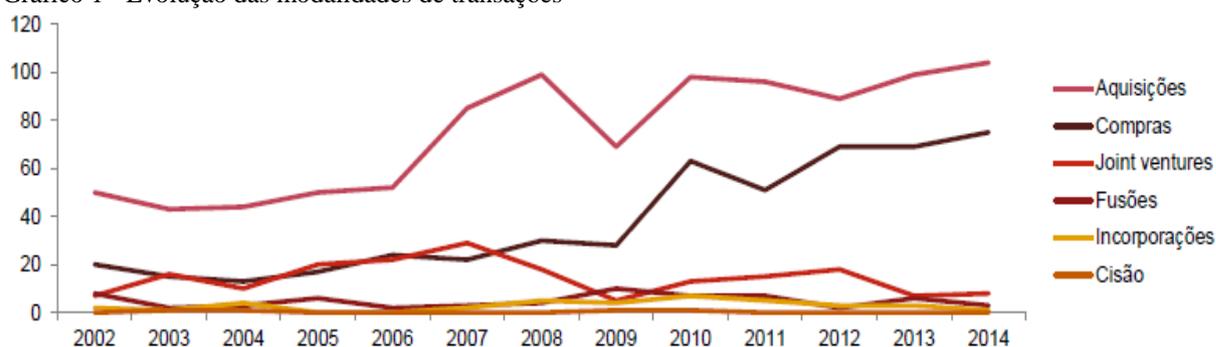
⁵Caracteriza-se por ser um empreendimento de dois ou mais sócios em uma nova empresa, sendo que os sócios continuam a existir com suas operações independentes.

⁶É quando duas empresas juntam suas operações e deixam de existir isoladamente, dando origem a uma terceira nova empresa.

⁷Acontece quando uma empresa absorve as operações de outra, que deixa de existir.

⁸Tipo de transação em que uma empresa é dividida, surgindo daí uma outra empresa. É o caso das empresas que querem separar os negócios em unidades independentes.

Gráfico 1 - Evolução das modalidades de transações



Fonte: PwC, 2014.

Os fatores determinantes da distorção entre o valor do laudo e o valor de mercado, podem sinalizar para o mercado se a avaliação da empresa está ou não inflada, permitindo assim análises mais próximas da realidade e fornecendo mais subsídios basilares para as negociações.

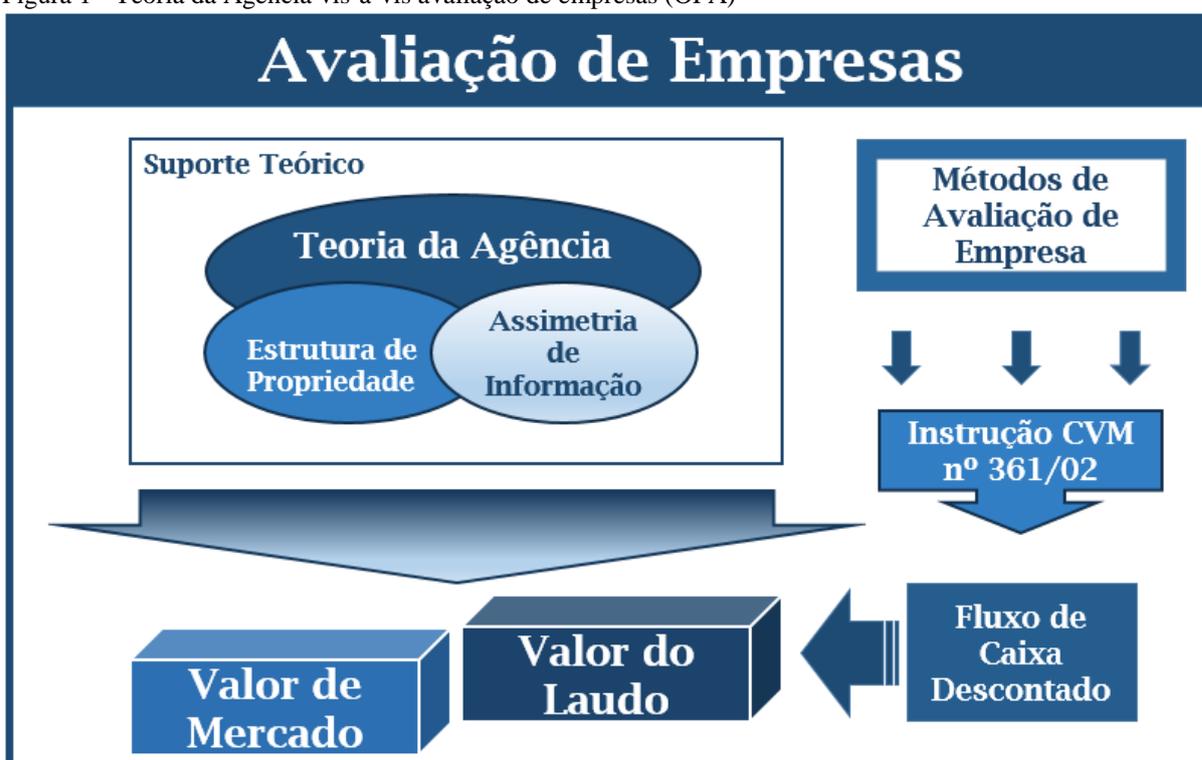
1.6 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

O objeto de estudo dessa pesquisa é o laudo de avaliação de empresa disponibilizado pela CVM para ocasião de OPA. A utilização destes laudos direciona o estudo para empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa foi delimitada também em relação ao método de avaliação, uma vez que nem todos os laudos utilizam a metodologia fluxo de caixa descontado que é bastante difundida e aceita entre os peritos avaliadores como o método de avaliação econômica mais robusto. Para isso foi considerado o fato da grande maioria dos laudos fazerem uso desta metodologia, buscando assim um grupo mais coeso para a análise quantitativa de dados. Por se tratar de uma pesquisa documental com uso de dados secundários extraídos do Economática, a pesquisa abrangerá o período de 2002, ano marcado pela Instrução CVM 361/2002 que regulamenta as OPA, até o ano de 2012, em virtude da disponibilidade dos dados na base Economática.

2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Os capítulos dois e três apresentam a revisão teórico-empírica de literatura que irá sustentar o presente estudo. No capítulo dois são elencados os principais métodos de avaliação de empresa. O capítulo três aborda os pontos teóricos relacionados às hipóteses da pesquisa, fundamentados na teoria da agência, estrutura de propriedade, assimetria de informação e um tópico especial sobre os laudos de avaliação. A Figura 1 apresenta o arcabouço teórico utilizado.

Figura 1 - Teoria da Agência vis-à-vis avaliação de empresas (OPA)



Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

O tema avaliação de empresas é apresentado no diagrama da Figura 1, com a abordagem teórica realizada que trata dos conflitos de agência entre as partes interessadas: acionistas, administradores e credores. No panorama da avaliação de empresas, esses conflitos são moderados pela assimetria de informação e pela estrutura de propriedade. Por outro lado, têm-se as mais diversas metodologias de avaliação de empresas, que são delimitadas pela Instrução CVM 361/2002. Isto ocorre pelo fato do objeto de estudo ser os laudos de avaliação de empresas utilizados para OPA. A Figura 1 ilustra também a importância atribuída à metodologia do fluxo de caixa descontado que está presente na grande maioria dos laudos sendo por vezes utilizada nos laudos como valor justo para a empresa. Esse valor justo que deveria estar presente no laudo de avaliação, não coincide com o valor de mercado, gerando assim uma discrepância entre eles.

O suporte teórico dado pela Teoria da Agência, Estrutura de Propriedade e Assimetria de Informação, presentes tanto no valor de mercado como no valor do laudo de avaliação das empresas, também apontam para esta discrepância.

2.1 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

O processo de avaliação de uma empresa é uma tarefa complexa, dinâmica e subjetiva. A complexidade do processo está na aplicação das diversas técnicas possíveis que estão disponíveis ao avaliador. É dinâmica em razão da velocidade com que as empresas, principalmente as de capital aberto, respondem aos estímulos do mercado tornando-se vulneráveis as especulações e impondo certo ritmo ao determinar o valor da empresa. Não obstante, a neutralidade do avaliador durante a etapa de avaliação faz-se necessária para que se possa chegar a um valor mais próximo da realidade.

Fernández (2008) relata que quase todos os erros decorrentes da avaliação de uma empresa ocorrem por falta de conhecimentos técnicos e pela falta de consenso, ao não responder adequadamente às seguintes perguntas: O que está sendo feito? Por que você está fazendo a avaliação? Para quê e para quem você está fazendo a avaliação?

Isso se deve ao fato de que geralmente a avaliação de uma empresa é realizada para atender a um evento específico, seja: fusão e aquisição; cancelamento de registro; disponibilizar seu valor no mercado; relação com investidores; privatizações, etc. A utilização das técnicas de avaliação de empresas para calcular o preço justo de suas ações, estando fora de evento, são em geral práticas pouco adotadas dada a complexidade do processo e o seu elevado custo. A prática da avaliação de empresa ocorre tipicamente quando ela está envolvida em algum tipo de negociação ou disputa judicial, sendo geralmente realizada através dos serviços dos grandes bancos de investimento, empresas de capital de risco especializadas em fusões e aquisições ou consultorias. Elnathan, Gavius, Hauser (2010) relatam sobre outro tipo de avaliação que é comissionada pelas partes interessadas, compradores ou vendedores, que ocorrem em transações fora de bolsa, como, por exemplo, as fusões e aquisições. Contudo, ela também pode ser usada para: conhecer as estratégias da empresa, verificar se o desempenho econômico-financeiro esperado está sendo realizado, apurar o risco do negócio da empresa, buscar a maximização dos lucros e da riqueza dos acionistas por meio da disseminação dos programas e das estratégias de gestão baseada em valor.

A Instrução CVM 361/02 determina que o custo do laudo de avaliação para OPA é de divulgação obrigatória e resguarda a possibilidade de que acionistas minoritários que

representem no mínimo 10% das ações em circulação no mercado podem solicitar uma nova avaliação. Resguardando assim o direito desses acionistas em um possível conflito de interesses no processo de avaliação. Izecksohn Neto (2008) ressalta a importância de se averiguar o custo padrão de um laudo de avaliação e constatou que o custo médio dos laudos para uma amostra com 83 das 109 OPA ocorridas entre 2002 e 2007, foi de R\$314.000,00; com valor mínimo e máximo variando de R\$6.000,00 a R\$8.604.000,00, respectivamente.

Um problema na avaliação de empresas é a questão da assimetria de informações, ou seja, desigualdade de informações entre as partes envolvidas (MARTINS, 2001). Vários modelos de avaliação de empresas podem ser usados, em conjunto ou isoladamente, no entanto, nenhum método isolado pode ser considerado o mais adequado, de modo inquestionável ou exato (PEREZ; FAMÁ, 2003; ASSAF NETO, 2003). A aplicação utilizada dos modelos dependem de uma série de considerações em relação à percepção de risco, mercado, crescimento, estabilidade da empresa e capacidade gerencial, que respaldem os resultados esperados (LOPES; COSTA JR.; SAURIN, 2013).

Assaf Neto (2003) relata que não existe uma metodologia única que possa ser adotada para todas as empresas e seja capaz de gerar resultados inquestionáveis. A literatura recomenda em geral que a avaliação da empresa utilize dois ou três métodos, escolhidos de acordo com o tipo de evento a ser realizado pela empresa ajustando-se as condições e aos objetivos da avaliação (DAMODARAN, 2007; ASSAF NETO, 2014; SERRA; WICKERT, 2014; MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Para estes autores nenhuma técnica de avaliação de empresas fornece um valor preciso e único, sendo mais adequado obter-se um intervalo ancorado em mais de uma metodologia para definir o valor da empresa.

Martelanc, Pasin, Pereira (2010) relatam sobre uma pesquisa realizada pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) em 2001, em que 60% dos avaliadores utilizam preferencialmente duas abordagens para avaliação de empresas: o método do Fluxo de Caixa Descontado (88%) e o método dos Múltiplos (82%). Imam, Chan, Shah (2013) conduziram uma análise de conteúdo abrangente com relatórios de pesquisa de ações para a maioria das empresas listadas no índice *Dow Jones Euro Stoxx 50* e também observaram que os dois modelos de avaliação de empresas mais utilizados são o modelo de múltiplos e o modelo baseado em fluxo de caixa descontado, por melhorar o erro de previsão. As duas metodologias de avaliação, fluxo de caixa descontado e método de múltiplos, são classificadas como avaliação econômica pela Instrução CVM 361/2002 e não aparecem simultaneamente com frequência nos laudos de avaliação.

A abordagem adotada para as técnicas da avaliação de empresas foi adaptada de

Fernández (2008), sendo dividida em seis grupos denominados de métodos, pelo seu aspecto objetivo e por ser descrito em termos de certo ou errado. Cada método é constituído por modelos que têm um carácter relativo e pode ser descrito como resultado das circunstâncias do momento. Os principais métodos de avaliação de empresas são apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 - Principais métodos de avaliação de empresas

MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS					
BALANÇO PATRIMONIAL	RESULTADO ECONÔMICO	GOODWILL	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	CRIAÇÃO DE VALOR	OPÇÕES REAIS
Modelo do Valor Contábil	Modelo de Valor dos Lucros (<i>Price Earnings Ratio</i>)	Modelo Clássico de <i>goodwill</i>	Modelo do Fluxo de Caixa Livre	<i>Economic Value Added - EVA®</i>	Modelo de Black e Scholes
Modelo do Valor Contábil Ajustado	Modelo de Valor dos Dividendos		Fluxo de Caixa Livre do Acionista		
Modelo do Valor de Liquidação	Modelo de Múltiplos de Venda	Modelo Simplificado da União Europeia	Valor Presente Ajustado		
Modelo do Valor Substancial					

Fonte: adaptado de FERNÁNDEZ, 2008.

O Quadro 1, adaptado de Fernández (2008), reúne os principais métodos de avaliação de empresas, utilizados para diferentes fins. O método do Balanço Patrimonial compreende modelos para mensurar o valor da empresa de forma simples, rápida e com baixo custo. O método do Resultado Econômico mensura o valor da empresa com base nos lucros, vendas ou outro indicador. Este método tem por base o "*price earnings ratio*", considerando o preço da ação como um múltiplo de lucro. O método do *Goodwill* é baseado nos ativos intangíveis da empresa, indo além dos valores contábeis. O método do Fluxo de Caixa Descontado, amplamente utilizado para avaliar a empresa com expectativa de continuidade leva em conta o mercado em que a empresa está inserida, realizando uma análise econômica e uma projeção de receitas futuras. O método da Criação de Valor foi desenvolvido com o objetivo de captar o valor gerado para o acionista permitindo a mensuração do desempenho financeiro da companhia. Por fim, o método de Opções Reais que se caracteriza por ser dinâmico, considerando a importância das opções de escolha e o risco associado às suas aquisições.

2.1.1 Métodos de avaliação de empresas que utilizam o Balanço Patrimonial

O valor da empresa é determinado pela estimativa do valor de seus ativos, considerando basicamente o seu balanço patrimonial. Trata-se de um método que fornece um resultado estático por não considerar a empresa em funcionamento. Para Lopes, Costa Jr. e Saurin (2013) esse método tem o mérito de permitir uma comparação com o valor mínimo encontrado ao utilizar um dos métodos de avaliação econômica.

As principais limitações para o uso desse método decorrem do uso das demonstrações contábeis que não possuem relação com o valor de mercado da empresa. Desse modo não consideram outros fatores que afetam o valor da empresa, tais como: o seu posicionamento no mercado de atuação, os problemas organizacionais, os recursos humanos e outros que não aparecem nas demonstrações contábeis (MÜLLER, 2003). Outro aspecto que limita esse método é que os critérios utilizados pela contabilidade registram as operações pelos valores originais, com ênfase somente nos custos de aquisição ou de formação de um ativo ou para o valor de um passivo (ECKERT et al., 2011).

Contudo, compartilhando do pensamento de Assaf Neto (2003) para a estrutura básica da contabilidade, o valor da empresa é medido pela soma dos custos dos ativos obtido pelos valores históricos despendidos em sua aquisição, não percebendo a sinergia gerada pelo processo.

2.1.1.1 Modelo do valor contábil

A avaliação é realizada a partir da soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais. Martins (2001) recomenda que o seu uso deve ser restrito, podendo ser utilizado por empresas cujo ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *goodwill* significativo. Assaf Neto (2012) ressalta que uma importante restrição ao uso desse modelo decorre de a avaliação ser baseada em valores passados (*ex post facto*), desconsiderando as expectativas futuras de resultados.

A subjetividade na adoção de critérios no processo de análise e de seus objetivos é evidenciada pela diferença entre o valor contábil e o valor de mercado da empresa.

2.1.1.2 Modelo do valor contábil ajustado

O valor da empresa é dado pela avaliação de um conjunto de bens que integram o ativo e na atualização do conjunto de obrigações da empresa. Sendo determinado pela soma algébrica dos valores atualizados dos bens, direitos e obrigações, ou seja, a apuração do patrimônio líquido atualizado. Esse modelo difere do modelo do valor contábil ao tentar corrigir a sua deficiência, atualizando os valores contábeis para o valor de mercado. O novo valor do patrimônio líquido do negócio em avaliação será dado por um laudo técnico dos bens patrimoniais, mais os ajustes de outras contas do balanço (LOPES; COSTA JR.; SAURIN, 2013).

Assaf Neto (2003) relata que os padrões contábeis são questionados principalmente pela ausência de maior adaptação de seus procedimentos tradicionais de registro a uma nova realidade de negócios. Para esse autor a postura mais conservadora se contrapõe às fortes mudanças econômicas ocorridas nas últimas décadas deixando de atender as reais necessidades de executivos e investidores.

2.1.1.3 Modelo do valor de liquidação

O valor de liquidação é aquele atribuído ao empreendimento caso ele fosse liquidado, encerrando suas atividades, com a venda de todos os seus ativos e o pagamento de todas as suas obrigações. Podendo ser definido como o montante que cada acionista comum espera receber após a venda dos ativos tangíveis da empresa seguida da liquidação dos compromissos com os credores. O valor de liquidação pode ser entendido como o preço mínimo que uma empresa pode ser negociada, considerando-se o fato de que não faz sentido vender uma empresa por um preço inferior ao de liquidação de seus ativos. Damodaran (2007) complementa que em algumas avaliações podemos supor que a empresa cessará suas operações em um momento futuro e venderá os ativos acumulados às ofertas mais altas.

A técnica de avaliação pelo valor de liquidação não considera o potencial futuro de geração de caixa operacional dos ativos, o que pressupõe o encerramento (descontinuidade) das atividades da empresa. Sendo utilizado na avaliação de empresas que se encontram em uma situação mercadológica e financeira desfavorável, mas possuem ativos a serem considerados. Martelanc, Pasin e Pereira (2010) consideram o uso dessa abordagem adequado nos seguintes casos:

1. quando a empresa espera interromper suas atividades e não tem expectativas de venda de seus negócios, seja devido à situação da empresa ou pela falta de interessados em sua aquisição;
2. na avaliação de empresas com o desempenho econômico muito ruim, empresas que em geral apresentam o seu patrimônio líquido negativo, pois desse modo a liquidação poderá ser mais vantajosa para os acionistas que a manutenção das operações;
3. para avaliar ativos não operacionais, quando uma unidade de negócio inserida no processo de avaliação da empresa é desinteressante para o comprador, ele poderá avaliá-la pelo seu valor de mercado e vendê-la posteriormente;
4. quando mercadorias ou os ativos da empresa perderam sua utilidade normal, seja por obsolescência, inadequação técnica/produziva, ou outro fator vinculado;
5. quando o vendedor está interessado em vender os seus ativos e não o seu negócio.

Damodaran (2007) apresenta duas formas de se estimar o valor de liquidação: uma baseada no valor contábil dos ativos, ajustados por qualquer inflação do período (1) e outra obtida ao se estimar o poder de geração de lucro dos ativos, estimando inicialmente os fluxos de caixa esperados desses ativos e descontando-os para o seu valor presente a uma taxa de desconto apropriada (2).

$$(VLe_1) = (VCA)_{(t+n)} \cdot (1 + i)^{\bar{a}} \quad (1)$$

$$(VLe_2) = (FCG) \frac{\left[1 - \frac{1}{(1+Wacc)^n}\right]}{Wacc} \quad (2)$$

Onde:

VLe_1 = Valor Líquido esperado, obtido na estimação da equação (1);

VLe_2 = Valor Líquido esperado, obtido na estimação da equação (2);

VCA = Valor Contábil dos Ativos;

FCG = Fluxo de Caixa gerado pelos ativos após impostos;

$Wacc$ = Custo Médio Ponderado de Capital da Empresa (*Weighted average cost of capital*);

n = número de anos de projeção;

t = tempo presente;

i = taxa de inflação;

\bar{a} = média de vida dos ativos.

2.1.1.4 Modelo do valor substancial

O conceito de valor substancial foi introduzido pela *Union Européennedes Experts Comptables, Economiques et Financiers* (UEC, 1961) e traduz a ideia de que a empresa vale o que seria necessário investir para se constituir uma empresa em idênticas condições às da empresa que está sendo avaliada. A determinação do valor substancial de uma empresa corresponde à atribuição de valores a sua estrutura produtiva.

Müller (2003) apresenta três tipos de valor substancial que são normalmente definidos:

1. valor substancial bruto, que corresponde ao valor dos ativos avaliados a preço de mercado;
2. valor substancial líquido ou valor de ativos líquidos ajustado, onde diminuem-se os valores das obrigações;
3. valor substancial bruto reduzido, que é o valor substancial bruto diminuído do valor das obrigações contraídas a custo zero.

O modelo de valor substancial compara o valor necessário para um novo investimento com igual estrutura ao da empresa analisada, no entanto o ativo intangível da empresa em questão e a sinergia são únicos, tornando-se quase impossível a criação de uma empresa em idênticas condições.

2.1.2 Métodos de avaliação de empresas que utilizam o resultado econômico

Os modelos que adotam esta metodologia de avaliação de empresas utilizam a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE). O valor da empresa é determinado pela magnitude de seus benefícios econômicos, de suas vendas ou por meio de outro indicador. Destacam-se três modelos que utilizam esse método: Modelo do Valor dos Lucros, Modelo de Valor dos Dividendos e os Modelo de Múltiplos de Venda.

2.1.2.1 Modelo do valor dos lucros (*Price Earnings Ratio*)

O Modelo do Valor dos Lucros determina o valor de uma empresa a partir da capitalização dos lucros médios ponderados antes dos juros e tributos utilizando uma taxa subjetiva anual para a relação preço-lucro. Essa taxa é usualmente denominada PER (*Price Earnings Ratio*) e indica o múltiplo dos lucros por ação que é pago no mercado de ações (FERNÁNDEZ, 2008). Existem algumas formas de se obter a PER, como exemplificam Müller e Teló (2003):

1. supondo que os lucros por ação no último ano fosse de \$ 4,00 e o preço da ação fosse de \$ 29,00; a PER nesse caso seria de $\frac{29}{4} = 7,25$;
2. usada predominantemente como padrão no mercado de ações, a PER tem como referência a previsão dos lucros por ação para o próximo ano no mercado acionário, podendo usar às vezes a média do lucro por ação dos últimos dois ou três anos;
3. outra opção seria a PER relativa que é obtida pela divisão da PER da empresa pela PER do país, usualmente utilizada por alguns analistas no mercado norte-americano.

Apesar da subjetividade ao se arbitrar a taxa de capitalização PER, esse modelo é geralmente aceito pelo mercado. Ao adotar apenas o lucro contábil, esse modelo ignora o valor do dinheiro no tempo e traz também a ideia de eficiência de mercado ao ignorar os riscos (MARTINS, 2001).

2.1.2.2 Modelo do valor dos dividendos

No Modelo do Valor dos Dividendos, parte dos lucros da empresa é destinada aos dividendos que foram efetivamente propostos e pagos aos acionistas, sendo em muitos casos o único fluxo de recursos⁹ regular recebidos pelos investidores. Proposto a primeira vez por John Burr Williams¹⁰ em 1938, é ainda hoje o modelo mais tradicionalmente utilizado na precificação de uma ação em que o ponto de vista do investidor é externo à empresa (COSTA;

⁹Neste estudo *fluxo de recurso* é considerado como os pagamentos efetuados pela empresa aos detentores de capital, ou vice-versa.

¹⁰John Burr Williams, economista considerado pela obra “*The Theory of Investment Value*” o pai do método do fluxo de caixa descontado.

COSTA; ALVIM, 2011). Estes autores reforçam a adoção das seguintes premissas para este modelo:

1. existe apenas um fluxo regular de pagamento de dividendos na empresa, ou seja, a empresa tem vida infinita;
2. quando os dividendos crescem, utilizam uma taxa constante g ;
3. a taxa de pagamento de dividendos (*pay out ratio*) não muda com o tempo;
4. tem o mesmo custo de capital durante toda a extensão do tempo previsto.

O valor da ação na data zero (V_0) é dado pelo somatório dos fluxos dos dividendos futuros esperados de hoje em até uma data n qualquer, acrescido do preço da ação na data n , descontados à data zero pelo custo do capital do acionista, tal como encontra-se em (3).

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (3)$$

Onde:

D_t = dividendos futuros esperados pagos sobre o lucro do período;

r = taxa de desconto ou retorno mínimo exigido, que representa o custo de oportunidade de capital do acionista;

t = tempo de duração do fluxo de pagamento de dividendos (em anos).

Damodaran (2007) dá ênfase ao desenvolvimento de várias versões do modelo do valor dos dividendos, tendo como base diferentes premissas sobre o crescimento futuro, devido à limitação desse modelo em relação à defasagem da moeda ao utilizar a perpetuidade. Com um destaque especial para o modelo Gordon de crescimento, por ser uma abordagem simples e robusta para avaliar ações, apesar de ter como fator limitador de uso a adoção da premissa de uma taxa de crescimento estável. O modelo Gordon de crescimento associa o valor de uma ação aos seus dividendos esperados no próximo período, como visto na equação (4).

$$v_0 = \frac{DPA_1}{k_e - g} \quad (4)$$

Onde:

v_0 = valor da ação pelo modelo de Gordon;

DPA_1 = dividendos esperados no próximo ano;

k_e = taxa de retorno exigida por investidores em ações;

g = taxa de crescimento em dividendos por tempo indeterminado.

Uma fragilidade desse modelo é devido à taxa de crescimento em dividendos ser considerada constante ao longo do tempo desprezando principalmente a volatilidade dos lucros (DAMODARAN, 2007). Este modelo, apesar de ter seu uso descartado por muitos analistas por considerarem as estimativas de valor conservadoras, segundo Damodaran (2007), alguns de seus princípios ainda são utilizados em outros modelos de fluxo de caixa descontado.

2.1.2.3 Modelo dos múltiplos de vendas

O modelo dos múltiplos de vendas é usado com frequência no mercado para alguns segmentos (MULLER; TELÓ, 2003; MARTINS, 2001). O valor da empresa é determinado multiplicando-se o volume de vendas por um fator de capitalização, tornando-se irrelevante as informações sobre os demais itens do resultado do exercício. Para Martins (2001) a simplicidade deste modelo parece ser compatível com pequenos negócios (padarias, farmácias, etc.) cujos eventos econômicos associados à empresa possuem baixo nível de complexidade e existe forte homogeneidade no setor. A opção por múltiplos de vendas pode surtir efeitos satisfatórios em empresas que não possuem um sistema contábil ou quando nele não pode confiar (MARTINS, 2001). Esse indicador relaciona o preço por ação com as receitas por ação da empresa, na tentativa de eliminar eventuais problemas contábeis, conhecidos na apuração do lucro.

Costa, Costa e Alvim (2011) classificam as vantagens de utilização desse método por ser: simples de calcular; nunca ficar negativo, como pode ocorrer com outros modelos de múltiplos com o que é dado pelo preço/lucro por ação; não é influenciado por questões contábeis e fiscais. Dentre as desvantagens elencadas por esses autores, destaca-se: a difícil comparabilidade entre empresas de setores, porte, risco, e taxa de crescimento esperado; não está associado à rentabilidade; não considera os custos e despesas; não considera o valor do dinheiro no tempo.

2.1.3 Método do *Goodwill* de avaliação de empresas

A expressão *goodwill* tem diversos significados dentro do contexto de avaliação de empresas, podendo ser traduzido como fundo de comércio, ativo intangível ou ativo invisível, dentre outros. Martins (2001) ressalta que há muito tempo este assunto tem merecido a atenção de estudiosos e o consenso em suas conclusões pode ser considerado a exceção à regra. Damodaran (2007) considera que o *goodwill* não se trata de um ativo, mas uma variável *plug* que aparece somente após as aquisições e destina-se a captar a diferença entre o que é pago a uma empresa alvo e o valor contábil de seus ativos, permitindo que o balanço patrimonial ainda apresente saldo após a aquisição.

O método do *Goodwill* busca captar o valor que a empresa tem que se sobrepõe ao valor que é normalmente apontado pela contabilidade empresarial, representando o valor dos ativos intangíveis. Martins (1972) apresenta um conceito de *goodwill* associado à definição de ativo que considera fundamentalmente o resultado econômico que se espera obter no futuro.

Muller e Teló (2003) apontam como fator inconveniente de sua utilização a dificuldade de se estabelecer o seu valor, por não haver consenso entre os analistas na adoção de determinada metodologia para a sua precisão.

2.1.3.1 Modelo clássico de *Goodwill*

O modelo clássico do *Goodwill* calcula o valor da empresa como sendo a soma do valor de seus ativos líquidos (a valor de mercado ou valor substancial) com o valor do seu *goodwill*. Para este modelo o *Goodwill* é avaliado como um multiplicador da receita líquida da empresa, ou certo percentual da receita anual bruta, como visto na equação (5).

$$\text{Valor da Empresa} = A + (n \times B), \text{ ou então}$$

$$\text{Valor da Empresa} = A + (z \times F) \tag{5}$$

Onde:

A = valor dos ativos líquidos;

n = coeficiente multiplicador;

B = receita líquida;

z = percentual das receitas;

F = receita total.

2.1.3.2 Modelo simplificado da União Europeia

O modelo simplificado da União Europeia é também conhecido por *abbreviated goodwill income method*. Nesse modelo o *goodwill* é obtido por meio de uma capitalização, sendo o valor da empresa descrito pela equação (6).

$$\text{Valor da Empresa} = A + a_n(B - iA) \quad (6)$$

Onde:

A = valor dos ativos atualizados ou valor substancial líquido;

a_n = valor presente a uma taxa t , de n anuidades ($5 < n < 8$);

B = valor da receita líquida prevista para o ano ou a projeção para o ano seguinte;

i = taxa de juros que seria obtida por uma aplicação alternativa (debêntures, retorno sobre o PL ou outro investimento);

$a_n(B - iA)$ = representa o *goodwill*.

Na equação (6), observa-se que a_n representa um super lucro que pode ser dado pela diferença entre a receita líquida e os investimentos dos ativos A , com uma taxa de risco i .

2.1.4 Método de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado

O valor da empresa é determinado pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro e então descontam esses valores a uma taxa compatível com o risco. Esse método é amplamente utilizado em todo o mundo e está presente em quase todos os laudos de avaliação de empresas da CVM.

2.1.4.1 Modelo do fluxo de caixa livre

O Fluxo de Caixa Livre de uma empresa é aquele gerado pelo ativo econômico da empresa e que está disponível para pagar os direitos de seus credores e acionistas. Não

considera, portanto, qualquer fluxo referente à saída de juros, amortização do principal, nem pagamento dos dividendos. Referindo-se apenas a diferença entre as entradas e os desembolsos relacionados às operações da empresa. Desse modo, o valor econômico da empresa é o valor atual da série de fluxos de caixa livres projetados da empresa para o período de planejamento, adicionado ao valor residual, conforme a equação (7).

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{FCFF_1}{(1+Wacc)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+Wacc)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+Wacc)^3} + \dots + \frac{FCFF_n+VR}{(1+Wacc)^n} \quad (7)$$

Onde:

FCFF = Fluxo de Caixa Livre da Empresa (*Free Cash Flow to Firm*);

VR = Valor Residual (Valor Presente do *FCFF* em perpetuidade na data *n*);

Wacc = Custo Médio Ponderado de Capital da Empresa (*Weighted average cost of capital*).

Segundo Muller, Teló (2003) a contabilidade tradicional não traz essa informação diretamente em seus relatórios, usando apenas provisões e alocando receitas, custos e despesas. Deve ser considerado também, de acordo com esses autores, o financiamento das operações da empresa e direcionar o enfoque sobre o resultado financeiro dos ativos da empresa após a tributação, extraíndo da contabilidade para cada período os investimentos necessários para a continuidade das operações. Por essa ótica, para o cálculo do valor da empresa deve-se, portanto, subtrair do valor presente de mercado a dívida da empresa.

Costa, Costa e Alvim (2011) classificam esse modelo de avaliação de empresa como o mais utilizado pelos analistas e práticos, por permitir visualizar o valor justo do ativo operacional e o valor justo do patrimônio líquido, além do fato da *Wacc* ser calculada com base no valor de mercado da empresa.

2.1.4.2 Fluxo de caixa livre do acionista

O Modelo do Fluxo de Caixa Livre do Acionista é uma alternativa ao *FCFF*, onde o valor da empresa para o acionista é obtido através do desconto a valor presente do fluxo projetado, utilizando como taxa de desconto o custo do capital próprio projetado, tal como visto em (8). Esse modelo visa avaliar os recursos aplicados pelos investidores. Damodaran (2007)

define como o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, das obrigações tributárias, dos investimentos, do principal, dos juros e outros desembolsos de capital necessários a manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados, descontado pelo custo de capital próprio.

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{FCFE_1}{(1+k_e)^1} + \frac{FCFE_2}{(1+k_e)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{FCFE_n+VR}{(1+k_e)^n} \quad (8)$$

Onde:

$FCFE$ = Fluxo de Caixa Livre do Acionista (*Free Cash Flow to Equity*);

VR = Valor Residual;

k_e = Custo do Capital Próprio (calculado com base no valor de mercado da empresa).

As principais características desse modelo de avaliação para Costa, Costa e Alvim (2011), é que permite visualizar diretamente o valor para os acionistas, sendo considerado útil em casos de projetos altamente avançados, como empresas de serviço financeiro, LBO¹¹, etc., onde se torna complexo estabelecer uma boa projeção da dívida.

2.1.4.3 Valor presente ajustado

O modelo do valor presente ajustado decompõe o fluxo de caixa da empresa em: fluxo das operações da empresa, que é financiado apenas por capital próprio e o fluxo dos benefícios fiscais que é proveniente do financiamento com capital de terceiros. O fluxo das operações da empresa deve ser descontado com o custo do capital próprio considerando zero de alavancagem financeira ao calcular o beta (k_u) e o fluxo dos benefícios fiscais utiliza o custo do capital de terceiros, dado na equação (9).

$$Vl\ Emp = Vl\ Pres\ da\ Emp\ sem\ dívidas + Vl\ Pres\ benefício\ fiscal\ da\ dívida \quad (9)$$

O valor de uma empresa alavancada é dado por meio da equação (10).

¹¹Leveraged Buyout, ou LBO, é a operação onde um grupo de investidores assume o controle acionário de uma empresa através de empréstimos e usando a empresa como garantia.

$$V_L = \frac{Ebit(1-t)}{k_u} + \frac{t \times D \times k_i}{k_i} \quad (10)$$

Por se tratar de fluxos em perpetuidade, a equação (10) pode ser simplificada em:

$$V_L = V_U + tD \quad (11)$$

Onde:

$Ebit(1-t)$ = lucro operacional após IR (NOPAT¹²);

k_u = custo de capital da empresa sem endividamento;

k_i = custo bruto de capital de terceiros;

D = valor de mercado da dívida;

V_U = valor da empresa sem endividamento (não alavancada);

V_L = valor da empresa alavancada;

tD = valor criado pela dívida.

Esse modelo permite visualizar o valor da decisão de investimento separado da decisão de financiamento sendo útil para avaliar negócios com alta alavancagem como bancos e LBO. Para Costa, Costa e Alvim (2011), um alto valor oriundo de uma alta alavancagem pode ser ilusório se não forem considerados os custos de dificuldade financeira e a probabilidade de falência.

2.1.5 Método de avaliação de empresas com a criação de valor

Dentre os modelos de criação de valor, o modelo do valor econômico agregado é amplamente utilizado e aceito, contrapondo-se a outros modelos como o valor de caixa adicionado e fluxo de caixa disponível.

2.1.5.1 *Economic Value Added* - EVA®

O modelo do valor econômico agregado - EVA foi criado, segundo Muller e Teló (2003) para utilização em empresas, como fonte de informação relacionada à criação de valor ao

¹²Net Operating Profit After Tax.

acionista, possibilitando o conhecimento e a mensuração do desempenho empresarial. Calculado pela diferença entre receitas e despesas, o EVA é uma medida de receita residual que subtrai o custo do capital dos lucros operacionais gerados em um empreendimento.

Stewart III (2005, p. 117) afirma que “a real medida de desempenho que apropriadamente leva em consideração todas as maneiras pelas quais o valor corporativo pode ser agregado ou perdido é o Valor Econômico Agregado (EVA)”.

O EVA é o lucro advindo das atividades principais da empresa após a dedução do imposto de renda (NOPAT), em seguida basta verificar qual foi o montante de ativo que foi necessário para gerar esse lucro. O ativo operacional base, ou capital investido, consiste em todos os ativos imobilizados em operação, necessidades de capital de giro, além de gastos com pesquisa e desenvolvimento e marketing, investidos no ano anterior (COSTA; COSTA; ALVIM, 2011), tal como encontra-se na equação (12).

$$\begin{aligned} EVA &= NOPAT_n - \text{Custo do Capital Empregado} \\ EVA &= NOPAT_n - (\text{Ativo Econômico}_{n-1} \times Wacc) \end{aligned} \quad (12)$$

Onde:

$NOPAT_n$ = lucro operacional após imposto de renda

Ativo Econômico = Ativo Operacional

$Wacc$ = Custo Médio Ponderado de Capital da Empresa (*Weighted average cost of capital*).

2.1.6 Método das Opções Reais para avaliação de empresas

O método das Opções Reais considera a possibilidade de opções associadas à gestão dos ativos, e conseqüentemente o valor da empresa pode ser superior ao valor encontrado por outros métodos. Esse método considera a importância do valor das opções em termos da flexibilidade que está associada à redução do risco subjacente às aquisições. Os investimentos já realizados (ativo operacional) irão gerar os fluxos de caixa operacionais futuros da empresa, considerado a base para o cálculo de seu valor justo. O método do Fluxo de Caixa Descontado utiliza o fluxo de caixa esperado, que é calculado com uma taxa de desconto (beta) a partir de uma estimativa do perito financeiro. Para Costa, Costa e Alvim, (2011) o método do fluxo de caixa descontado é estático por considerar um único cenário e desconsiderar ações gerenciais que poderiam ser

tomadas em situações diferentes desse cenário.

No método de Opções Reais o ambiente de decisão é dinâmico e pleno de incerteza, à medida que uma nova informação é disponibilizada as incertezas sobre as condições de mercado e os fluxos de caixa futuros vão gradualmente se resolvendo. Fica facultado a gestão da empresa a flexibilidade de alterar a estratégia inicial para capitalizar oportunidades futuras e reagir para mitigar perdas.

2.1.6.1 Modelo de Black e Scholes

Black e Scholes (1973), desenvolveram um modelo para avaliar as opções de compra de ações. Esse modelo é frequentemente utilizado para precificar opções de compra e opções de venda de ações europeias quando o ativo não paga dividendos. O modelo de Black e Scholes adota os seguintes pressupostos:

1. a taxa de juros é livre de risco e constante ao longo do tempo;
2. o preço do ativo (ação) segue um caminho aleatório (*random walk*), com distribuição log-normal e volatilidade constante dos retornos diários;
3. o ativo não paga dividendos;
4. é possível negociar qualquer quantia fracionária do ativo;
5. a opção de compra ou venda só pode ser exercida na data limite de exercício;
6. não há custos de transação na compra ou venda do ativo ou da opção;
7. é possível ficar na posição “vendida” em opções, ou seja, realizar operação de venda sem ter o derivativo.

A equação (13) para opção de compra pode ser expressa da seguinte forma:

$$C = SN \left[\frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \right] - X e^{-rT} N \left\{ \left[\frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \right] - \sigma\sqrt{T} \right\} \quad (13)$$

A equação (14) para opção de venda pode ser vista como segue:

$$V = X e^{-rT} N \left\{ \left[\frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \right] - \sigma\sqrt{T} \right\} - SN \left\{ - \left[\frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \right] \right\} \quad (14)$$

Onde:

C = preço de opção de compra;

P = preço de opção de venda;

S = preço do ativo (ação) no momento atual;

X = preço de exercício;

r = taxa de juros livre de risco, anual com capitalização contínua;

T = tempo para o vencimento da opção, expresso em anos;

σ = volatilidade do preço da ação, expressa em ano variando normalmente de 0,2 a 0,4;

$N(x)$ = função de distribuição normal acumulada padronizada.

3 VALOR DE LAUDO E VALOR DE MERCADO: FATORES DETERMINANTES

Estruturado a partir de quatro tópicos este capítulo busca os fundamentos necessários para a proposição das hipóteses da pesquisa elencadas no item 1.4.3. A revisão se inicia com a Teoria da Agência, onde a abordagem do conflito entre o gestor e o principal é feita com um enfoque para a concentração de propriedade e o valor da empresa. Com este mesmo enfoque são visitados os temas de estrutura de propriedade e assimetria de informação. O quarto tópico aborda as características inerentes ao objeto de estudo da pesquisa, que são os laudos de avaliação disponibilizados pela CVM.

3.1 TEORIA DA AGÊNCIA

O conflito de interesse entre propriedade e controle foi discutido inicialmente por Berle e Means (1932), cujo objetivo foi analisar a composição acionária das grandes empresas norte-americanas. Os autores investigaram os benefícios e custos da separação entre propriedade e controle observando que o poder dos gestores era fortalecido com a pulverização da propriedade. Aumentando desse modo as chances de que os gestores atuem em seu próprio benefício em detrimento ao dos acionistas. Os acionistas que por sua vez são os detentores dos ativos das empresas e apresentam uma perda de controle sobre a utilização de seus recursos devido à dispersão da propriedade. Ao separar a propriedade e o controle é criada uma condição em que o interesse do acionista e do administrador, pode com frequência divergir, fazendo com que os mecanismos existentes para limitar o abuso de poder do gestor desapareçam (BERLE; MEANS, 1932).

O interesse dos acionistas (principal) em relação ao dos gestores (agentes) está presente nos trabalhos pioneiros de Spence, Zeckhauser (1971) e Ross (1973), que deram os primeiros passos para o surgimento da Teoria da Agência. Posteriormente formalizada com o estudo seminal de Jensen e Meckling (1976), que relata o fato dos problemas de agência estarem relacionados ao conflito de interesse presente nas atividades de cooperação entre indivíduos.

Grossman e Hart (1980) encontraram evidências de que uma empresa com propriedade amplamente pulverizada em que não está sendo executada no interesse de seus acionistas, não será vulnerável a uma OPA. A possibilidade de benefícios privados que o acionista controlador da empresa pode extrair em detrimento dos acionistas minoritários, abordada no estudo pioneiro de Grossman e Hart (1980), deu origem a uma vasta literatura sobre o problema da agência (JENSEN; RUBACK, 1983; SHLEIFER; VISHNY, 1986; 1997; HOLDERNESS; SHEEHAN,

1988; GROSSMAN; HART, 1988; BARCLAY; HOLDERNESS, 1989; BURKART; GROMB; PANUNZI, 1997; DYCK; ZINGALES, 2004).

Ao analisar as características dos Conselhos de Administração das empresas com o seu valor de mercado, Silveira, Barros e Famá (2003) observaram que empresas com pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho obtiveram um maior valor de mercado. Esse resultado evidencia que a separação entre propriedade e gestão pode estar relacionada ao modo como os acionistas avaliam as empresas. Jensen (2005) destaca que em muitos casos quando os gestores optaram por defender superavaliações do patrimônio de uma empresa de forma injustificada, eles acabaram destruindo parte ou totalidade do valor central da empresa. Morck, Shleifer e Vishny (1988) também ressaltam a importância da análise da estrutura de propriedade no conselho de administração.

Peixoto e Buccini (2013) realizaram um diagnóstico da situação atual da estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo nos anos 2004, 2006 e 2008, buscando identificar uma possível relação entre a concentração de direitos de voto e a concentração de direitos sobre o fluxo de caixa. Os resultados do estudo apontam que no Brasil ainda há alta concentração de controle em poder de poucos acionistas. O estudo revelou também que esse perfil vem diminuindo no período analisado.

3.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Diversos autores têm encontrado resultados que indicam que a estrutura de propriedade é capaz de influenciar muitas políticas estratégicas da empresa (políticas de investimento, financeiras, valor da empresa e desempenho) bem como o sistema de governança corporativa (STEIN, 2003; DYCK; ZINGALES, 2004; FILATOTCHEV; MICKIEWICZ, 2006; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008; SAITO; SILVEIRA, 2008; JIANG; HABIB, 2009; LÓPEZ-ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; GONZÁLEZ, 2014). Demsetz e Lehn (1985) fornecem evidências da endogeneidade da estrutura de propriedade de uma empresa, que é determinada por características de cada empresa, como: o tamanho da empresa, o potencial de controle e a regulamentação do setor de atuação.

Chew e Gillan (2005) destacam que a propriedade concentrada pode gerar custos ao forçar os administradores e acionistas internos a evitar riscos excessivos e também pelo incentivo aos proprietários internos a capturar benefícios privados à custa de minoritários ou

proprietários externos. Ao observar que o tema estrutura de propriedade permeia por diversos campos, interferindo diretamente em algumas variáveis relacionadas a empresa, faz-se necessário um delineamento desse tema para que se possa capturar a sua interferência dentro do processo de avaliação das companhias brasileiras de capital aberto.

3.2.1 Estrutura de propriedade e o valor da empresa

Berle e Means (1932) defendem a tese de que a propriedade difusa afeta negativamente o desempenho da empresa. Demsetz, Villalonga (2001) investigam a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas, não encontrando relação estatisticamente significativa entre estas variáveis. Para estes autores esse resultado corrobora com a visão de que difundir a propriedade, embora possa agravar alguns problemas de agência, produz vantagens que poderá compensar tais problemas. Nessa mesma linha Filatotchev e Mickiewicz (2006) observaram que a concentração de propriedade está associada a uma utilização menos eficiente dos recursos financeiros mensurados como uma relação da dívida de uma empresa e independe da presença do maior acionista.

Para Hu, Izumida (2008), até 1980 era amplamente aceito o fato de que a concentração de propriedade pudesse limitar o problema de agência, gerando conseqüentemente um melhor desempenho empresarial. O que seria explicado pela hipótese de monitoramento eficiente, por afirmar que a maior concentração de propriedade proporcionam a grandes acionistas incentivos mais fortes e maior poder a um custo menor para acompanhar a gestão. Já no final da década de 1990, esses autores observaram que a estrutura de propriedade concentrada pode permitir que acionistas majoritários expropriassem os acionistas minoritários. Hu, Izumida (2008) enfatizam a coerência entre a teoria e a evidência empírica da relação entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo. Esses autores afirmam que a razão mais importante é que a relação de propriedade para o desempenho varia de acordo com as realidades de ambientes de governança corporativa em que as empresas estão inseridas. Farooque et al. (2007) obtiveram resultados que sugerem que a propriedade não tem um impacto significativo no desempenho (Q de Tobin ou ROA), no entanto, o desempenho parece ter um resultado negativo significativo na propriedade.

Kapopoulos, Lazaretou (2006) constataram que para uma maior rentabilidade da empresa necessita de uma menor titularidade difusa de propriedade. López-Iturriaga e Crisóstomo (2010) estudaram os efeitos da concentração de propriedade no valor da empresa, dentre seus resultados os autores observaram que a estrutura de propriedade tem um efeito não

linear, isto é, a concentração de propriedade melhora inicialmente o valor da maior parte das empresas e depois de um certo grau de concentração os grandes acionistas tendem a expropriar a riqueza dos acionistas minoritários. Mercados com um alto nível de concentração de propriedade evidenciam o excesso de benefícios privados de controle (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; DYCK; ZINGALES, 2004). Um estudo com empresas brasileiras para o período de 2010-2013, realizado por Crisóstomo e Brandão (2015), mostra que a concentração de propriedade com direito a voto tem um impacto negativo sobre a qualidade da governança.

Okimura, Silveira, Rocha (2007) verificaram a relação entre o valor de mercado e o desempenho, entre estrutura de propriedade e controle, em empresas brasileiras, não financeiras de capital aberto. Dentre os seus achados, eles observaram que existe uma influência quadrática da concentração de votos sobre o valor e uma influência negativa linear do excesso de votos sobre o valor.

Elnathan, Gavius e Hauser (2009) observaram que a discrepância na avaliação realizada pelos peritos financeiros para empresas no mercado Israelita estava superavaliada favorecendo os acionistas majoritários.

García-Meca e Sánchez-Ballesta (2011) observaram que o principal mecanismo de estrutura de propriedade que afeta o valor da empresa é a concentração de propriedade. Estes autores observaram que a concentração de propriedade parece influenciar favoravelmente o valor da empresa e em níveis elevados provocam um efeito prejudicial ao valor de mercado, sendo negativamente afetado por níveis de grande participação acionária. A evidência indica que os proprietários controladores tendem a abusar da sua posição dominante em altos níveis de concentração tomando decisões que destroem valor de mercado. Diante de tais evidências é viável propor que a concentração de propriedade em empresas brasileiras de capital aberto tende a interferir no valor de avaliação da empresa divulgado no laudo de avaliação realizado para a Oferta Pública de Aquisição de Ações.

3.2.2 Acionistas majoritários *versus* acionistas minoritários

Claessens et al. (2002) estudaram empresas de capital aberto de oito países da Ásia Oriental, em geral controladas por um único acionista e observaram que o valor da firma aumenta com a propriedade do fluxo de caixa do acionista majoritário – efeito incentivo; e se reduz quando os direitos de controle desses acionistas superam os direitos sobre o fluxo de caixa – efeito entrincheiramento. O estudo de forma conjunta dos efeitos incentivo e entrincheiramento, apresentado por Claessens et al. (2002), constatou que na maioria dos países

o principal conflito de agência ocorre com o acionista majoritário em relação aos acionistas minoritários¹³.

Miguel, Pindado e Torre (2004) evidenciaram a ocorrência de monitoração e expropriação, por parte dos acionistas majoritários em relação aos minoritários, para elevada concentração de propriedade em empresas espanholas. Estes autores observaram que em outros países como Inglaterra, Estados Unidos, Alemanha e Japão, isto não ocorria, corroborando com a ideia de que as diferenças nos sistemas de governança corporativa levam a diferentes relações de estrutura de propriedade.

Bertucci, Bernades e Brandão (2006) afirmam que o mais importante conflito existente no Brasil é o da relação entre os acionistas majoritários e minoritários. Os autores constataram que o controle das empresas brasileiras de capital aberto está muito concentrado fazendo com que os minoritários não detenham o mesmo poder de decisão, sendo, por vezes, desrespeitados em questões de interesse geral.

Dami, Rogers e Ribeiro (2007) defendem que em países em desenvolvimento como o Brasil, a concentração de propriedade das empresas, associadas à baixa proteção legal, faz com que o problema central de agência não esteja relacionado entre proprietários e gestores, mas entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. O conflito entre os acionistas majoritários (controladores) e os acionistas minoritários tem despertado o interesse de estudiosos (JENSEN; RUBACK, 1983; SHLEIFER; VISHNY, 1986; HOLDERNESS; SHEEHAN, 1988; GROSSMAN; HART, 1988; BURKART; GROMB; PANUNZI, 1997; DYCK; ZINGALES, 2004). Esses conflitos trouxeram a reflexão de como assegurar que os comportamentos destes gestores estejam sempre alinhados com a maximização do valor para os acionistas.

Balassiano (2012) complementa que as empresas de capital aberto no Brasil apresentam uma estrutura de propriedade concentrada, marcada pela forte presença dos acionistas majoritários. Conflitos entre a gestão executiva e proprietários são mais fortes em mercados com baixa concentração de propriedade, comparados a outros com a propriedade dispersa em que os conflitos de interesse parecem ser mais relevantes entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CUERVO 2002; CLAESSENS; YURTOGLU, 2013).

¹³A CVM define o acionista minoritário como aquele que é o detentor de ações ordinárias de uma empresa, em proporção que não lhe permita o controle acionário e, conseqüentemente, o controle administrativo da empresa. Também é considerado acionista minoritário aquele que detém ações preferenciais (PN) sem direito a voto, em qualquer número.

Os estudos sobre esse tema são sempre recorrentes ao fato de que acionistas majoritários e minoritários não defendem os mesmos interesses dentro da companhia. Esse conflito pode implicar em menos proteção aos recursos alocados pelos acionistas minoritários. O acionista majoritário detentor do controle da companhia, por vezes utiliza-se de seus privilégios em benefício próprio impactando negativamente na rentabilidade da empresa. Por outro lado, o acionista minoritário guarda aquela característica de investidor, tendo como objetivo a maximização dos lucros. Um fato curioso começa a se descortinar em relação aos laudos de avaliação de empresas brasileiras de capital aberto. A concentração de propriedade estaria interferindo na expectativa de valor dos laudos de avaliação das companhias brasileiras para ocasião de OPA? Outras evidências serão mencionadas posteriormente.

3.3 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E AVALIAÇÃO DE EMPRESA

A Teoria da Assimetria de Informação que teve destaque a partir do estudo seminal de Akerlof¹⁴ (1970), aborda os problemas que podem ocorrer nos mercados caracterizados por informação assimétrica. Esse autor estudou o mercado de carros usados (nos Estados Unidos) e concluiu que vendedores e compradores não tinham como saber a real qualidade dos veículos e que o mercado apresenta uma tendência a ter seu ponto de equilíbrio tomando como referência o preço dos carros de baixa qualidade. O simples fato do veículo estar à venda em uma loja de usados já faz com que o seu preço seja substancialmente depreciado, em contrapartida, os consumidores estariam dispostos a pagar mais pelo carro do seu vizinho, pelo simples fato de conhecê-lo. Este mesmo veículo em uma loja de usados, Akerlof chamou de “*lemon*”.

A assimetria de informação ocorre quando um dos agentes de um mercado detém uma informação relevante enquanto o outro, não. Essa característica gera falhas de mercado impedindo o seu funcionamento perfeitamente concorrencial. A existência da assimetria de informação faz com que os agentes não aloquem os seus recursos da maneira mais eficiente possível, devido à incerteza do comportamento do outro agente envolvido e sobre o retorno esperado da transação. Desse modo um indivíduo pode estar disposto a abrir mão da eficiência alocativa para minimizar o risco e a incerteza envolvidos na negociação. A falha na alocação eficiente dos recursos não deve ser considerada uma falha no uso racional de recursos da firma, pois a eficiência alocativa é apenas uma das partes que compreende o objetivo dos acionistas.

¹⁴Laureado com o prêmio Nobel em 2001.

No processo de avaliação de empresa a assimetria de informação surge como uma questão adicional a ser considerada, uma vez que nem todos os agentes interessados (compradores e vendedores) têm a mesma disponibilidade de informações, podendo levar a valores diferenciados em relação ao valor da empresa. Ao mesmo tempo em que essas informações financeiras são utilizadas no interior das empresas, elas também alimentam análises e processos decisórios que ocorrem externamente, envolvendo grupos que têm interesses na corporação, mas que usualmente não participam de seu processo decisório. De acordo com DeAngelo (1990) a discrepância em uma empresa entre o valor de mercado e o seu valor intrínseco (valor real de uma empresa com base em uma percepção subjacente de seu verdadeiro valor), é decorrente da divergência entre a informação pública e a informação privilegiada. A assimetria de informação presente no conflito de interesses entre gestores e acionistas geram uma demanda por avaliações independentes do valor patrimonial DeANGELO (1990).

Informação assimétrica é uma das teorias que melhor explica o funcionamento dos desvios de eficiência no mercado. No entanto, apresenta uma consequência nefasta sobre os vendedores que é a seleção adversa, que ocorre quando compradores e vendedores não tem como determinar a real qualidade do produto, fazendo com que produtos com qualidade distinta sejam vendidos pelo mesmo preço. O mercado de capitais também admite a hipótese de seleção adversa ao considerar que a empresa ao decidir pelo lançamento de ações tendo ainda capacidade de crédito, é porque não espera um bom fluxo de benefícios futuros (GARCIA, 2002). Esse autor destaca dois eventos que são frequentemente utilizados para compreender as distorções provocadas pela assimetria de informações existentes no mercado de capitais, ao ofertar ações:

- a) retorno anormal ajustado pelo mercado quando do anúncio de emissão de ações pela empresa;
- b) magnitude da informação transmitida pelo anúncio de emissão de ações.

Garcia (2002) realizou esse estudo para entender o comportamento das ações de empresas brasileiras, testando a existência da assimetria de informações no mercado de capitais no Brasil no período de 1994 a 2001. Medeiros e Matsumoto (2006) observaram a ocorrência de retornos anormais negativos na data do anúncio de emissões de ações públicas por empresas brasileiras, caracterizada pela presença de *insider information* antes da data do anúncio.

Evidenciando desse modo a possível presença da assimetria de informação na ocasião da divulgação dos laudos de avaliação de empresas brasileiras para ocasião de OPA.

3.4 LAUDO DE AVALIAÇÃO DISPONIBILIZADO PELA CVM

No mercado de capitais os investidores ao emprestarem seus recursos para as empresas, por meio de uma instituição financeira prestadora de serviço, adquirem títulos chamados de valores mobiliários. Esse sistema de distribuição de valores mobiliários, onde de um lado os agentes superavitários (poupador) emprestam seus recursos aos agentes deficitários (tomadores), tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas e viabilizar o processo de capitalização. Participam desse mercado entidades administradoras do mercado de bolsa e balcão, bancos de investimento, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, dentre outros. A Lei 4.728/65, primeira Lei de Mercados de Capitais, disciplinou e estabeleceu medidas para esse mercado. A criação da Lei 4.728/65 resultou em diversas modificações no mercado acionário. A estagnação do mercado acionário brasileiro recebeu ao longo do tempo vários incentivos (isenção fiscal, possibilidade de abatimento no imposto de renda, etc.), visando o crescimento e a consolidação do mercado acionário. Duas importantes leis, ainda em vigor, foram criadas em 1976 com a tentativa de recuperação do mercado acionário, a Lei 6.385/76 e a Lei 6.404/76.

O mercado de capitais no Brasil foi marcado com a criação da Lei 6.385/76 – que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A CVM é uma instituição governamental que se destina exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas. A Lei da Sociedade por Ações 6.404/76, conhecida como a “Lei das S. A.”, permite que, numa eventual mudança na estrutura da companhia em que o acionista ingressou, seja garantido a ele o direito de vender suas ações, mesmo que o preço na Bolsa de Valores ou a liquidez destas estejam aquém do necessário a fim de viabilizar sua venda no mercado. Diversas Leis¹⁵ posteriormente foram aos poucos alterando a Lei 6.404/76, adequando-a as necessidades do mercado.

A Instrução CVM 361/02, dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta. Essa instrução disciplina o processo de avaliação ao

¹⁵Leis que alteraram a Lei 6.404/76 – da Sociedade por Ação: Lei 4.728/65; Lei 7.730/89; Lei 8.021/90; Lei 9.457/97; Lei 10.303/01; Lei 11.638/07; Lei 11.941/09; Lei 12.431/11.

determinar que um laudo de avaliação de empresa para ocasião de OPA, deve apresentar no mínimo e cumulativamente os seguintes critérios de avaliação:

1. preço médio ponderado de cotação das ações da empresa objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado nos últimos doze meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe;
2. valor do patrimônio líquido por ação da empresa objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM;
3. valor econômico da empresa por ação, calculado pelo método do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentalmente mais adequado ao caso da empresa;
4. valor da empresa segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo se for o caso, e não tiver abrangido nos itens anteriores.

A Instrução CVM 436/06 acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM 361/02, contribuindo para que os laudos de avaliação apresentem informações mais completas, atuais, claras e objetivas. Apesar dos esforços da CVM para a melhoria da qualidade das informações contidas nos laudos de avaliação, observa-se ainda a falta de clareza e a dificuldade de acesso às informações em alguns laudos.

O Registro de Ofertas Públicas estabelecido pela CVM tem como diretriz não exercer julgamento de valor sobre a empresa e fundos que desejam captar recursos no mercado, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações aos investidores. O resumo da documentação enviada à CVM está contido no “Prospecto”, ou “Edital de Oferta”, ou ainda “Edital de OPA”. Não obstante, o laudo de avaliação poderá ser dispensado no processo de Registro de Oferta Pública, mediante o princípio de ser lançado por preço uniforme, por declaração expressa do ofertante quanto às razões de sua oferta diferenciada, regulamentada pelo Inciso V, art. 4º, Instrução CVM 361/02.

3.4.1 Razões para a distorção no valor dos laudos

Perez e Famá (2003) fazem uma reflexão sobre a pergunta: Quanto vale uma determinada empresa? Para esses autores o simples fato de avaliar um único ativo ou investimento já levanta inúmeros questionamentos e gera discordância quanto à metodologia adequada, quiçá o processo de avaliação de uma empresa que é composto por inúmeros ativos,

tangíveis e intangíveis. O capítulo 2 discorreu sobre os principais métodos de avaliação de empresas utilizado em diversos países, destacando suas vantagens e desvantagens.

A Instrução CVM 361/02 determina que os laudos de avaliação de empresa para ocasião de OPA apresentem pelo menos três valores ou intervalos de valores obtidos por métodos diferentes, que por sua vez apresentam geralmente resultados divergentes, ficando a cargo do perito, arbitrar o valor considerado justo para a empresa. Como apresentado no capítulo 2, o método do fluxo de caixa descontado é aquele mais amplamente utilizado, para alguns peritos financeiros elaboradores de laudos, justifica-se por ser o método mais robusto.

A subjetividade a cargo do perito ao arbitrar o valor da empresa nos laudos de avaliação para aquisição de oferta pública de ações é realmente capaz de fornecer informações imparciais aos acionistas e ao mercado? Cunha, Martins e Assaf Neto (2012) observaram que os laudos de avaliação da CVM apresentam distorções quanto ao desempenho econômico financeiro, no entanto, não era objetivo daquela pesquisa identificar os fatores responsáveis por esta distorção. Elnathan, Gavius e Hauser (2009) abordam se as avaliações de empresas realizadas por peritos financeiros são realmente capazes de fornecer informações imparciais aos acionistas e a outras partes interessadas. Esses autores investigaram a relação entre o valor acrescentado na avaliação por peritos e a participação privilegiada de acionistas. Utilizaram uma amostra de laudos de avaliação de 44 empresas listadas na *Tel Aviv Stock Exchange* (TASE) e coletaram dados pré e pós-divulgação ao laudo de avaliação. Dentre seus principais achados, destacam-se: o valor das empresas constante nos laudos de avaliação são 29% mais elevados do que os valores de mercado; os fluxos de caixa e os custos de capital apresentaram uma tendência sistemática para cima nas projeções dos peritos financeiros; constataram que as avaliações realizadas por peritos financeiros não são imparciais, mostrando-se de fato inclinados a favorecer os acionistas majoritários; observaram ainda que os investidores de curto prazo respondem com cautela a avaliação pericial, enquanto que no longo prazo o excesso de valor presente nos laudos parece ser seguido por destruição de valor relacionado a estrutura de propriedade.

O tamanho da empresa é uma importante variável que pode estar relacionada com a distorção do valor do laudo e o valor de mercado. Demsetz e Lehn (1985) argumentam que a variação do tamanho da empresa relaciona-se diretamente com a sua posição e competitividade em seu mercado, aumentando a disponibilidade de recursos e o valor de mercado de uma parcela de sua propriedade. O tamanho da empresa está relacionado ao seu poder de compra, ao volume de ativos, à sua participação no mercado, ao faturamento e uma série de outros elementos que justificam a sua importância. Manawaduge, Zoysa (2013) observaram que o tamanho da

empresa está negativamente correlacionado com a concentração de propriedade, implicando que grandes empresas tendem a ter a propriedade mais dispersa.

O fato de empresas maiores terem condições especiais de crédito, com maior facilidade de alavancagem; de comercialização, por serem detentoras de vantagens competitivas e ganhos em escala; de posicionamento de mercado, ocupando posições privilegiadas na mente dos consumidores; etc., elas detêm uma relação direta com o valor da companhia.

Outro aspecto a ser considerado é relacionado diretamente ao perito financeiro elaborador do laudo ou a empresa a qual está vinculado. Ao elaborar um laudo de avaliação para oferta pública de aquisição de ações a empresa de consultoria ou banco especializado, deve ser credenciado a CVM. Ao atender estes pré-requisitos a empresa de avaliação já adquiriu certa distinção. Não obstante o perito financeiro responsável pela elaboração do laudo de avaliação utilizará o seu conhecimento técnico para arbitrar o valor da empresa. Em tese, empresas com maior complexidade de avaliação necessitam de avaliadores com elevado nível técnico de conhecimento e, portanto, têm um custo maior na elaboração do laudo de avaliação. O custo de avaliação das empresas não foi encontrado na revisão de literatura, no entanto, a sua relação com o porte e o grau de complexidade da empresa, poderá ser um fator explicativo da discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado.

Para Roosenboom (2012) ocorre maior exatidão na avaliação quando a empresa de capital aberto emitente das ações está há mais tempo no mercado e o avaliador responsável pelo laudo tem maior notoriedade, sendo menos preciso quando as ações da empresa são mais voláteis.

O quadro 2 elenca o conceito de alguns peritos financeiros que participaram da elaboração dos laudos de avaliação a respeito dos métodos de avaliação descritos na instrução CVM 361/2002. Refletindo desse modo uma interação da teoria, com a parte legal e o mercado de valores mobiliários. A convergência das considerações das maiores empresas nacionais e internacionais, cadastradas na CVM para prestar o serviço de avaliação de empresas a companhias brasileiras é destacado no quadro 2.

Alguns laudos de avaliação apresentam dois valores, ou intervalos de valores para a metodologia preço médio ponderado por ação, que têm como referência a data de um fato relevante, que geralmente é um forte incentivador para o processo de OPA da companhia. Em um desses valores é tomado como referência o valor histórico de negociação das ações da companhia para um período de doze meses anterior ao fato relevante, o outro valor é obtido para o aspecto temporal que vai do fato relevante até a data de divulgação do laudo. Esta regulamentação foi conferida com o inciso XII, alínea a, do anexo III da Instrução CVM

436/2006. Com o objetivo de uniformizar as informações coletadas dos laudos de avaliação disponibilizados pela CVM, será tratado nesta pesquisa apenas o preço médio ponderado por ação para um período de doze meses.

Quadro 2 - Relato dos peritos financeiros em relação aos métodos de avaliação utilizados nas OPA

	Metodologia	Vantagens	Desvantagens	Considerações
Preço Médio Ponderado por Ação	Valor histórico de negociação das ações da companhia nos 12 meses prévios à divulgação do fato relevante	Reflete a expectativa do mercado em relação a empresa	Sua eficiência depende da liquidez e dispersão de suas ações	É um reflexo de como os investidores têm avaliado a empresa
	Valor médio da cotação de mercado ponderado pelo volume negociado		Não reflete as mudanças recentes nas expectativas do mercado, uma vez que utiliza uma média de 12 meses	Ações com baixa liquidez têm sua avaliação prejudicada O valor de mercado das ações é afetado por fatores não necessariamente relacionados ao desempenho da companhia, como: liquidez das ações, re-balanceamento de portfólios por investidores, custo de transação, tributação, etc.
Valor Patrimonial da Ação	Fornece uma indicação ao valor da empresa de acordo com o total do seu patrimônio líquido do último balanço auditado da companhia	Facilidade na apuração, uma vez que o valor está registrado nos livros da empresa	Não indica necessariamente de forma adequada o potencial de resultados da empresa	Não reflete o valor de mercado da empresa analisada juntamente com o seu potencial de crescimento e valorização em anos posteriores
			O valor contábil não captura perspectivas futuras de valor da companhia	
Fluxo de Caixa Descontado	Apura o valor das ações trazendo a valor presente os fluxos de caixa projetados da companhia, de acordo com as melhores estimativas da administração da companhia	Reflete o valor intrínseco do negócio	Sujeito a diferença de percepção em relação as projeções financeiras	Captura questões específicas da companhia como perspectiva de crescimento, mix de negócio, necessidade de investimento, benefícios fiscais, entre outros
		Captura apropriadamente as oportunidades e ajusta distorções extraordinárias	Necessidade de grande entendimento sobre a empresa e os fatores mais relevantes do negócio	
		Incorpora o efeito de aumento de capacidade e investimentos futuros	Eventuais diferenças de percepção em relação a realidade atual da empresa e a evolução futura do mercado no qual ela atua podem levar a distorções no valor	
	Cálculo do valor terminal com base em múltiplo de Ebitda ou de crescimento na perpetuidade	Capta o panorama de negócios de longo prazo da empresa	Elevada sensibilidade às premissas operacionais e ao custo de capital	Reflete o valor intrínseco da companhia Altamente sensível a algumas variáveis como: relação dívida/capital, risco país, taxa de desconto e múltiplos de Ebitda ou de crescimento da perpetuidade, que são utilizadas para o cálculo do valor terminal Ambiente competitivo e a dinâmica do setor podem afetar as premissas principais
		Permite ajustes para itens não recorrentes	Premissas incluem grau de incerteza	
		É possível refletir o risco do negócio na apuração da taxa de desconto	Potenciais divergências de percepção entre diversas partes envolvidas na avaliação	
Utiliza taxa de desconto que corresponda ao custo médio de capital Wacc.	Não é influenciado por fatores temporais de mercado		As projeções podem ser afetadas por considerações subjetivas	
Múltiplos de Mercado	Identificação de companhias listadas comparáveis a empresa avaliada	Resalta tendências dos mercados de capitais e do setor em análise	Não reflete diferenças fundamentais entre as companhias como a estrutura de capital, administração, rentabilidade, etc.	Não incorpora o prêmio de controle Poucas empresas no mercado são verdadeiramente comparáveis
		Reflete as atuais tendências do mercado e a lucratividade de empresas comparáveis		
	Cálculo e aplicação dos múltiplos correntes das empresas comparáveis a empresa que está sendo avaliada	Em mercados eficientes, reflete propriamente o consenso de valor da indústria	Dificuldade de encontrar empresas que sejam totalmente comparáveis	Ao comparar com empresas internacionais, elas são geralmente maiores, mais capitalizadas e possuem perspectiva de risco diferente das nacionais
		Em alguns setores há uma grande disponibilidade de informações financeiras públicas	A análise pode ser afetada por situações econômicas conjunturais	
Análise baseada em empresas de capital aberto comparáveis		Método bastante suscetível a volatilidade do mercado	Com base no crescimento histórico, incorpora as tendências de mercado	
Múltiplos de Transações	Identificação de transações que envolveram empresas com atividades comparáveis	Reflete o valor implícito das transações específicas que estão sendo analisadas	Depende da estratégia da transação e das condições de mercado da época	Incorpora tipicamente o prêmio de controle
			Não reflete as diferenças entre o potencial de rentabilidade das companhias	
	Cálculo e aplicação dos múltiplos implícitos das transações de empresas com atividades comparáveis à empresa que está sendo avaliada	Critério objetivo de avaliação de empresas, pois reflete preços pagos por investidores estratégicos	Dificuldade de encontrar transações totalmente comparáveis	Prêmio pago reflete as especificidades de cada transação
		Boa referência de valor	Disponibilidade limitada de informações públicas	
	Em muitos casos, inclui prêmio de controle	Natureza cíclica do setor	Amostra limitada	

Fonte: compilado pelo autor a partir dos laudos de avaliação de companhias de capital aberto disponibilizados pela CVM.

O Quadro 2 fornece argumentos para a compreensão das disparidades dos valores ou intervalo de valores obtidos com esses métodos de avaliação. Não obstante, saliente-se o fato de que o laudo de avaliação apontará um valor, ou intervalo de valores considerado justo para a empresa. Fica a pergunta, qual dessas metodologias pode ser considerada a mais apropriada para avaliar as empresas brasileiras de capital aberto? A difícil generalização do processo de avaliação de empresas, dá espaço para constatar a eficiência de diversas metodologias de avaliação que se adequam as diversas necessidades das empresas.

A finalidade da Oferta Pública de Aquisição de Ações é outro aspecto que pode estar relacionado à discrepância do valor do laudo em relação ao valor de mercado. As OPAs têm como objetivo principal oferecer a todos os acionistas, em igualdade de direitos, a possibilidade de terem suas ações alienadas em situações que normalmente envolvem mudança na estrutura societária da companhia. As OPAs podem ser de caráter obrigatório, quando expressamente previstas na Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) e as voluntárias, quando nenhuma norma específica tenha obrigado a sua realização. A Instrução CVM 361/02, considera os eventos: cancelamento de registro, aumento de participação e alienação de controle, como OPAs de caráter obrigatório; sendo os eventos: voluntária, aquisição de controle e concorrente, atribuídos a OPAs não obrigatórias. Alguns procedimentos estabelecidos pela CVM como: a forma de liquidação financeira, intermediação, avaliação, instrumento de OPA, publicação do edital e leilão, devem ser observados nas OPAs independentemente de serem obrigatórias ou não. O laudo de avaliação da companhia é realizado para determinar o preço da OPA e deverá ser elaborado sempre que a oferta for realizada, pela própria companhia, pelo acionista controlador, ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, excetuando-se o caso de OPA por alienação de controle. A seguir são descritos os eventos para a realização de OPAs, baseados no livro “Mercado de Valores Mobiliários Brasileiros” elaborado pela CVM¹⁶.

A OPA obrigatória para cancelamento de registro de companhia aberta, ou fechamento de capital, envolve a decisão de uma assembleia de acionistas ou simplesmente a decisão dos acionistas controladores, que é o caso mais comum. Destaca-se o fato de que nesse caso o acionista minoritário passa a ser, involuntariamente, sócio de uma companhia de capital fechado. Isso implica que; o acionista minoritário quando quiser vender suas ações, deverá fazer por conta própria, uma vez que empresas de capital fechado não podem negociar suas ações em

¹⁶Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>> Acesso em: 18 jun. 2015.

bolsa nem em balcão organizado. Ficando dessa forma refém do acionista majoritário devido à dificuldade de se estabelecer um preço justo para as ações. O caráter obrigatório desta OPA é para assegurar a proteção aos acionistas minoritários prevista pela legislação societária brasileira, assegurando a realização da OPA para a totalidade das ações em circulação no mercado. A opção de aderir ou não a OPA para o fechamento de capital é exclusiva do acionista minoritário, sendo tomada de forma unilateral.

A OPA obrigatória por aumento de participação, ocorre em determinadas condições quando o controlador aumenta sua participação adquirindo novas ações. O objetivo desta OPA é a proteção ao acionista minoritário contra a redução excessiva de liquidez das ações no mercado. Ações em poder dos acionistas controladores, geralmente não são disponibilizadas para a negociação no mercado, portanto ao adquirir mais ações ele estará retirando ações de circulação no mercado, o que justifica o caráter obrigatório desta OPA.

OPA por alienação de controle (*tag along*) ocorre quando o acionista majoritário, ou o bloco de controle, já negociou suas ações, caracterizando a alienação de controle de companhia aberta. O novo acionista controlador é obrigado pela Lei das S. A. a realizar a OPA para adquirir as ações pertencentes aos acionistas minoritários titulares de ações com direito a voto. Esse direito que resguarda os acionistas com participação no capital votante é denominado *tag along*. Das três OPAs de caráter obrigatório, essa distingue-se das demais pelo fato da mudança do controle da companhia, colocando o acionista minoritário completamente à deriva no mercado de valores mobiliários. Para Tourinho (2012) as ideias de Berle e Means (1932) inspiraram Andrews (1965), ao sustentar que sempre que um acionista controlador vende suas ações, todos os acionistas detentores de ações de mesma classe têm o direito de ter igual oportunidade de vender suas ações, ou parte delas, em iguais condições. O preço a ser pago aos acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto, assegurado na Lei das S. A., é de no mínimo 80% do valor pago por ação aos acionistas que alienaram o bloco de controle.

As demais OPAs por não terem caráter obrigatório previsto por lei, são consideradas voluntárias. Cabendo ainda uma sutil distinção às OPAs por aquisição de controle que detêm uma característica na qual a companhia tem o seu capital pulverizado e o ofertante voluntariamente, realiza a OPA no mercado. Não obstante, a OPA concorrente, é uma OPA voluntária realizada por um terceiro, que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada e que tenha por objeto as ações de OPA já apresentadas para registro na CVM.

3.4.2 Aspectos legais relacionados

Uma maneira de separar propriedade e controle de acordo com a Lei 6.404/76 (Lei das S. A.), é que empresas brasileiras de capital aberto podem emitir novas ações até certo limite sem que os acionistas controladores percam o controle. De acordo com essa lei o patamar mínimo para que os acionistas controladores mantivessem o controle da empresa era de 16,3% do capital total. Essa lei foi revogada pela Lei 10.303/2001, que estabelece novas proporções máximas de ações ordinárias e preferenciais alterando de dois terços para 50%, implicando que o controle poderia ser mantido com um mínimo de 25,5% do capital total. Ao entrar em vigor a Lei 10.303/2001 passou a ser aplicada a novas empresas de capital aberto e as empresas fechadas que optassem por abrir seu capital, não sofrendo alterações as empresas de capital aberto constituídas antes da vigência dessa Lei.

Santos et al. (2009) fazem uma análise sobre a reforma da Lei 6.404/76, mediante a aprovação da Lei 10.303/2001, no tocante às questões relativas à proteção aos acionistas minoritários. Dentre os achados da pesquisa os autores observaram que prevaleceu certa concordância dos respondentes em relação à utilização do mecanismo de “voto múltiplo”, que maximizaria as possibilidades de entrada de acionistas não controladores nos Conselhos de Administração, e que de fato não melhorou o ativismo dos acionistas minoritários. Esses autores observaram que apesar da possibilidade de maior participação de acionistas preferencialistas e minoritários no Conselho de Administração, na prática os acionistas majoritários enfraquecem o novo mecanismo de voz dos acionistas minoritários, uma vez que permanece assegurado o direito da escolha da maioria dos conselheiros pelo acionista controlador.

4 METODOLOGIA

Tomando-se como ponto de partida o problema de pesquisa proposto na seção 1.2 e considerando os conhecimentos teóricos e empíricos identificados na revisão de literatura, este capítulo tratará da metodologia utilizada para o desenvolvimento desta pesquisa. Visando atingir os objetivos delineados, os procedimentos metodológicos foram estruturados em seis partes com se seguem: especificação do problema, que elenca as premissas necessárias para um melhor entendimento do problema de pesquisa; classificação da pesquisa, evidenciando a forma em que foi classificada a pesquisa; população e amostra, que apresenta o recorte necessário para viabilizar esta pesquisa; definição constitutiva e operacional das variáveis, representando o conceito lógico e como as variáveis serão utilizadas na pesquisa; na sequência tem-se o tratamento do dados, que irá descrever o tratamento estatístico utilizado e por fim é apresentado o resumo metodológico da pesquisa, que contempla os principais pontos que norteiam esta pesquisa.

4.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA

A seguir são elencadas as principais premissas que devem ser consideradas para a proposição do problema de pesquisa proposto:

1. a partir de 2002 as empresas brasileiras interessadas em realizar Oferta Pública de Aquisição de Ações, devem apresentar um laudo de avaliação da empresa junto a CVM, estando de acordo com os seus pré-requisitos;
2. os laudos de avaliação de empresa devem apresentar de acordo com a Instrução CVM 361/2002, dentre outras coisas, a utilização de pelo menos três metodologias de avaliação de empresas e a indicação do preço considerado justo a luz do perito financeiro que elaborou o respectivo laudo;
3. esta pesquisa tem como objeto de estudo os laudo de avaliação disponibilizado à CVM para ocasião de OPA;
4. ao tornar público o valor da empresa constante no laudo de avaliação o mercado poderá refletir esta informação diretamente no valor de suas ações;
5. diversos interesses estão envolvidos, comprometendo a imparcialidade do perito financeiro responsável pelo laudo de avaliação;

6. a avaliação de um ativo levanta inúmeros questionamentos e traz discordância quanto a metodologia utilizada;

Desse modo, o problema de pesquisa torna-se relevante ao investigar quais os fatores são responsáveis pela discrepância entre o valor da empresa constante no laudo de avaliação disponibilizado a CVM e o valor da empresa atribuído pelo mercado de ações no período de divulgação do laudo.

4.2 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa é aplicada quanto a sua natureza; descritiva e explicativa quanto ao seu objetivo; de análise matemática/estatística sobre dados já divulgados quanto a sua abordagem; quantitativa quanto aos procedimentos de análise; bibliográfica e documental quanto aos procedimentos técnicos de levantamento de dados; *cross section* quanto ao aspecto temporal; *ex-post facto* e sem controle de variáveis.

A pesquisa tem natureza aplicada por gerar conhecimentos para a aplicação prática voltado a preencher uma lacuna existente no processo de avaliação de empresas, pois busca identificar os fatores responsáveis pela distorção existente entre o valor constante no laudo de avaliação da empresa e o seu respectivo valor de mercado. É classificada como descritiva, por descrever as características de determinada população, sendo também considerada explicativa quanto aos objetivos, por buscar identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência da discrepância entre os valores do laudo de avaliação e o de mercado. Tem análise quantitativa com dados secundários, por fazer uso de procedimentos estatísticos com dados disponibilizados no Economática. Do ponto de vista dos procedimentos técnicos a pesquisa é classificada como bibliográfica, por realizar uma ampla pesquisa em livros, artigos e *papers* em busca do “estado da arte” do assunto; é documental por ser elaborada a partir de material que não recebeu tratamento analítico, como os relatórios contábeis, editais de abertura de OPA, prospectos e os laudos de avaliação de empresas que fizeram oferta pública de ações, disponibilizados pela CVM. As empresas analisadas apresentam geralmente um único laudo de avaliação para o período analisado, o que confere a pesquisa uma temporalidade *cross section*. O controle de variáveis é *ex-post facto* uma vez que analisa fatos ocorridos no passado após as variáveis terem interferido sobre o objeto de pesquisa, independente da análise do pesquisador.

4.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população de interesse desse estudo são as empresas brasileiras de capital aberto que realizaram Oferta Pública de Aquisição de Ações e para tanto, contrataram bancos ou empresas de consultoria especializada que atendam aos pressupostos legais da CVM para elaboração de um laudo de avaliação. A coleta de dados abrange o período de 2002 a 2012, contemplando um período de 11 anos. O ano de 2002 é relevante por considerar o início da vigência da Instrução CVM 361/02, que regulamenta o processo das OPA. O corte realizado para o ano de 2012, deve-se a disponibilidade de dados que ainda não foram contabilizados e disponibilizados até a data da coleta de dados.

Os dados utilizados são oriundos de duas fontes: uma documental, representada pelos laudos de avaliação das empresas para ocasião das OPAs, dos quais foram extraídas informações financeiras e de estrutura de propriedade, podendo ainda serem eventualmente complementadas com informações de outros documentos oficiais disponibilizados pela CVM (edital, prospecto, etc.) e uma fonte secundária, coletada da base de dados do Economática, com análise de balanços, mercado de ações, fundos de investimento e títulos públicos. Pelo exposto, considerações de diversas ordens impedem a escolha de uma amostra probabilística, o que levou à escolha por julgamento de membros da população que se ajustam ao recorte da pesquisa, que é a utilização do método do fluxo de caixa descontado para avaliação econômica da empresa. Dessa forma, a amostra desse estudo é do tipo não probabilística e intencional (COSTA NETO, 2005).

Figura 2 - Seleção da amostra



Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

A Figura 2 ilustra o recorte utilizado na pesquisa, considerando o seu período de abrangência de 2002 a 2012, partindo inicialmente do Registro de Emissão e Distribuição de Valores Mobiliários de empresas e fundos que desejam captar recursos no mercado, chega-se a um total de 160 laudos de avaliação de empresas com o objetivo de OPA. Foram inicialmente excluídos os laudos de empresas que não utilizaram a metodologia Fluxo de Caixa Descontado, uma vez que esta metodologia apresenta uma avaliação econômica da empresa utilizando suas projeções futuras, sendo majoritariamente considerada na literatura e por peritos do mercado de valores mobiliários como sendo o método mais robusto para a avaliação das empresas. Também foram excluídos os laudos de bancos e instituições financeiras, por serem consideradas empresas atípicas, corroborando com os estudos de: García-Meca; Sánchez-Ballesta (2011), que estudaram os efeitos sobre o valor da empresa sobre vários aspectos relacionados à estrutura de propriedade; Roosenboom (2012), que investiga o valor justo para as empresas presente nos relatórios dos subscritores franceses antes do processo de IPO e Caixa, Krauter (2013) que testaram se a concentração de propriedade e controle influencia o valor de mercado corporativo. Foram retirados ainda três outros laudos¹⁷, por não se adequarem a pesquisa. Após a análise de adequação dos laudos, um total de 127 laudos de avaliação de empresas, compôs a amostra da pesquisa.

A Tabela 2 detalha o processo de ajuste dos laudos ao critério estabelecido nesta pesquisa, onde é possível observar a exclusão dos laudos da amostra ilustrada na Figura 2.

¹⁷Um a um justificados a seguir: o laudo de avaliação da AES Sul Distribuidora de Energia S. A. utilizado no processo de OPA/CVM (RJ/2005-02670) é o mesmo laudo utilizado por esta Companhia no ano anterior com o processo (RJ/2004-03487); o laudo de avaliação da Eletromoura S. A. (RJ/2006-05611), disponibilizado a CVM em 24/07/2006, tem indicadores financeiros inconsistentes devido a paralisação das atividades operacionais da empresa desde novembro de 2003, sendo a sua receita proveniente de aluguel dos imóveis; por fim, foi excluído o laudo de avaliação da São Carlos Empreendimentos e Participações S. A. (RJ/2005-09719), que utiliza uma variação do método de avaliação do fluxo de caixa descontado com método de ativos e não apresenta as projeções dos indicadores financeiros.

Tabela 2 - Panorama geral das Ofertas Públicas de Aquisição de Ações

Descrição	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TOTAL	%
I - OPAs com laudo	15	19	17	16	17	13	21	12	6	11	13	160	100,0
II - OPAs de Instituições Financeiras com laudo	3	5	2	0	1	1	0	1	0	0	1	14	8,1
(I – II)	12	14	15	16	16	12	21	11	6	11	12	146	91,9
III - Laudos que não utilizaram FCD	0	2	2	3	1	1	3	3	0	1	0	16	10,9
IV - Laudos com FCD negativo	0	2	0	1	4	1	2	0	0	0	2	12	8,2
(I – II – III)	12	12	13	13	15	11	18	8	6	10	12	130	81,9
V - Laudos excluídos e justificados	0	0	0	1	2	0	0	0	0	0	0	3	1,9
Laudos presentes na amostra = (I – II – III – V)	12	12	13	12	13	11	18	8	6	10	12	127	79,4

Fonte: elaborado pelo autor a partir dos laudos de avaliação da CVM, 2015.

Inicialmente foram excluídas as instituições financeiras, correspondendo a 8,1% do total de laudos presentes no período analisado, acarretando assim em uma redução de 160 para 146 laudos. O critério de adequação da pesquisa é estruturado contemplando o uso da metodologia do fluxo de caixa descontado (FCD), excluindo-se assim todos os laudos que não fazem uso dessa metodologia, ou seja 10,9% do total de laudos analisados no período. Após a exclusão dos laudos das instituições financeiras e dos laudos que não utilizam a metodologia FCD, chega-se a um total de 130 laudos, equivalente a 81,9% do total de laudos do período. Considerando-se ainda a não adequação de outros três laudos, também retirados da amostra e justificados na nota de rodapé de número 17, chega-se a uma amostra final com um total de 127 laudos, equivalentes a 79,4% do total de laudos analisados no período.

4.4 DEFINIÇÃO CONSTITUTIVA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

Para Kerlinger (1996) as variáveis utilizadas em uma pesquisa, têm um conceito próprio atribuído por um pesquisador e elaborado de acordo com a necessidade e exigência da teoria e da pesquisa, sendo necessário defini-las constitutiva e operacionalmente. A definição constitutiva ou teórica justifica a utilização da variável recorrendo geralmente à literatura e buscando uma contextualização do seu uso e as definições operacionais formam uma ponte

entre os conceitos e as observações, estabelecendo o que seria necessário para medi-la ou manipulá-la. O Quadro 3 apresenta as definições teórica e operacional da principal variável da pesquisa.

Quadro 3 - Definição Constitutiva e Operacional da variável que capta a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado

Definição Constitutiva	Definição Operacional
É uma variável que busca capturar a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado. O uso do ln busca a normalização dos dados que possuem elevada dispersão, preservando as informações originais. O valor do laudo é aquele valor arbitrado pelo perito financeiro, podendo ser obtido por qualquer das metodologias propostas pela CVM ou uma outra previamente descrita no laudo. O <i>Enterprise Value</i> é um indicador cada vez mais usado como medida de valor da empresa no mercado e foi disponibilizado pelo Economática.	In da discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado: $\ln(\text{valor do laudo}/\text{valor de mercado})$ onde o valor do laudo é o valor considerado justo pelo perito financeiro que elaborou o laudo e o valor de mercado (<i>Enterprise Value</i>) é dado pela cotação*total de ações + debêntures do curto prazo (CP) e longo prazo (LP) + financiamentos CP e LP + adiantamentos de contratos de câmbio - disponibilidades e investimentos de curto prazo, informado pela base de dados Economática na data mais próxima a data de divulgação de cada um dos laudos de avaliação.

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

O Quadro 4 apresenta as *proxies* utilizadas para a análise da estrutura de propriedade, com um foco especial para capturar a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e da propriedade em posse dos gestores das companhias.

Quadro 4 - Definição Constitutiva e Operacional para a concentração de propriedade

Definição Constitutiva	Definição Operacional
A concentração de propriedade em poder do maior acionista é amplamente utilizada como <i>proxy</i> para estrutura de propriedade para observar o controle da companhia, representando a concentração com direito a voto pelo maior acionista. Pressupõe-se que o aumento desta concentração, <i>ceteris paribus</i> , diminuirá o valor de mercado da companhia contribuindo para a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado. Considerando-se a maior possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários devido elevado controle e poder de decisão exercido pelo maior acionista (CLAESSENS et al., 2002).	CP1: percentual de ações ordinárias (com direito a voto) em posse do maior acionista.
As variáveis CP12 e CP123 são utilizadas para observar a concentração de propriedade com direito a voto. Ao somar o percentual de concentração do capital votante em posse do maior acionista com o segundo e posteriormente com o terceiro busca-se variáveis mais densas que sejam capazes de captar o efeito da concentração de propriedade.	CP12: percentual de ações ordinárias (com direito a voto) em posse dos dois maiores acionistas. CP123: percentual de ações ordinárias (com direito a voto) em posse dos três maiores acionistas.
Esta variável capta a concentração de propriedade em posse dos gestores da companhia (ELNATHAN; GAVIOUS; HAUSER, 2009). Na existência de um acionista majoritário, ou bloco de controle, estes geralmente indicam os gestores da companhia.	CP_adm: percentual de ações ordinárias (com direito a voto) em posse dos gestores da companhia.

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

O Quadro 4 apresenta as variáveis relacionadas a estrutura de propriedade, divididas em dois grupos; o primeiro que capta a propriedade em posse do maior acionista, dos dois maiores e dos três maiores acionistas, usualmente utilizado na literatura para observar a concentração de propriedade; o segundo grupo que define a propriedade em posse dos gestores da companhia. O Quadro 5 traz as definições para a variável tamanho da empresa.

Quadro 5 - Definição Constitutiva e Operacional da variável para o tamanho da empresa

Definição Constitutiva	Definição Operacional
Para capturar o tamanho ou porte da empresa a literatura recomenda o uso de uma <i>proxy</i> relacionada a receita, ou o ativo, ou ainda ao número de funcionários. Manawaduge, Zoysa (2013) utilizam o tamanho da empresa (representado pela receita total) como variável de controle para examinar o impacto da estrutura e concentração de propriedade no desempenho da empresa. García-Meca; Sánchez-Ballesta (2011) também utilizam uma <i>proxy</i> para o tamanho da empresa com base no ativo total, para analisar os efeitos sobre o valor da empresa.	Tamanho da empresa (ln ativo total); logaritmo natural do Ativo Total da empresa no ano anterior ao ano de divulgação do laudo de avaliação.

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Um outro aspecto que chama a atenção em relação aos laudos de avaliação, está associado a empresa que elaborou o laudo de avaliação, e o custo a ele relacionado. Desse modo, a variável custo do laudo de avaliação é destacada no Quadro 6.

Quadro 6 - Definição Constitutiva e Operacional para a variável custo do laudo

Definição Constitutiva	Definição Operacional
É o custo que a companhia tem ao contratar uma empresa especializada ou banco para a elaboração do laudo de avaliação que integra o processo de oferta pública de aquisição de ações junto a Comissão de Valores Mobiliários. No entanto, deve ser considerado o fato de que alguns laudos apresentam custos bem mais elevados que outros. Não obstante, algumas empresas possuem um grau de complexidade bem superior as demais. Considerando o aspecto técnico relacionado a elaboração dos laudos, pode-se supor que empresas com maior grau de complexidade de avaliação tenha um custo de avaliação maior que as outras empresas em geral. Destarte, é plausível o uso de uma variável que seja capaz de associar o custo de elaboração do laudo de avaliação ao conhecimento técnico utilizado na elaboração do laudo de avaliação da empresa.	Os laudos de avaliação de empresas utilizados para integrar o processo de oferta pública de aquisição de ações são obrigados a informar o custo referente a sua elaboração. Esse valor quando não é dado em Real brasileiro (BRL) é convertido pelo mercado de câmbio (BACEN) na data de divulgação do laudo de avaliação.

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

As variáveis de interesse da pesquisa são as variáveis relacionadas a estrutura de propriedade apresentadas no Quadro 4, a variável utilizada para representar o tamanho da empresa apresentada no Quadro 5 e a variável custo do laudo definida no Quadro 6. As variáveis relacionadas a liquidez estão apresentadas no Quadro 7.

Quadro 7 - Definição Constitutiva e Operacional das variáveis para liquidez das ações

Definição Constitutiva	Definição Operacional
<p>As quatro variáveis são <i>proxies</i> para capturar o efeito da liquidez das ações no mercado de valores mobiliários. São variáveis de controle na pesquisa. O uso de uma delas em uma regressão dispensa o uso das demais, no entanto, podem ser utilizadas para comparar modelos econométricos. O aumento da concentração de propriedade e o controle pode diminuir a liquidez reduzindo o valor de mercado da companhia (UNO; KAMIYAMA, 2010).</p>	<p>Presença na bolsa, calculado pelo sistema Economática, igual a $100 * (\text{número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido}) / (\text{número total de dias do período})$. Utilizado para o período de um mês anterior à data de divulgação de cada laudo de avaliação.</p> <p>In volume médio negociado, calculado pelo sistema Economática para o período de um mês anterior a data de divulgação de cada laudo de avaliação.</p> <p>Índice de liquidez, calculado pelo sistema Economática. $= 100 * p/P * \sqrt{(n/N * v/V)}$, onde: p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido P = número total de dias do período escolhido n = número negócios com a ação dentro do período escolhido N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido Sendo calculado para o período de um mês anterior à data de divulgação de cada laudo de avaliação.</p> <p>Índice de negociabilidade, calculado pelo sistema Economática para o período de um mês anterior à data de divulgação de cada laudo de avaliação.</p>

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

A pesquisa utiliza também cinco variáveis categóricas com aspecto dicotômico, variáveis *dummies*, para adequar as peculiaridades inerentes às empresas brasileiras de capital aberto que realizam OPA. Estas variáveis são definidas no Quadro 8.

Quadro 8 - Definição Constitutiva e Operacional das variáveis *dummies*

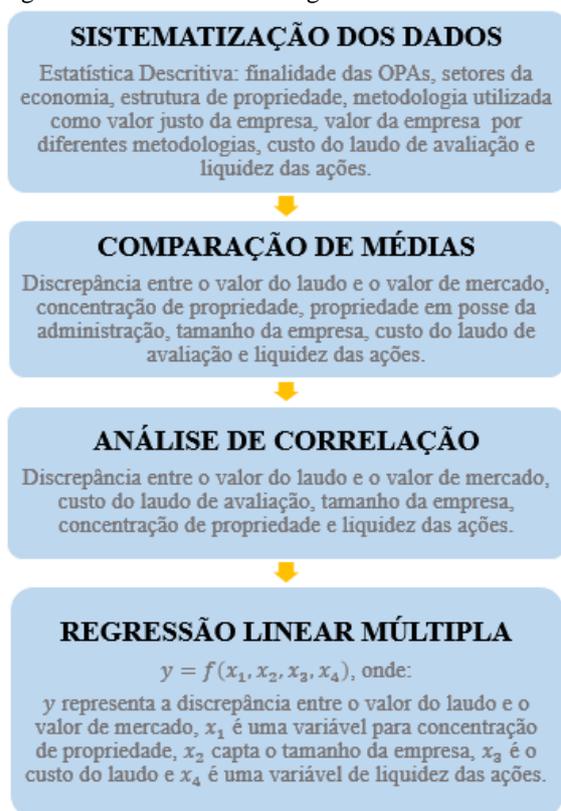
Definição Constitutiva	Definição Operacional
A finalidade de OPA para alienação de controle, como visto na seção 3.4.1, apresenta características de proteção ao acionista minoritário em uma perspectiva diferente dos demais eventos de OPA. Essa proteção marcante ao acionista minoritário, poderá estar a contribuir para um melhor entendimento da discrepância entre o valor da empresa constante no laudo e o seu valor de mercado.	<i>Dummy</i> para o evento alienação de controle, sendo (1) caso favorável e (0) caso contrário.
A presença do acionista majoritário melhora inicialmente o valor da maioria das empresas e depois de um certo período os grandes acionistas tendem a expropriar a riqueza dos acionistas minoritários (LÓPEZ-ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010).	<i>Dummy</i> para o acionista majoritário, sendo (1) caso favorável e (0) caso contrário.
A metodologia de avaliação de empresa pelo fluxo de caixa descontado, utiliza as projeções de indicadores financeiros, que buscam captar: a sua perspectiva de crescimento, o mix de negócios, a necessidade de investimentos, os benefícios fiscais e o valor intrínseco da empresa. Sendo plausível admitir que a obtenção de valores positivos e negativos para o resultado desta análise irá classificar a empresa em relação a sua situação econômica financeira.	<i>Dummy</i> para a empresa que apresenta o valor da avaliação pelo método fluxo de caixa descontado negativo, sendo (1) caso favorável e (0) caso contrário.
O Patrimônio Líquido negativo é um indicador de que a empresa está em uma situação de quebra.	<i>Dummy</i> para a empresa cujo patrimônio líquido do exercício anterior ao ano do laudo é negativo, sendo (1) caso favorável e (0) caso contrário.

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

4.5 TRATAMENTO DOS DADOS

A análise dos dados tem início com o uso da estatística descritiva para sistematizar os processos de OPA e os laudos de avaliação. Em seguida busca-se capturar o efeito das variáveis categóricas no estudo com o uso de comparação de médias. Posteriormente utiliza-se a análise de correlação para um melhor direcionamento das variáveis que constaram nas regressões. Por fim são comparadas diversas regressões onde observa-se a convergência desses resultados, alcançando desse modo uma melhor na análise. A Figura 3 ilustra as etapas do processo de tratamento dos dados.

Figura 3 - Método de abordagem dos dados



Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Os dados foram tratados como na Figura 3, com a utilização dos *softwares*: Excel 2013 e Stata 11, para as análises estatísticas.

Após a familiarização dos dados por meio da estatística descritiva, os dados são submetidos a uma análise com o uso de variáveis categóricas utilizando a comparação de médias com o uso do teste-t e assumindo o pressuposto de que as variâncias dos dois grupos são desiguais. Em seguida é verificada a correlação das variáveis da pesquisa, para reforçar a interpretação das regressões.

Ao realizar as regressões tendo como variável dependente para captar a discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado, o logaritmo natural da divisão destes valores $\ln(\text{valor do laudo}/\text{valor de mercado})$. Quase a totalidade dos modelos apresentaram problema de heterocedasticidade, posteriormente confirmado com os testes de Breusch-Pagan e White. A correção para a heterocedasticidade foi realizada com a utilização do método de Huber-White para erros padrão robusto, proposto no artigo seminal de White (1980) que complementa o trabalho de Huber (1967). Froot (1989) encontra evidências que este estimador é confiável em pequenas amostras, podendo ser útil quando a generalização com mínimos quadrados não for exequível, ou não confiável. Greene (2012) mostra que o problema de

heterocedasticidade surge em inúmeras aplicações *cross section* e considera a correção de White uma estimação robusta.

Neste estudo a discrepância entre o valor da empresa constante no laudo de avaliação para realização de OPA e o seu valor de mercado, será aferida com o uso de regressões *cross-section*. A correção para heterocedasticidade foi realizada com o uso do erro padrão robusto, o que dispensa os testes para heterocedasticidade e normalidade. As variáveis definidas na seção 4.4, testadas com o teste-t na seção 5.3 e com a análise de correlação realizada na seção 5.4, evidenciam a distinção de dois grupos de variáveis já conhecidos: um que capta a estrutura de propriedade com foco na concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas (CP1, CP12 e CP123); e outro que capta a liquidez das ações na bolsa de valores mobiliário com as variáveis (presença na bolsa, volume médio negociado, índice de liquidez e índice de negociabilidade). Além das variáveis pertencentes a estes dois grupos, destacam-se as seguintes variáveis de interesse: o tamanho da empresa, o custo do laudo de avaliação, a concentração de propriedade em posse da administração, *dummy* para a finalidade de OPA alienação de controle e *dummy* para a presença do acionista majoritário. Estas variáveis serão testadas em diversas regressões a fim de confirmar seus resultados, possibilitando o teste das hipóteses propostas na pesquisa.

4.6 QUADRO RESUMO METODOLÓGICO

Uma síntese de toda a metodologia utilizada na pesquisa pode ser facilmente observada no Quadro 9, permitindo ao leitor um panorama rápido de seus pontos mais importantes. Iniciando pelo tema o qual a pesquisa está associada, seguido pelo seu delineamento feito pelo título, passando pela argumentação do problema de pesquisa que representa a motivação desse estudo que é materializada na pergunta de pesquisa. Além dos objetivos que também estão destacados, o Quadro 9 apresenta algumas premissas necessárias para a proposição da tese a ser defendida. As hipóteses estabelecidas para a pesquisa, também são destacadas no Quadro resumo metodológico, seguida de uma seção sobre o suporte teórico da pesquisa que apresenta a literatura intrinsicamente associada aos pontos fundamentais que para esta pesquisa. Destaca-se ainda algumas perguntas de pesquisa, elencadas neste Quadro, que estão associadas aos objetivos específicos, onde é informando o seu método de investigação.

Quadro 9 - Resumo metodológico da pesquisa

Tema	Avaliação de Empresa
Título	Avaliação de Empresas: análise da discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado no Brasil
Problema de Pesquisa	O valor constante no laudo de avaliação fica a cargo do perito responsável pelo seu laudo, entendendo-se assim que o valor do laudo de avaliação é o valor da empresa, por ser fruto do processo de avaliação da empresa. O valor de mercado da empresa, é obtido a partir da cotação de suas ações, representando o valor que o mercado estaria disposto a pagar pelas ações da companhia. A exemplo das fragilidades do mundo globalizado que interferem no valor de mercado, dentre outras variáveis, o valor do laudo também pode estar sob influência de alguma variável. Nesse sentido o estudo torna-se relevante ao investigar as variáveis que podem estar contribuindo para a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado.
Pergunta de Pesquisa	Quais fatores contribuem para a discrepância entre o valor da empresa divulgado no laudo de avaliação, disponibilizado a CVM para ocasião de OPA, e o seu valor de mercado?
Objetivo Geral	Verificar o impacto da estrutura de propriedade; do tamanho da empresa; custo de elaboração do laudo de avaliação; do evento ou finalidade do laudo de avaliação, liquidez das ações da companhia e do método de avaliação, para explicar a diferença entre o valor de mercado e o valor da avaliação das empresas que constam nos laudos realizados por peritos financeiros para ocasião de OPA junto a CVM.
Objetivos Específicos	I.sistematizar as variáveis disponíveis que estão relacionadas aos laudos de avaliação de empresas disponibilizados pela CVM; II.identificar que fatores estão contribuindo para a distorção entre o valor de mercado e o valor da empresa constante no laudo disponibilizado à CVM, para ocasião de OPA; III.analisar estatisticamente quais são os fatores explicativos para as discrepâncias identificadas; IV.verificar se a estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto têm alguma relação com a discrepância entre o valor da empresa divulgado no laudo de avaliação e o seu valor de mercado.
Premissas	1. A partir de 2002 as empresas brasileiras interessadas em realizar OPA, de acordo com a Instrução CVM 361/02, devem apresentar um laudo de avaliação da empresa junto a CVM, estando de acordo com os seus pré-requisitos, utilizando pelo menos três metodologias de avaliação de empresas e constando uma indicação do preço considerado justo a luz do perito financeiro que elaborou o respectivo laudo; 2. ao tornar público o valor da empresa constante no laudo de avaliação o mercado poderá refletir esta informação diretamente no valor de suas ações; 3. diversos interesses estão envolvidos, comprometendo a imparcialidade do perito financeiro responsável pelo laudo de avaliação; 4. a avaliação de um ativo levanta inúmeros questionamentos e traz discordância quanto a metodologia utilizada;
Tese a ser defendida	A discrepância entre o valor do laudo de avaliação de empresa, disponibilizado pela CVM para ocasião de OPA, e o valor de mercado da empresa podem ser explicados por fatores do tipo: estrutura de propriedade, tamanho da empresa, custo de elaboração do laudo de avaliação, finalidade do laudo de avaliação, liquidez das ações da companhia e método de avaliação.
Hipóteses	H1: A concentração de propriedade interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado. H2: A propriedade em posse de gestores interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado. H3: A realização de laudos tendo a finalidade de alienação de controle está associada a uma sobreavaliação do valor da empresa em relação ao valor de mercado. H4: O tamanho da empresa interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado. H5: O custo do laudo de avaliação interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado. H6: A liquidez da empresa no mercado interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.

Suporte Teórico da Pesquisa	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Razões para a distorção no valor dos laudos – Elnathan, Gavius e Hauser (2009); Cunha (2011); Cunha; Martins; Assaf Neto (2012); Demsetz e Lehn (1985). ▪ Estrutura de propriedade e valor da empresa – García-Meca e Sánchez-Ballesta (2011); Caixa, Krauter (2013); López-Iturriaga e Crisóstomo (2010); Claessens et al. (2002); Miguel, Pindado e Torre (2004); Manawaduge, Zoysa (2013); Roosenboom (2012); Demsetz, Villalonga (2001); Okimura, Silveira, Rocha (2007). 				
Suporte Metodológico da Pesquisa	Delineamento da Pesquisa	Quanto à Natureza	Aplicada		
		Quanto aos Objetivos	Descritiva e explicativa		
		Quanto à estratégia de abordagem do problema	Análise estatística de dados já divulgados		
	População e Amostra	Não Probabilística e intencional			
	Procedimentos Técnicos de Coleta dos Dados	Dados Secundários	Bibliográfica, documental		
	Procedimentos de Tratamento e Análise dos Dados	Abordagem	Matemática/estatística		
		Recorte Temporal	<i>Cross section</i>		
		Controle das Variáveis	Sem controle e manipulação das variáveis; <i>ex-post facto</i> .		
		Análise	Quantitativa		
	Perguntas de pesquisa, vinculação com os objetivos específicos e métodos de investigação	Pergunta de Pesquisa		Objetivos Específicos	Método de investigação
		Como perceber um padrão de regularidade entre os laudos de avaliação de empresas disponibilizados pela CVM?		I	Uso da estatística descritiva de forma exaustiva nos dados
Que fatores estão contribuindo para a discrepância entre o valor da empresa e o valor de mercado?		II, III	Comparação de médias, análise de correlação e regressão		
Os acionistas majoritários e os minoritários teriam os mesmos objetivos em relação a expectativa de valor dos laudos de avaliação dessas companhias para ocasião de OPA?		IV	Comparação de modelos de regressão linear múltipla		
Qual seriam as consequências da divulgação de um laudo de uma dessas companhias contendo uma avaliação superior àquela encontrada no mercado?		III	Regressão linear múltipla		
O evento alienação de controle, que é detentor de características especiais, por ser considerado hostil ao acionista minoritário, poderia exercer alguma influência sobre esta discrepância?		II, III, IV	Comparação de médias, análise de correlação e comparação de modelos econométricos		

Fonte: elaborado pelo autor, 2015; adaptado de SOUZA, 2014.

5 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A análise dos dados inicia-se com uma caracterização minudente que descreve e explica de forma contextualizada os principais aspectos relacionados aos processos de avaliação de empresas no Brasil a partir de dados obtidos dos laudos de avaliação de empresas que foram disponibilizados a CVM para ocasião de OPA durante o período de 2002 a 2012. Iniciando com o processo de Oferta Pública de Aquisição de Ações até chegar aos laudos de avaliação utilizados na amostra, como ilustrado na Figura 2. A análise apresenta as razões que ocasionaram os processos de avaliação no período, a evolução dos processos ao longo do período, a frequência de tais processos por setor da economia, e as metodologias empregadas na avaliação de empresas no Brasil.

A comparação de discrepância entre valor de laudo e valor de mercado das empresas é também realizada para distintas características das empresas, de modo a ter-se uma visão de possíveis características das empresas e de processos de avaliação que possam contribuir para a divergência de valor. Em seguida procede-se a análise multivariada, que inclui a análise de correlação e regressão múltipla.

5.1 CARACTERIZAÇÃO DOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Os laudos de avaliação de empresas utilizados nas OPAs são classificados de acordo com a Instrução CVM 361/02 em seis eventos: cancelamento de registro, aumento de participação, alienação de controle, avaliação voluntária, aquisição de controle e concorrente, sendo os três primeiros, respectivamente, de caráter obrigatório, como discutido no item 3.4.1. Um único processo de OPA pode contemplar mais de um evento, sendo denominado de OPA unificada, tendo em seu registro o nome da OPA obrigatória, como OPA principal. Há determinados processos de OPA registrados na CVM que não chegaram a ser concluídos e as ações da companhia aberta não foram ofertadas. Há também determinados processos de OPA que não têm laudos de avaliação, alguns tendo sido até finalizados, e outros que receberam procedimento diferenciado.

A classificação das OPAs para o período analisado é apresentada na Tabela 3 a seguir.

Tabela 3 - Classificação das OPAs registradas pela CVM no período de 2002 a 2012

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TOTAL	%
I - Cancelamento de registro	16	15	15	13	9	7	10	5	2	9	10	111	57,2
II - Aumento de participação	1	1	1	1	2	0	2	0	0	0	2	10	5,2
III - Alienação de controle	4	4	2	3	8	9	8	11	6	5	1	61	31,4
IV - Voluntária	2	2	1	0	1	0	1	1	1	1	1	11	5,7
V - Aquisição de controle	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
VI - Concorrente	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,5
TOTAL	23	23	19	17	20	16	21	17	9	15	14	194	100,0
OPA unificada	2	3	6	2	2	3	3	3	1	1	2	28	14,4
OPA unificada registrada com evento I	2	3	6	1	2	2	2	1	0	0	1	20	10,3
OPA unificada registrada com evento III	0	0	0	1	0	1	1	2	1	1	1	8	4,1
OPA diferenciada	2	3	0	0	0	1	0	0	0	0	0	6	3,1
OPA com leilão	22	19	18	15	19	15	21	15	5	15	14	178	91,8
OPA sem leilão e sem oferta	1	4	1	2	1	1	0	2	4	0	0	16	8,2
OPA com laudo, sem leilão e sem oferta	1	4	1	2	1	1	0	2	2	0	0	14	7,2
OPA sem laudo	8	4	2	1	3	3	0	5	3	4	1	34	17,5
OPA com laudo	15	19	17	16	17	13	21	12	6	11	13	160	82,5

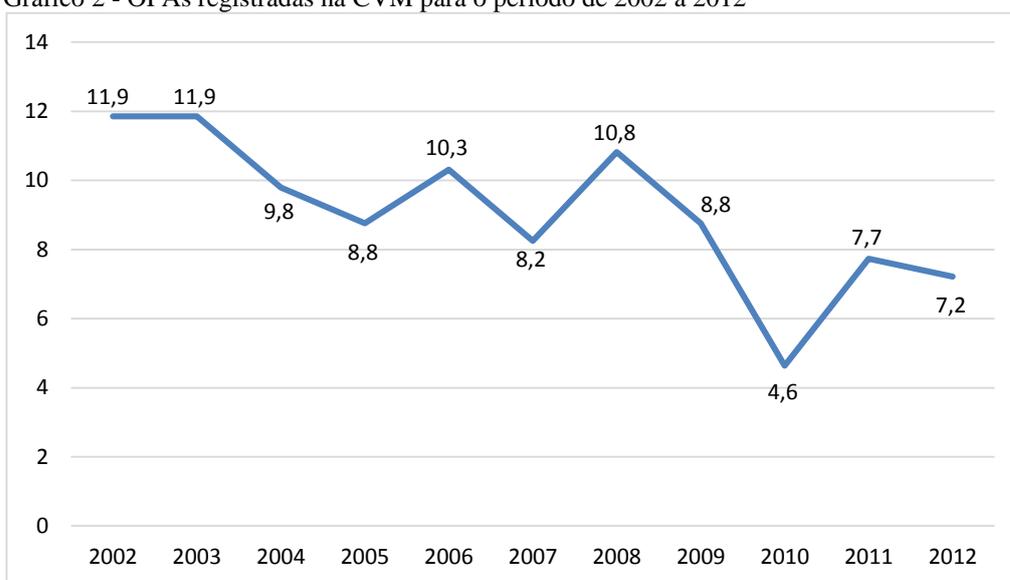
Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, 2015.

A classificação das OPAs registradas pela CVM para o período de 2002 a 2012, é apresentada na Tabela 3, com os seus respectivos valores absolutos e relativos para cada uma das categorias analisadas. Nesse período foram registrados na CVM um total de 194 OPAs, das quais 57,2% são OPAs obrigatórias realizadas como condição para a realização de cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários (bolsa ou mercado de balcão); 31,4% são OPAs obrigatórias realizadas como condição de eficácia de negócio jurídico para alienação de controle de companhia aberta e 5,2% são OPAs obrigatórias realizadas em consequência do aumento de participação do acionista controlador no capital social da companhia aberta. Durante o período analisado 11 OPAs, correspondendo a 5,7% do total, são classificadas com a finalidade de OPA voluntária, visando à aquisição de ações de emissão de companhia aberta que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos para as OPAs obrigatórias. No decorrer dos onze anos

analisados, tem-se um único registro de Oferta Pública Concorrente de Aquisição de Ações, em 2003 pela Rhodia-Ster S. A., ocasião em que acionistas minoritários obtiveram a aquisição do controle da Emissora, optando pelo seu fechamento de capital, por meio do cancelamento de registro de companhia aberta.

A seguir o Gráfico 2 ilustra os valores relativos anuais das Ofertas Públicas de Ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários durante o período de 2002 a 2012.

Gráfico 2 - OPAs registradas na CVM para o período de 2002 a 2012



Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, 2015.

Nota: percentuais calculados para o total de 194 OPAs no período.

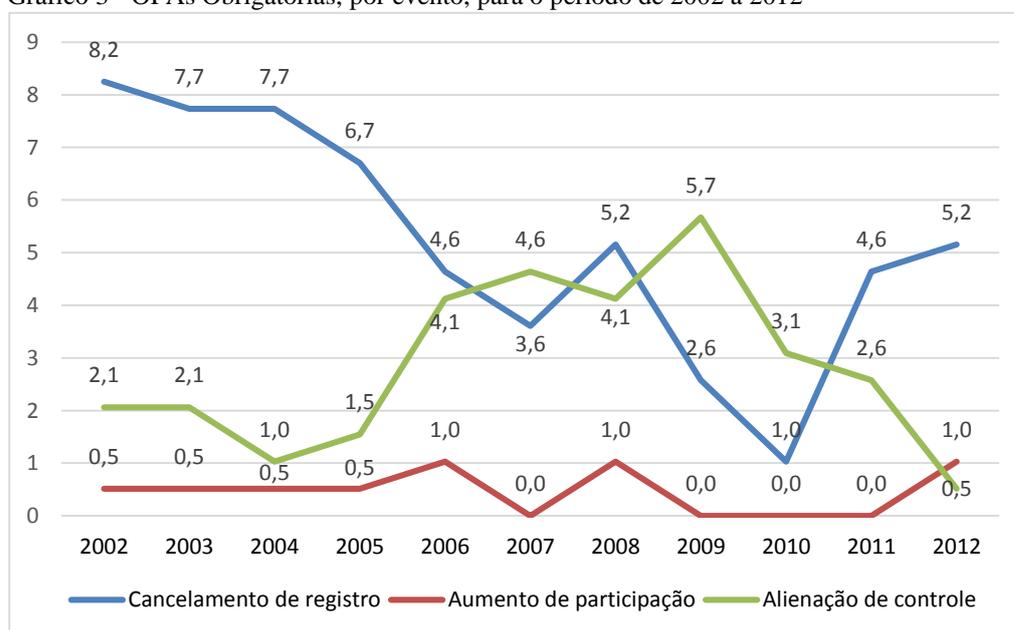
Elnathan, Gavius, Hauser (2010) destacam que eventos como o estouro da bolha tecnológica (bolha das empresas ponto com); fraudes financeiras maciças (por exemplo, a *Enron Corporation*) e a crise do *subprime*; levantaram novas dúvidas quanto ao valor apresentado pelos peritos financeiros na avaliação da empresa. Percebe-se no Gráfico 2 uma redução de 10,3% para 8,2% do total de OPAs registradas em 2007, que pode estar relacionado ao início da crise financeira internacional desencadeada com a desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas de alto risco dos Estados Unidos. A crise *subprime* nos USA, chegou ao seu auge nos meses de agosto e setembro de 2008 com a estatização dos gigantes do mercado de empréstimos pessoais e hipotecas, a *Federal National Mortgage Association* (FNMA) e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC), seguido do pedido de concordata do banco *Lehman Brothers*, a venda do *Bank of America*, desencadeando uma série de falências e quebras de instituições financeiras.

O crescimento associado ao ano de 2008, que eleva de 8,2% para 10,8% as OPAs no Brasil, deve-se a uma série de condições econômicas financeiras que proporcionaram naquele

momento uma aparente estabilidade no mercado nacional. Em maio de 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA (bolsa de ações), passa por uma fusão com a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F (bolsa de derivativos), sendo criada a BM&FBOVESPA, tornando-se na época a terceira maior bolsa do mundo em volume de negócios. Ainda no segundo semestre de 2008 com uma acentuada redução no volume internacional de comércio, a fuga de capitais de curto prazo no Brasil e a queda no preço das *commodities*, reflexos da crise mundial começam a ser vistos com uma queda de 10,8% para 8,8% do total de OPAs em 2009, chegando ao histórico patamar de 4,6% em 2010. Nos anos subsequentes de 2011 e 2012, o mercado de OPA começa a reagir apresentando um crescimento de 4,6% para 7,7% em 2011, seguido de uma leve queda para 7,2% em 2012, mas ainda defasado em relação à média dos anos de 2002 a 2008, que antecede ao período da crise, que é de 10,2%.

O Gráfico 3 a seguir permite uma comparação entre os três tipos de OPAs obrigatórias; cancelamento de registro, aumento de participação e alienação de controle; que perfazem um total de 93,8% do total de OPAs registradas na CVM de 2002 a 2012.

Gráfico 3 - OPAs Obrigatórias, por evento, para o período de 2002 a 2012



Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, 2015.

Nota: percentuais calculados para o total de 194 OPA no período.

O evento cancelamento de registro de companhia aberta, ou o “fechamento de capital” responde por 57,2% das OPAs registradas no período. O principal motivo que leva uma empresa à bolsa de valores (IPO) é o de se capitalizar, atraindo assim mais sócios (acionistas). Dentre os motivos mais recorrentes que levam as empresas a fecharem capital, destacam-se: o

financeiro, quando as ações estão muito baratas e o controlador resolve adquirir todas, ou uma decisão estratégica, pois em uma empresa de capital fechado os acionistas minoritários tornam-se menos expressivos, exercendo menor pressão para a tomada de decisões, concedendo desse modo maior mobilidade aos administradores. Durante o processo de fechamento de capital há um desalinhamento entre os interesses dos sócios controladores e dos acionistas minoritários, o primeiro grupo busca reduzir ao máximo os investimentos necessários para a recompra das ações em circulação no mercado, enquanto o segundo fica na expectativa de receber um valor justo por suas ações. A OPA para cancelamento de registro atua, de fato, como uma proteção legal aos acionistas minoritários, ao introduzir a obrigatoriedade da oferta pública para aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado (*free float*), como condição para o fechamento do capital.

A finalidade da OPA por alienação de controle de companhia aberta caracteriza-se pelo fato do novo acionista controlador ter a obrigação de realizar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos acionistas minoritários titulares de ações com direito a voto¹⁸. O caráter obrigatório é conferido pelo Art. 254-A da Lei 6.404/76 (Lei das S. A.), inserido com a reforma em 2001, repristinando o direito de venda conjunta (*tag along*), em que o adquirente se obriga a fazer oferta pública de aquisição de ações com direito a voto, de propriedade dos demais acionistas da companhia, assegurando-lhes o preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante ao bloco de controle. O objetivo da alienação do controle acionário de uma companhia aberta se caracteriza, de fato, pela transferência do poder de dominação sobre a atividade exercida na companhia pelo acionista controlador, ou bloco de controle, e não uma simples cessão de um bloco de ações. A Instrução CVM 361/02, também com o objetivo de resguardar os acionistas minoritários, prevê no §5º do art. 29 que “[...] a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.”, assegurando dessa forma a obrigatoriedade de realização desta OPA sempre que determinada operação resulte na efetiva transferência de poder de dirigir as atividades da companhia.

Um percentual expressivo de 31,4% das OPAs realizadas no período analisado, ocorreram com o objetivo de resguardar os acionistas minoritários, na ocasião em que o acionista controlador negociou suas ações com direito a voto, realizando assim uma OPA obrigatória por alienação de controle. Uma das características desse evento é a mudança do comando da companhia, no Gráfico 3, é possível observar uma maior concentração no período

¹⁸Ações ordinárias - ON

de 2006 a 2009, correspondendo para esses quatro anos 58,9% do total de OPAs realizadas com esta finalidade dentro do período analisado de onze anos. Durante esse período de maior concentração da finalidade de OPA para alienação de controle a crise econômica mundial era desencadeada pela insolvência das hipotecas *subprime* de alto risco nos USA, atingindo seu ápice em 2009, com 5,7% do total das OPAs realizadas de 2002 a 2012.

A finalidade de OPA para o aumento de participação, apesar de ser uma OPA obrigatória, deve ser levado em conta na sua análise os valores absolutos anuais coletados no período, que variam de nenhuma a duas OPAs com essa finalidade. Essa baixa frequência com que ocorrem estas OPAs prejudica a análise do real motivo que leva ao aumento de participação do acionista controlador no capital da empresa.

A Tabela 3 apresenta também que 28 dos 194 processos de OPAs realizadas (14,4%), estão relacionados a OPA unificada, que representam a aglutinação de duas ou mais modalidades de OPA que o ofertante deseja realizar. Observando-se os requisitos impostos pelo §2º do art. 34 da Instrução CVM 361/02, “A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das modalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.”. Buscando desse modo assegurar a compatibilização dos procedimentos e a ausência de prejuízos aos acionistas minoritários.

As OPAs unificadas estão registradas na CVM com um destaque para a modalidade principal da OPA. Para o período analisado observa-se a ocorrência de apenas dois tipos de registros de OPAs unificadas: as OPAs unificadas registradas como cancelamento de registro (10,4%), e as OPAs unificadas registradas como alienação de controle (4,1%).

Os procedimentos gerais elencados com a Instrução CVM 361/02 referem-se aos seguintes pontos: princípios gerais, formas de liquidação financeira, intermediação, avaliação (laudo de avaliação), instrumento de OPA (prospecto ou edital), a publicação e o leilão. Sendo dirigida indistintamente aos titulares de ações de mesma espécie e classe objeto da OPA, independente de se tratar de uma OPA obrigatória ou não, devendo estes guardarem sigilo de suas ofertas até a sua divulgação no mercado. No período analisado apenas 6 OPAs registradas na CVM tiveram processos diferenciados, correspondendo a 3,1% do total.

Para o período analisado 91,8% das OPAs foram ofertadas em leilões e 8,2% não tiveram oferta. Destaca-se o fato de que 7,2% do total de OPAs terem o laudo de avaliação e não foram ofertadas, correspondendo a 14 das 16 OPAs que não tiveram ofertas em leilão. A Tabela 3 apresenta o quantitativo de OPAs ano a ano para o período analisado que têm ou não o laudo de avaliação da companhia. Das 194 OPAs realizadas de 2002 a 2012, existem 160

desses processos com laudo de avaliação, correspondendo a 82,5% do total, e apenas 17,5% que ocorreram sem a existência do laudo de avaliação.

5.2 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

A amostra final ilustrada na Figura 2 e descrita na Tabela 2, conta com um total de 127 laudos de avaliação. Inicialmente é realizada a sistematização dos dados, agrupando as variáveis que estão relacionadas e percebendo o seu efeito conjunto.

A Tabela 4 apresenta uma análise conjunta dos laudos de avaliação com as finalidades das OPAs.

Tabela 4 - Frequência das finalidades de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações

Finalidade	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TOTAL	%
I - Cancelamento de registro	8	10	11	10	5	6	9	4	2	7	9	81	63,8
(% ano)	66,7	83,3	84,6	83,3	38,5	54,6	50,0	50,0	33,3	70,0	75,0		
(% I)	9,9	12,4	13,6	12,4	6,2	7,4	11,1	4,9	2,5	8,6	11,1	100,0	
(% tot)	6,3	7,9	8,7	7,9	3,9	4,7	7,1	3,2	1,6	5,5	7,1	63,8	
II - Aumento de participação	1	0	0	0	0	0	2	0	0	0	2	5	3,9
(% ano)	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,1	0,0	0,0	0,0	16,7		
(% II)	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	0,0	0,0	0,0	40,0	100,0	
(% tot)	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	1,6	3,9	
III - Alienação de controle	3	2	1	2	7	5	6	4	4	2	0	36	28,4
(% ano)	25,0	16,7	7,7	16,7	53,9	45,5	33,3	50,0	66,7	20,0	0,0		
(% III)	8,3	5,6	2,8	5,6	19,4	13,9	16,7	11,1	11,1	5,6	0,0	100,0	
(% tot)	2,4	1,6	0,8	1,6	5,5	3,9	4,7	3,2	3,2	1,6	0,0	28,4	
IV - Voluntária	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1	1	5	3,9
(% ano)	0,0	0,0	7,7	0,0	7,7	0,0	5,6	0,0	0,0	10,0	8,3		
(% IV)	0,0	0,0	20,0	0,0	20,0	0,0	20,0	0,0	0,0	20,0	20,0	100,0	
(% tot)	0,0	0,0	0,8	0,0	0,8	0,0	0,8	0,0	0,0	0,8	0,8	3,9	
Total	12	12	13	12	13	11	18	8	6	10	12	127	100,0
%	9,5	9,5	10,2	9,5	10,2	8,7	14,2	6,3	4,7	7,9	9,5	100,0	

Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM.

Legenda: (% ano) percentual do evento em relação a todos os eventos para cada ano – observado na coluna dos anos; (% I, II, III, IV) percentual anual dos eventos em relação ao período analisado – observado na linha dos eventos; (% tot) percentual de distribuição anual de cada evento em relação ao total da amostra (n = 127).

As finalidades das OPAs para o período analisado de 2002 a 2012, pode ser vista na Tabela 4 sob vários aspectos: a frequência ocorrida ano a ano, os percentuais de ocorrência de cada evento ano a ano, a distribuição relativa de cada evento ao longo do período analisado e os percentuais de cada evento em relação ao total da amostra para cada ano. Para o período

		Cancelamento de registro	Aumento de participação	Alienação de controle	Voluntária	Total					
Outros	(% S)	5	45,5	1	9,1	5	45,5	11	100,0		
	(% E)		7,7		20,0		15,2				
	(% tot)		4,6		0,9		4,6		10,2		
Papel e Celulose	(% S)	1	100,0					1	100,0		
	(% E)		1,5								
	(% tot)		0,9						0,9		
Petróleo e Gás	(% S)	1	33,3		2	66,7		3	100,0		
	(% E)		1,5			6,1					
	(% tot)		0,9			1,9			2,8		
Química	(% S)	8	66,7		4	33,3		12	100,0		
	(% E)		12,3			12,1					
	(% tot)		7,4			3,7			11,1		
Siderurgia e Metalúrgica	(% S)	11	73,3		4	26,7		15	100,0		
	(% E)		16,9			12,1					
	(% tot)		10,2			3,7			13,9		
Software e Dados	(% S)	2	100,0					2	100,0		
	(% E)		3,1								
	(% tot)		1,9						1,9		
Telecomunicações	(% S)	1	14,3		5	71,4	1	14,3	7	100,0	
	(% E)		1,5			15,2		20,0			
	(% tot)		0,9			4,6		0,9	6,5		
Têxtil	(% S)	5	71,4	1	14,3	1	14,3	7	100,0		
	(% E)		7,7		20,0		3,0				
	(% tot)		4,6		0,9		0,9		6,5		
Transporte e Serviços	(% S)	1	25,0	1	25,0	1	25,0	1	25,0	4	100,0
	(% E)		1,5		20,0		3,0		20,0		
	(% tot)		0,9		0,9		0,9		0,9	3,7	
Veículos e peças	(% S)	5	83,3		1	16,7		6	100,0		
	(% E)		7,6			3,0					
	(% tot)		4,6			0,9			5,6		
Total		65		5		33		5	108	100,0	
			100,0		100,0		100,0		100,0	100,0	
			60,2		4,6		30,6		4,6	100,0	

Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM e base de dados Econômica, 2015.

Legenda: (%S) percentual do setor para cada um dos eventos – observado na linha dos setores; (%E) percentual dos setores para o total de cada um dos eventos – observado na coluna dos eventos; (% tot) percentual de distribuição de cada evento por setor em relação ao total da amostra (n = 108).

Uma análise conjunta dos setores com a finalidade das OPAs é apresentada na Tabela 5. A base de dados Econômica utiliza uma classificação setorial própria dividida em 20 categorias, além de uma outra, denominada “outros” que contempla os demais setores da economia. Nessa pesquisa, por uso apenas das empresas não financeiras, o setor “finanças e seguros” utilizado no econômica, é representado apenas empresas de seguro, para fins dessa pesquisa, estando os demais setores com a mesma nomenclatura original. Os três setores que se destacam com o maior percentual são: Siderurgia e Metalúrgica (13,9% do total); Alimentos e Bebidas (13,0%); e Química (11,1%), totalizando 38,0% do total de 108 empresas analisadas.

A Tabela 6 apresenta a estatística descritiva realizada para a estrutura de propriedade, onde é possível observar aspectos inerentes a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas (CP1, CP12 e CP123) e em posse dos gestores das companhias (CP_adm).

Tabela 6 - Estatística descritiva para a estrutura de propriedade

% Ações com direito a voto	CP1	CP12	CP123	CP_adm
Nº observações	89	89	89	80
média	74,40	84,75	87,25	2,42
mediana	78,53	90,46	91,31	0,00
desvio-padrão	23,428	17,997	15,919	11,69
coeficiente de variação	0,315	0,212	0,182	4,833
min	12,09	22,15	30,52	0,00
max	100,00	100,00	100,00	94,66
p1	12,09	22,15	30,52	0,00
p99	100,00	100,00	100,00	94,66
p5	28,47	49,27	56,52	0,00
p95	99,99	100,00	100,00	12,98
p10	38,94	59,71	66,49	0,00
p90	99,95	99,96	99,98	1,34

Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, Econômica, 2015.

Legenda: CP1 – concentração de propriedade (percentual de ações com direito a voto) em posse do maior acionista; CP12 – concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas; CP123 – concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas; CP_adm – concentração de propriedade em posse da administração; p 1, 5, ..., 99 – percentis.

A presença marcante de um bloco de controle é observada na Tabela 6 com a concentração de propriedade em posse do maior acionista (CP1) com percentual médio (74,40%) e mediana (78,53%) do total das ações com direito a voto em seu poder, acompanhado de uma baixa medida de dispersão relativa onde o coeficiente de variação é igual a 0,315, indicando pouca variabilidade em relação à média, ou seja, pouca rotatividade sobre a propriedade dessas ações. A concentração de propriedade sob a posse dos dois maiores acionistas (CP12) e dos três maiores acionistas (CP123) apresentam respectivamente os seguintes valores percentuais para média (mediana), 84,75% (90,46%) e 87,25% (91,31%). Com coeficientes de variação $cv(CP12) = 0,212$ e $cv(CP123) = 0,182$, que evidenciam uma menor variação da média.

A variável que capta a propriedade em posse da administração (CP_adm) apresenta valores para a média (mediana) de 2,42% (0,00%), ao observar os seus percentis $p90 = 1,34\%$, $p95 = 12,98\%$ e $p99 = 94,66\%$, observa-se a presença de um *outlier*, que provavelmente esteja afetando a média distanciando-a de seu valor mediano. Trata-se do laudo da Companhia Maranhense de Refrigerantes realizado em 2006 com finalidade de alienação de controle que apresenta uma propriedade em posse dos gestores com 94,66% do capital votante. O segundo

maior percentual de capital votante da amostra em posse dos gestores é o da Eleva Alimentos S. A., com 36,01%, que em 2008 realizou OPA com esta mesma finalidade. De qualquer modo, se pode evidenciar que a concentração de propriedade em posse da gestão nessas empresas de capital aberto é inexpressiva.

Na Tabela 7 a seguir é apresentada a frequência de utilização das metodologias usadas para calcular o valor de avaliação considerado justo recomendado no laudo.

Tabela 7 - Metodologia de avaliação vis-à-vis o valor justo da empresa

Método de avaliação	Frequência	%
Preço Médio Ponderado por Ação	5	3,94
Valor Patrimonial da Ação	1	0,79
Fluxo de Caixa Descontado	104	81,89
outros	17	13,39
Total	127	100,00

Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, 2015.

Os laudos de avaliação de empresa utilizados para ocasião de OPA devem apresentar a indicação de um valor considerado justo¹⁹. Este valor deve ser arbitrado pelo perito financeiro responsável pelo laudo. Na ocasião em que for utilizada uma metodologia diferente daquelas previstas nas Instruções CVM 361/02 e 436/06, o laudo deverá conter uma explicação detalhada do método alternativo utilizado. A Tabela 7 apresenta para as três metodologias de avaliação de empresa mais utilizadas nos laudos, a distribuição de frequência da metodologia que deu suporte ao valor considerado justo pelo perito financeiro, ou seja, o valor do laudo.

A metodologia do fluxo de caixa descontado foi utilizada em 104 laudos de avaliação (81,89% do total), como aquela que é capaz de definir o valor justo para as ações da companhia. Reforçando a opinião de alguns desses peritos financeiros que consideram a metodologia do fluxo de caixa descontado como sendo aquela capaz de calcular de forma mais robusta o valor da empresa. Por outro lado, a metodologia que calcula o preço médio ponderado por ação para um período de doze meses, considerado por alguns peritos financeiros como sendo o próprio valor de mercado das ações é considerada como valor justo em apenas 5 desses laudos, equivalente a 3,94%.

As diferentes metodologias utilizadas nos laudos de avaliação têm suas estatísticas descritivas apresentadas na Tabela 8 a seguir.

¹⁹Instrução CVM 436/06, no seu Anexo III, inciso XII, alínea 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”.

Tabela 8 - Estatística descritiva dos valores da empresa por diferentes metodologias

	Preço Médio Ponderado por Ação	Valor Patrimonial da Ação	Fluxo de Caixa Descontado	Múltiplos de Mercado	Múltiplos de Transações
Nº observações	91	124	127	25	12
média	2.413,90	931,79	2.089,46	2.047,99	1.908,63
mediana	485,48	195,17	331,80	619,53	991,24
desvio-padrão	4.806,00	2.032,04	5.986,45	4.828,09	2.292,35
coeficiente de variação	1,991	2,181	2,865	2,357	1,201
min	0,29	-1.047,94	-27.070,80	-1.732,08	17,38
max	28.867,92	12.458,00	32.451,00	24.086,50	7.727,69
p1	0,29	-460,94	-180,88	-1.732,08	17,38
p99	28.867,92	11.876,00	28.376,00	24.086,50	7.727,69
p5	2,05	-59,30	-34,75	17,38	17,38
p95	11.210,62	3.967,00	8.344,00	5.455,00	7.727,69
p10	7,81	-6,11	0,16	23,32	80,32
p90	5.256,17	2.069,83	5.762,00	3.930,31	4.012,00

Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, 2015.

Nota: Valores em milhões de reais.

Como mostrado no Quadro 2, as diferentes metodologias de avaliação utilizadas nos laudos para ocasião de OPA têm vantagens e desvantagens, na visão dos peritos que elaboraram os laudos. A Tabela 8 permite uma visão geral do valor obtido na avaliação da empresa com o uso dessas metodologias. A utilização das metodologias Preço Médio Ponderado por Ação, Valor Patrimonial da Ação e Fluxo de Caixa Descontado, nos laudos de avaliação têm sido mais frequentes que a utilização da metodologia de Múltiplos (Mercado e Transação). O uso demasiado das três primeiras metodologias em relação a metodologia de múltiplos nos laudos de avaliação é facilmente observado ao se comparar a média entre esses dois grupos que é de 114 e 18,5, respectivamente. Isso mostra que a utilização dos métodos de múltiplos nos laudos de avaliação, para empresas não financeiras, durante o período de 2002 a 2012, é praticamente inexpressível. De acordo com a opinião de alguns peritos financeiros que elaboraram os laudos de avaliação utilizados nas OPAs, apresentadas no Quadro 2, uma restrição frequente ao uso das metodologias de múltiplos é dada pela dificuldade de se encontrar empresas que operam no Brasil e que sejam identicamente comparáveis. Alguns autores, como Imam, Chan, Shah (2013), ressaltam a utilização frequente do método de múltiplos em empresas estrangeiras, comparando-os ao uso da metodologia do fluxo de caixa descontado.

A média (mediana) do valor patrimonial da ação 931,788 (195,166) é bem inferior aos valores obtidos pelo preço médio ponderado da ação 2.413,904 (485,483) e fluxo de caixa descontado 2.089,458 (331,800). Isso evidencia que estas empresas possuem em geral algo que não está sendo captado pela metodologia de avaliação do valor patrimonial da ação, como por

exemplo, o seu ativo intangível, o *goodwill* e suas perspectivas futuras. Os métodos do fluxo de caixa descontado e do preço médio ponderado da ação aparentam seguir na mesma direção, ao se observar as medidas de centralidade e alguns percentis. A Tabela 9 apresenta a relativização desses valores obtidos pelas diferentes metodologias em relação ao valor de mercado de cada uma das companhias, além da descrição dos valores relativos da avaliação da empresa constante no laudo e o seu valor de mercado.

Tabela 9 - Estatística descritiva dos valores obtidos pelos métodos de avaliação relativizado pelo valor de mercado

	Preço Médio Ponderado por Ação/EV	Valor Patrimonial da Ação/EV	Fluxo de Caixa Descontado/EV	Múltiplos de Mercado/EV	Múltiplos de Transações/EV	Valor da Empresa/EV
Nº observações	82	90	91	19	10	91
média	0,785	-1,959	0,285	0,756	1,292	0,912
mediana	0,732	0,455	0,845	0,796	0,845	0,875
desvio-padrão	0,481	15,470	3,870	0,466	1,181	0,496
coeficiente de variação	0,612	-7,898	13,600	0,616	0,914	0,544
min	0,143	-138,556	-33,589	-0,505	0,213	0,049
max	3,864	2,017	3,450	1,782	4,101	3,450
p1	0,143	-138,556	-33,589	-0,505	0,213	0,049
p99	3,864	2,017	3,450	1,782	4,101	3,450
p5	0,211	-7,104	-0,924	-0,505	0,213	0,179
p95	1,408	1,416	1,687	1,782	4,101	1,678
p10	0,331	-0,076	0,050	0,149	0,409	0,398
p90	1,157	1,062	1,456	1,294	3,367	1,499

Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, Economática, 2015.

Legenda: EV - *Enterprise Value* (valor da empresa atribuído pelo mercado fornecido pelo Economática).

A Tabela 9 apresenta os valores obtidos pelos métodos de avaliação e o valor considerado justo no laudo de avaliação (valor da empresa) divididos pelo valor de mercado da empresa (*Enterprise Value*). Ao comparar o número de observações das Tabelas 8 e 9, percebe-se a presença de alguns *missing value*, que aparentemente podem estar interferindo nos valores obtidos para o Valor Patrimonial da Ação/EV, que reduziu o n de 124 (na Tabela 8) para 90 (Tabela 9). Essa redução acentuada do número de observações acarretou em uma média negativa, divergindo do resultado obtido na análise mostrada na Tabela 8. Não obstante, registre-se o fato de que as metodologias Preço Médio Ponderado por Ação e Múltiplos de Transação, bem como o *Enterprise Value*, não podem resultar em valores negativos para a empresa. A ausência de alguns valores para o *Enterprise Value* poderá interferir em algumas análises descritivas que fazem o uso da média, sendo, portanto, a mediana uma medida uma

medida mais adequada ao analisar a Tabela 9. O Valor da Empresa/EV apresenta um desvio-padrão de 0,496 e um coeficiente de variação de 0,544, ambos considerados baixos, evidenciando que os dados para esta variável possuem certa regularidade. Os valores da média (mediana), 0,912 (0,875), desta variável indicam que a avaliação realizada para a empresa é capaz de explicar de 87,5% a 91,2% do valor de mercado destas empresas. Ficando algo entre 8,8% a 12,5% relacionado a discrepância existente do valor da empresa divulgado no laudo e o seu respectivo valor de mercado.

Na Tabela 10 é apresentada a estatística descritiva do ativo total, que é utilizado como *proxy* para o tamanho da empresa, e do custo do laudo de avaliação.

Tabela 10 - Estatística para o ativo total e o custo do laudo de avaliação

	Ativo total (milhões R\$)	Custo do laudo (R\$)
Nº observações	73	122
média	2.108,07	626.361,50
mediana	353,80	150.000,00
desvio-padrão	4.789,61	1.349.780,00
coeficiente de variação	2,27	2,16
min	0,89	0,00
max	28.897,60	8.720.000,00
p1	0,89	6.000,00
p99	28.897,60	6.415.500,00
p5	10,82	15.000,00
p95	12.967,80	3.334.600,00
p10	25,63	20.400,00
p90	6.263,35	1.500.000,00

Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, 2015.

Como visto na Tabela 10 em média os laudos elaborados por peritos financeiros custam R\$ 626.361,50, com valor mediano de R\$ 150.000,00. Variando de um custo zero, no caso em tela trata-se de uma empresa²⁰ que foi avaliada por uma consultoria que mantinha um contrato de prestação de serviço e resolveu não cobrar pelo laudo, até R\$ 8.720.000,00. Os laudos de avaliação para serem aceitos pela CVM, no processo de OPA, devem ser elaborados por consultorias ou bancos especializados com comprovada experiência técnica e previamente cadastrados junto à CVM.

A Tabela 11 apresenta a estatística descritiva das quatro *proxies* de liquidez que foram coletadas da base Econômica, calculadas para o período de um mês anterior à data de

²⁰Companhia Paraibuna de Metais, (RJ/2002-03304), realizou OPA Unificada em 2002. A McKinsey LTDA S/C declara neste laudo, ter recebido da Companhia Brasileira de Alumínio a título de remuneração nos últimos doze meses, o valor de R\$ 946.588,83 e que o trabalho de elaboração deste laudo de avaliação não estava previsto como obrigação em contrato, no entanto, nenhum valor adicional foi cobrado por sua execução.

divulgação do laudo de cada uma das empresas, a fim de evitar uma eventual interferência na ocasião da divulgação do laudo de avaliação da empresa.

Tabela 11 - Estatística descritiva dos indicadores de liquidez

	Presença na Bolsa	Índice de Liquidez	Índice de Negociabilidade	Volume Médio Negociado
Nº observações	108	108	91	101
média	48,36	0,10	0,12	4.140,73
mediana	35,00	0,00	0,00	21,00
desvio-padrão	43,03	0,35	0,41	15.814,62
coeficiente de variação	0,89	3,52	3,37	3,82
min	0,00	0,00	0,00	0,00
max	100,00	2,77	3,11	129.557,00
p1	0,00	0,00	0,00	0,00
p99	100,00	1,50	3,11	78.628,00
p5	0,00	0,00	0,00	0,00
p95	100,00	0,51	0,61	18.536,00
p10	0,00	0,00	0,00	0,00
p90	100,00	0,24	0,21	5.960,00

Fonte: elaborado pelo autor, laudos da CVM, Economática, 2015.

Nota: Volume Médio Negociado (mil R\$).

A variável Presença na Bolsa é dada em termos percentuais; Índice de Liquidez e Índice de Negociabilidade, são índices calculados pelo Economática, e Volume Médio Negociado reflete a média do volume negociado das ações. As variáveis Ativo Total e Volume Médio Negociado apresentam elevado desvio-padrão e uma amplitude acentuada.

5.3 ANÁLISE DOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO COM O USO DE VARIÁVEIS CATEGÓRICAS

Nesta seção as variáveis de interesse na pesquisa serão comparadas com as variáveis categóricas relacionadas à: finalidade de OPA para a alienação de controle, presença do acionista majoritário, fluxo de caixa descontado e patrimônio líquido; descritas no Quadro 8. A comparação de médias realizada entre os dois grupos para a mesma variável categórica utiliza o teste-t, assumindo o pressuposto de que as variâncias são desiguais.

Os grupos com e sem alienação de controle são relevantes para a pesquisa por que geralmente quando uma empresa realiza OPA com a finalidade de alienação de controle, já tem ocorrido a transferência do controle da companhia com a venda das ações do acionista majoritário ou do bloco de controle. Haja visto que o objetivo desta OPA, de caráter obrigatório é assegurar que os acionistas que não têm vínculo com o acionista majoritário ou bloco de

controle, tenham um mecanismo de proteção que garanta o direito²¹ de alienar as suas ações por valor similar àquele pago ao controlador (*tag along*). Em se tratando de companhias com o capital pulverizado (aquelas que não têm a presença de um acionista majoritário), a oferta pública para aquisição de controle é uma alternativa para adquirir o controle da companhia. Nessa pesquisa, a amostra utilizada é composta predominantemente por acionistas majoritários com 83,15%, desse modo, pode-se generalizar que para esta amostra os laudos de avaliação com a finalidade de OPA para alienação de controle foram elaborados com a participação dos acionistas majoritários ou bloco de controle, antes de realizarem a venda de suas ações.

As variáveis fluxo de caixa descontado e patrimônio líquido são testadas cada uma em dois grupos, um em que elas apresentam valor positivo e no outro em que apresentam valor negativo. O primeiro desses grupos é uma indicação de que a companhia não está em situação financeira desfavorável e o segundo de que a companhia está em uma situação financeira desfavorável. Espera-se que estas duas variáveis financeiras apresentem resultados coerentes, sendo diferenciadas apenas pelo fato de que o resultado da avaliação da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado tem o caráter da subjetividade associada ao perito que fez a avaliação e o patrimônio líquido por ser *ex-post facto*.

A Tabela 12 apresenta a comparação de médias entre as variáveis categóricas e a variável que capta a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado.

Tabela 12 - Comparação de médias para a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado

Variáveis categóricas	n	média	p - value
OPAs sem a finalidade de alienação de controle	60	-0,3440	0,0316
OPAs com a finalidade de alienação de controle	31	-0,1143	
Ausência do acionista majoritário	14	-0,0202	0,0138
Presença do acionista majoritário	64	-0,3195	
Fluxo de Caixa Descontado positivo	84	-0,2440	0,1980
Fluxo de Caixa Descontado negativo	7	-0,5277	
Patrimônio Líquido positivo	79	-0,2031	0,0897
Patrimônio Líquido negativo	11	-0,7055	

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Observa-se na Tabela 12 que os laudos de avaliação com finalidade de OPA para alienação de controle, apresentam a média da discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado superior, quando comparados ao grupo sem esta finalidade de OPA. Esse resultado tem significância estatística de 5% e indica uma tendência dos laudos utilizados para OPA com

²¹Previsto no artigo 257 da Lei 6.404/76.

a finalidade de alienação de controle estarem sobreavaliados em relação ao mercado. Alinhado com esse resultado, a Tabela 12 mostra também que a ausência do acionista majoritário em média está interferindo para que o laudo de avaliação tenha valor acima do valor de mercado, com significância de 2%. As hipóteses nulas para o fluxo de caixa descontado e para o patrimônio líquido não foram rejeitadas ao nível de 5% de significância, para efeito desta amostra analisada, em relação a estas variáveis as médias dos dois grupos são estatisticamente iguais. Ou seja, a situação financeira da companhia, verificada pelo patrimônio líquido e pelo fluxo de caixa descontado, não interfere na discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado.

A Tabela 13 apresenta a comparação de médias para a concentração de propriedade em posse do maior acionista (CP1), dos dois maiores acionistas (CP12) e dos três maiores acionistas (CP123), que é testada inicialmente em relação a finalidade alienação de controle. Ao comparar médias de dois grupos, um com e outro sem esta finalidade de OPA, observa-se que com o aumento da concentração de propriedade o grupo sem a finalidade de OPA para alienação de controle apresenta média superior ao grupo com esta finalidade de OPA, com significância de 1%. Ou seja, as empresas de capital aberto que realizam OPA com a finalidade de alienação de controle têm sua concentração de propriedade em média mais diluída que as empresas sem esta finalidade de OPA. A menor concentração de propriedade em posse do maior acionista aparenta favorecer a venda direta de suas ações antes da realização da OPA com finalidade de alienação de controle.

Tabela 13 - Comparação de médias para a concentração de propriedade

Variáveis categóricas	Maior acionista			Dois maiores			Três maiores		
	n	média	p - value	n	média	p - value	n	média	p - value
OPAs sem a finalidade de alienação de controle	61	78,92	0,0076	61	88,97	0,0040	61	91,50	0,0017
OPAs com a finalidade de alienação de controle	28	64,55		28	75,57		28	77,98	
Fluxo de Caixa Descontado positivo	82	72,96	0,0014	82	83,85	0,0002	82	86,40	0,0000
Fluxo de Caixa Descontado negativo	7	91,30		7	95,43		7	97,18	
Patrimônio Líquido positivo	78	72,59	0,0023	78	83,93	0,0242	78	86,60	0,0517
Patrimônio Líquido negativo	10	88,74		10	91,60		10	92,23	

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Ao comparar as médias da concentração de propriedade para grupos com uma situação financeira favorável ou não, a Tabela 13 revela que empresas que têm uma maior concentração de propriedade estão em uma situação financeira desfavorável. Este resultado foi verificado com significância estatística de 1% em relação ao fluxo de caixa descontado, e com significância variando de 1% a 6% para o patrimônio líquido, à medida que aumenta a concentração de propriedade. De modo geral, empresas com propriedade mais difusa apresentam uma situação financeira mais favorável.

A propriedade em posse dos gestores é testada em relação a comparação de médias com as variáveis categóricas e apresentadas na Tabela 14.

Tabela 14 - Comparação de médias para a propriedade em posse da administração

Variáveis categóricas	n	média	p - value
OPAs sem a finalidade de alienação de controle	53	1,14	0,1599
OPAs com a finalidade de alienação de controle	27	4,93	
Ausência do acionista majoritário	9	0,00	0,0471
Presença do acionista majoritário	50	1,46	
Fluxo de Caixa Descontado positivo	74	1,34	0,2011
Fluxo de Caixa Descontado negativo	6	15,78	
Patrimônio Líquido positivo	66	0,99	0,1244
Patrimônio Líquido negativo	13	9,85	

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

A hipótese nula de que os grupos com e sem a finalidade de OPA para alienação de controle têm médias iguais para a propriedade em posse da administração, não é rejeitada ao nível de 5% de significância, ou seja, para esta amostra a propriedade em posse dos gestores não interfere nessa finalidade da OPA. O grupo com a presença do acionista majoritário apresenta maior concentração de propriedade em posse da administração com significância de 5%. As hipóteses nulas que verificam a situação financeira favorável para um grupo e não favorável para o outro, não é rejeitada ao nível de significância de 5%, portanto, a propriedade em posse da administração não apresenta diferença de médias em relação a situação financeira da companhia. Ou seja, a propriedade em posse dos gestores independe da situação financeira da companhia.

O tamanho da empresa que utiliza a *proxy* do logaritmo natural para o ativo total é apresentado na Tabela 15 com os testes-t de comparação de média.

Tabela 15 - Comparação de médias para o tamanho da empresa

Variáveis categóricas	n	média	p - value
OPAs sem a finalidade de alienação de controle	59	19,3701	0,0153
OPAs com a finalidade de alienação de controle	14	20,5098	
Ausência do acionista majoritário	6	22,2648	0,0130
Presença do acionista majoritário	42	19,7402	
Fluxo de Caixa Descontado positivo	65	19,7940	0,0072
Fluxo de Caixa Descontado negativo	8	17,9208	
Patrimônio Líquido positivo	58	20,1080	0,0001
Patrimônio Líquido negativo	15	17,5809	

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Empresas que realizaram OPA com a finalidade de alienação de controle apresentam em média um maior tamanho em relação às companhias que realizaram OPA com outra finalidade, resultado significativo a 2%. Há, portanto, uma tendência de que a pressão realizada pelos acionistas minoritários, para constituírem OPA na ocasião em que ocorrer a mudança do comando da companhia pela venda das ações com direito a voto do acionista majoritário ou bloco de controle, seja mais acentuada em empresas maiores. A Tabela 15 mostra também que empresas com a presença do acionista majoritário são em média, menores que as empresas com a propriedade pulverizada, com 2% de significância. Ou seja, empresas de maior tamanho não têm a presença de um acionista majoritário. Empresas com o fluxo de caixa descontado positivo e o patrimônio líquido positivo, têm em média um maior tamanho, resultado significativo a 1%. De modo geral, pode se afirmar que empresas com situação financeira favorável apresentam maior tamanho. O custo do laudo de avaliação é submetido ao teste-t para comparação de médias e apresentado na Tabela 16.

Tabela 16 - Comparação de médias para o custo do laudo de avaliação

Variáveis categóricas	n	média	p - value
OPAs sem a finalidade de alienação de controle	88	11,7144	0,0019
OPAs com a finalidade de alienação de controle	33	12,7813	
Ausência do acionista majoritário	13	13,6038	0,0003
Presença do acionista majoritário	73	12,0624	
Fluxo de Caixa Descontado positivo	109	12,2016	0,0000
Fluxo de Caixa Descontado negativo	12	10,2233	
Patrimônio Líquido positivo	100	12,2976	0,0000
Patrimônio Líquido negativo	20	10,5202	

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

O custo de elaboração do laudo de avaliação é em média maior em empresas que têm a finalidade de OPA para alienação de controle, com significância de 1%. Ao compara esse resultado com os da Tabela 12, há indícios de que empresas com a finalidade de OPA para

alienação de controle tiveram um maior custo pela elaboração do laudo de avaliação e foram sobreavaliadas. A presença do acionista majoritário reduz o custo do laudo de avaliação, resultado a 1% de significância. Empresas em situação financeira favorável apresentam em média um maior custo para a elaboração do laudo de avaliação, com 1% de significância. A Tabela 17 a seguir apresenta a comparação de médias para a liquidez das ações.

Tabela 17 - Comparação de médias para as variáveis relacionadas a liquidez das ações

Variáveis categóricas	Índice de liquidez			Índice de negociabilidade			ln do volume médio negociado			Presença na bolsa		
	n	média	P - value	n	média	P - value	n	média	P - value	n	média	P - value
OPAs sem a finalidade de alienação de controle	74	0,06	0,1056	62	0,08	0,1273	70	2,84	0,0003	74	41,67	0,0094
OPAs com a finalidade de alienação de controle	34	0,18		29	0,22		31	5,65		34	62,90	
Ausência do acionista majoritário	15	0,45	0,0313	13	0,55	0,0393	14	7,46	0,0006	15	80	0,0051
Presença do acionista majoritário	74	0,05		65	0,06		71	3,31		74	47,303	
Fluxo de Caixa Descontado positivo	100	0,11	0,0022	85	0,13	0,0032	93	3,97	0,0000	100	50,91	0,0041
Fluxo de Caixa Descontado negativo	8	0,001		6	0,002		8	0,5256		8	16,42	
Patrimônio Líquido positivo	93	0,12	0,0020	80	0,14	0,0030	87	4,23	0,0000	93	54,26	0,0000
Patrimônio Líquido negativo	14	0,001		10	0,001		13	0,38		14	10,56	

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Os índices de liquidez e negociabilidade, apresentados na Tabela 17, não rejeitam a hipótese nula de que os grupos com e sem a finalidade de OPA para alienação de controle têm médias iguais, ao nível de significância estatística de 5%. Esse resultado se contrapõe ao resultado obtido para as outras duas *proxies* para a liquidez das ações. O volume médio negociado e a presença na bolsa rejeitam a hipótese nula com 1% de significância, indicando que empresas com a finalidade de OPA para alienação de controle, têm em média maior liquidez. Para efeitos desta análise admitir a não rejeição da hipótese nula para os índices de liquidez e negociabilidade indica a possibilidade de incorrer no erro do tipo II (aceitação de uma hipótese falsa). Em uma análise mais detalhada nesses resultados, pode se observar que para os índices de liquidez e negociabilidade apesar de não terem sido significativos apresentam maior média para os grupos com a finalidade de OPA para alienação de controle. De fato, a

justificativa de que empresas com esta finalidade de OPA apresentam em média maior liquidez é bastante razoável uma vez que elas têm o seu capital mais pulverizado com mais ações em especulação no mercado (*free float*).

A Tabela 17 expõe que empresas com ausência do acionista majoritário têm em média maior liquidez, resultado significativo para as quatro *proxies* de liquidez, com significância variando de 1% a 4%. As variáveis que captam a situação financeira das empresas indicam que empresas com situação financeira favorável ($FCD > 0$ e $PL > 0$) apresentam em média maior liquidez, com significância de 1% para os resultados desta análise.

O Quadro 10 apresenta uma síntese para as análises realizadas com comparação de médias vistas nas Tabelas 12 a 17. Na coluna da esquerda estão as quatro variáveis categóricas utilizadas, que possuem aspecto dicotômico. As cores azul e vermelha representam a maior e menor média gerada pelo teste-t, respectivamente. A significância do teste-t é dada em escalas de 1%, 5% e 10%, sendo representadas pelo uso de *, **, ***, respectivamente. As variáveis que captam a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas (CP1, CP12 e CP123), aparecem hachuradas para a variável categórica relacionada ao acionista majoritário, devido à ausência desta análise, devido ao aspecto endógeno. Células em branco representam a não significância do teste-t para os parâmetros estabelecidos.

Ao testar a hipótese H3 (a realização de laudos tendo a finalidade de alienação de controle está associada a uma sobreavaliação do valor da empresa em relação ao valor de mercado), a mesma foi confirmada com a comparação de médias envolvendo a variável para a discrepância $\ln(\text{valor do laudo}/\text{valor de mercado})$ e a variável categórica que divide a amostra em grupos com e sem a finalidade de OPA para alienação de controle.

Quadro 10 - Síntese dos resultados para comparação de médias

Variáveis categóricas	ln(vl laudo/vl mercado)	CP1	CP12	CP123	CP_adm	ln(ativo total)	ln(custo laudo)	Índice Liquidez	Índice Negociabilidade	ln(volume médio negociado)	Presença na bolsa
OPAs sem a finalidade de alienação de controle	**	***	***	***		**	***			***	***
OPAs com a finalidade de alienação de controle	**	***	***	***		**	***			***	***
Ausência do acionista majoritário	**				**	**	***	**	**	***	***
Presença do acionista majoritário	**				**	**	***	**	**	***	***
Fluxo de Caixa Descontado positivo		***	***	***		***	***	***	***	***	***
Fluxo de Caixa Descontado negativo		***	***	***		***	***	***	***	***	***
Patrimônio Líquido positivo	*	***	**	*		***	***	***	***	***	***
Patrimônio Líquido negativo	**	***	**	*		***	***	***	***	***	***

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Legenda: * apresenta maior média e tem significância de 10%; ** apresenta maior média e tem significância de 5%; *** apresenta maior média e tem significância de 1%; * apresenta menor média e tem significância de 10%; ** apresenta menor média e tem significância de 5%; *** apresenta menor média e tem significância de 1%;

5.4 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DOS FATORES RELACIONADOS A DISCREPÂNCIA ENTRE O VALOR DO LAUDO E O VALOR DE MERCADO

A análise de correlação para as variáveis de interesse na pesquisa é apresentada na Tabela 18. A variável que capta a discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado (ln valor laudo/valor mercado) mostrou-se significativamente correlacionada a 1%, com as variáveis custo do laudo (ln custo laudo) e tamanho da empresa (ln ativo total). O sinal positivo em ambas indica que quanto maior o valor da empresa divulgado no laudo de avaliação comparado ao seu valor de mercado maior será o custo de elaboração desse laudo e maior será o tamanho da empresa.

Tabela 18 - Análise de Correlação

	ln (valor laudo/valor mercado)	ln (custo laudo)	ln (ativo total)	CP1	CP12	CP123	CP_adm	Presença na Bolsa	ln (vol. médio negociado)	Índice de Liquidez	Índice de Negociabilidade
ln (valor laudo/valor mercado)	1,0000										
ln (custo laudo)	0,3767 (0,0003)	1,0000									
ln (ativo total)	0,3808 (0,0090)	0,7875 (0,0000)	1,0000								
CP1	0,0670 (0,5600)	-0,3158 (0,0031)	-0,3032 (0,0362)	1,0000							
CP12	-0,0034 (0,9768)	-0,3059 (0,0042)	-0,1939 (0,1866)	0,8483 (0,0000)	1,0000						
CP123	0,0303 (0,7921)	-0,2704 (0,0118)	-0,1187 (0,4216)	0,7678 (0,0000)	0,9693 (0,0000)	1,0000					
CP_adm	-0,2951 (0,0245)	-0,1868 (0,1014)	-0,1775 (0,2434)	-0,0761 (0,5667)	-0,1288 (0,3311)	-0,1354 (0,3066)	1,0000				
Presença na Bolsa	0,2516 (0,0162)	0,5540 (0,0000)	0,5954 (0,0000)	-0,2915 (0,0056)	-0,2343 (0,0271)	-0,2001 (0,0602)	-0,0487 (0,6932)	1,0000			
ln (vol. méd. negociado)	0,2678 (0,0112)	0,6036 (0,0000)	0,6663 (0,0000)	-0,4225 (0,0001)	-0,4072 (0,0001)	-0,3811 (0,0003)	-0,0102 (0,9374)	0,8943 (0,0000)	1,0000		
Índice de Liquidez	0,1763 (0,0945)	0,2474 (0,0118)	0,4084 (0,0015)	-0,2849 (0,0068)	-0,1955 (0,0664)	-0,1466 (0,1703)	-0,0641 (0,6034)	0,3415 (0,0003)	0,4902 (0,0000)	1,0000	
Índice de Negociabilidade	0,1776 (0,0977)	0,2244 (0,0367)	0,4017 (0,0046)	-0,3004 (0,0075)	-0,1876 (0,1001)	-0,1216 (0,2891)	-0,0622 (0,6399)	0,3045 (0,0033)	0,4535 (0,0000)	0,9921 (0,0000)	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Legenda: sig. 1% sig. 5% sig. 10%

CP1 – Percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista; CP12 – Percentual de ações ordinárias em posse dos dois maiores acionistas; CP123 – Percentual de ações ordinárias em posse dos três maiores acionistas; CP_adm – Percentual de ações ordinárias em posse dos gestores da companhia.

A propriedade em posse da administração é significativa a 5% e apresenta uma correlação negativa com variável que capta a discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado da companhia, indicando que a propriedade em posse do gestor não apresenta a tendência de sobreavaliar a empresa em relação ao mercado. O que pode estar indicando a não interferência do gestor na elaboração do laudo de avaliação. As variáveis presença na bolsa e o volume médio negociado mostraram-se significativas a 5%, e positivamente correlacionadas com a variável que capta a discrepância entre o valor do laudo e valor de mercado, indicando que quanto maior a presença das ações na bolsa, bem como o seu volume médio negociado; maior o valor do laudo desta companhia, em relação ao valor de mercado.

A variável custo do laudo apresenta uma forte correlação (0,7875, a 1% sig.) com a variável que capta o tamanho da empresa (ln ativo total). Este resultado poderá indicar a presença de multicolinearidade entre estas variáveis. Este resultado também indica que empresas de maior tamanho tendem a ter um custo mais elevado para a elaboração do seu laudo de avaliação. O custo do laudo correlaciona-se negativamente com CP1, CP12 e CP123, com 1% de significância para os dois primeiros e a 2% para o terceiro. Essas variáveis que captam a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas evidenciam uma tendência de que quanto maior o percentual de capital votante, menor será o custo de elaboração do laudo de avaliação da empresa, corroborando com o resultado apresentado na Tabela 16 para comparação de médias envolvendo o custo do laudo e o acionista majoritário. Pois como apresentado na análise descritiva a propriedade em posse do maior acionista (CP1) é predominantemente marcada pela presença do acionista majoritário com 83,15%. Destaca-se também a correlação da variável custo do laudo, com as variáveis presença na bolsa e volume médio negociado, com 0,5540 (a 1% sig.) e 0,6036 (a 1% sig.), respectivamente. A correlação positiva do custo do laudo com estas variáveis de liquidez indica que quanto maior a presença na bolsa de valores e quanto maior o seu volume médio negociado, maior será o valor cobrado na elaboração do laudo de avaliação. Ou seja, empresas que apresentam maior liquidez tendem a ter um maior custo de elaboração do laudo de avaliação.

A variável utilizada para mensurar o tamanho da empresa (ln ativo total) apresenta uma correlação variando de 0,4017 a 0,6663 para as variáveis que captam a liquidez, sendo todas significativas a 1%. Indicando de modo geral que quanto maior o tamanho da empresa, maior será a tendência de ter bons indicadores de liquidez. O ln (ativo total) apresenta correlação de -0,3032 (a 5% sig.) com a concentração de propriedade em posse do maior acionista (CP1), indicando uma tendência a que empresas maiores tenham uma menor concentração de

propriedade em posse do maior acionista. Ou seja, uma tendência a que empresas de maior porte tenham a propriedade mais dispersa, corroborando com os resultados encontrados por Manawaduge, Zoysa (2013), que examinou o impacto da estrutura e concentração de propriedade sobre o desempenho de empresas no Sri Lanka.

As variáveis relacionadas à concentração de propriedade (CP1, CP12 e CP123) não foram significativas em relação a variável que capta a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado. Indicando a necessidade de outros testes para averiguar possíveis problemas de heterocedasticidade com a variável utilizada para captar a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado. A concentração de propriedade em posse do maior acionista apresenta também uma correlação negativa com as quatro variáveis que captam a liquidez das ações no mercado de valores mobiliário, sendo todas significativas a 1%. Indicando que quanto maior a concentração de propriedade em posse do maior acionista menor será a liquidez destas ações. Este resultado está relacionado à demanda por estas ações, que aparentemente mostra-se reduzida, podendo chegar a afetar o seu valor, quando existir uma elevada concentração de propriedade em posse do maior acionista.

A concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas aparece fortemente correlacionada com a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas 0,9693 (a 1% sig.), sendo este um caso de multicolinearidade. Estas variáveis (CP12 e CP123), apresentam uma correlação negativa com as variáveis utilizadas para medir a liquidez das ações, seguindo a mesma análise realizada para a concentração de propriedade em posse do maior acionista.

As variáveis que captam a liquidez mostraram-se positivamente correlacionadas entre si, sendo significativas a 1%, o que permite uma análise coletiva (em bloco), sem acarretar perda de generalidade a sua interpretação.

O Quadro 11 apresenta a síntese da análise de correlação vista na Tabela 18, permitindo uma visualização rápida dos resultados apresentados. O efeito das correlações é dado pelos sinais + (positivamente correlacionadas) e - (negativamente correlacionadas), destacados pelas cores azul e vermelha. A significância é dada pela escala de 10%, 5% e 1%, em que os sinais aparecem uma, duas e três vezes respectivamente. Células em branco indicam a não significância da correlação em relação aos parâmetros estabelecidos.

A análise de correlação permite a verificação das hipóteses H2, H4, H5 e H6, facilmente observadas na coluna um do Quadro 11, que apresenta a correlação para a variável que capta a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado.

Quadro 11 - Síntese da análise de correlação

	ln(vl laudo/vl mercado)	CP1	CP12	CP123	CP_adm	ln(ativo total)	ln(custo laudo)	Índice Liquidez	Índice Negociabilidade	ln(volume médio negociado)	Presença na bolsa
ln(vl laudo/vl mercado)											
CP1											
CP12		+++									
CP123		+++	+++								
CP_adm	--										
ln(ativo total)	+++	--									
ln(custo laudo)	+++	---	---	--		+++					
Índice Liquidez	+	---	-			+++	++				
Índice Negociabilidade	+	---				+++	++	+++			
ln(volume médio negociado)	++	---	---	---		+++	+++	+++	+++		
Presença na bolsa	++	---	--	-		+++	+++	+++	+++	+++	

Fonte: elaborado pelo autor

Legenda: + Correlação positiva a 10% de significância; ++ Correlação positiva a 5% de significância; +++

Correlação positiva a 1% de significância; - Correlação negativa a 10% de significância; -- Correlação negativa a 5% de significância; --- Correlação negativa a 1% de significância.

A correlação negativa com 5% de significância entre as variáveis propriedade em posse dos gestores (CP_adm) e a variável que capta a discrepância ln(valor do laudo/valor de mercado), não confirma a hipótese H2 (a propriedade em posse de gestores interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado).

A hipótese H4 (o tamanho da empresa interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado), é confirmada com a correlação positiva e significativa a 1% entre as variáveis ln(ativo total) e ln(valor do laudo/valor de mercado).

As variáveis ln(custo do laudo) e ln(valor do laudo/valor de mercado), ao se correlacionarem positivamente e com 1% de significância, confirma a seguinte hipótese H5 (o custo do laudo de avaliação interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado).

A hipótese H6 (a liquidez da empresa no mercado interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado) é confirmada com as quatro variáveis que captam a liquidez (índice de liquidez, índice de negociabilidade, ln(volume médio negociado) e presença na bolsa), em relação a variável que capta a discrepância ln(valor do

laudo/valor de mercado), com nível de significância de 5% a 10%.

5.5 ANÁLISE DOS FATORES DETERMINANTES DA DISCREPÂNCIA ENTRE O VALOR DO LAUDO E O VALOR DE MERCADO COM O USO DE REGRESSÕES

A comparação de médias e a análise de correlação, apresentadas nos itens 5.3 e 5.4, respectivamente, já evidenciam possíveis fatores determinantes da discrepância entre o valor da empresa sugerido pelo laudo de avaliação e o seu respectivo valor de mercado. Nesta seção a busca por fatores determinantes desta discrepância é realizada por meio de regressões *cross-section*, cuja variável dependente é representada pelo logaritmo natural da divisão do valor do laudo pelo valor de mercado, possibilitando posteriormente observar a convergência desses resultados. Devido à escassez de literatura que trate especificamente desta discrepância, o presente estudo procurou abordar as variáveis explicativas de forma mais abrangente para que posteriormente dê um melhor suporte a outras pesquisas. Desse modo, o que está proposto não é a validação de um modelo econométrico, mas sim a constatação de alguns fatores que podem estar contribuindo para essa discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado, tendo como foco não a magnitude, mas sim o efeito entre essas variáveis. O quadro 12 apresenta as variáveis utilizadas nas regressões.

Quadro 12 - Variáveis utilizadas nas regressões

Variável Dependente	ln(valor do laudo/valor de mercado)	Capta a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado.
Variáveis Explicativas	CP1 – Percentual de ações ordinárias com direito a voto em posse do maior acionista	Grupo de variáveis que representam a concentração de propriedade
	CP12 – Percentual de ações ordinárias com direito a voto em posse dos dois maiores acionistas	
	CP123 – Percentual de ações ordinárias com direito a voto em posse dos três maiores acionistas	
	CP_adm – Percentual de ações ordinárias com direito a voto em posse dos gestores da companhia	
	ln ativo total	Proxy para o tamanho da empresa
	ln custo do laudo	Variável relacionada ao conhecimento técnico da empresa contratada para a elaboração do laudo de avaliação
	Índice de liquidez	Grupo de variáveis que captam a liquidez das ações da companhia
	Índice de negociabilidade	
	ln do volume negociado	
Presença na bolsa		

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Por representar um estudo pioneiro para os determinantes da discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado da companhia, as regressões utilizam apenas duas

ou três variáveis explicativas para a percepção do efeito entre estas variáveis, atendendo desse modo ao princípio da parcimônia. Não obstante foram testadas regressões contendo apenas uma destas variáveis explicativas, apresentando em geral baixos índices de ajustes e baixo poder de explicação, sendo desconsideradas nesse estudo.

Foram estimados modelos que incorporam diferentes aspectos da concentração de propriedade: concentração nas mãos do principal, dos dois principais, e dos três principais acionistas, além da propriedade nas mãos de diretores da empresa. O grupo de variáveis para a concentração de propriedade (CP1, CP12, CP123 e CP_adm), por ser considerado de extrema relevância para esta pesquisa, tem sempre uma variável presente em cada uma das regressões do presente estudo. Nessa perspectiva as regressões são agrupadas em duas tabelas para cada uma das variáveis de concentração de propriedade, sendo uma com duas e a outra com três variáveis explicativas.

As variáveis pertencentes ao grupo de variáveis que representam a concentração de propriedade (CP1, CP12, CP123 e CP_adm) e ao grupo de variáveis que representam a liquidez das ações (Índice de liquidez, Índice de negociabilidade, ln volume médio negociado e Presença na bolsa), têm caráter mutuamente exclusivo para cada um de seus grupos. Não podendo deste modo estarem presentes em uma mesma regressão duas variáveis de um mesmo grupo.

As variáveis ln(custo do laudo) e ln(ativo total) que apresentaram uma correlação de 0,7875 (sig. 1%), como visto na Tabela 18, podendo ser um indicativo de possíveis problemas de multicolinearidade e endogeneidade para a amostra analisada, revelaram índices de ajuste insatisfatórios quando em uma mesma regressão. Desse modo o uso de uma delas nas regressões exclui o uso da outra. No entanto, por serem consideradas variáveis de relevante interesse para esta pesquisa, são utilizadas com frequência nas regressões viabilizando o uso das variáveis de concentração de propriedade.

Estabelecido o critério de abordagem das regressões, as análises apresentadas contemplam todas as variáveis de interesse independentemente dos resultados das regressões, existindo, portanto, regressões em que os ajustes não são satisfatórios (Probabilidade >F), regressões com baixo poder de explicação ($R - squared$) e ainda regressões com um número de observações extremamente baixo. Os resultados das regressões com estas características não são considerados para efeitos desta análise, ao tempo em que são relevantes para uma reflexão a respeito das limitações da amostra utilizada.

A fim de tornar mais didática a abordagem das regressões, as equações (15) e (16) esboçam de modo generalizado regressões lineares múltiplas com duas e três variáveis

explicativas, respectivamente. Permitindo uma melhor observação na composição dessas regressões em relação às variáveis explicativas.

A equação (15) generaliza as regressões utilizadas com duas variáveis explicativas.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon \quad (15)$$

Onde:

Y - $\ln(\text{valor do laudo/valor de mercado})$;

β_0 - Intercepto;

β_1, β_2 - Coeficientes;

X_1 - Uma variável do grupo de variáveis que representam a concentração de propriedade (CP1, CP12, CP123 e CP_adm);

X_2 - Uma outra variável explicativa;

ε - erro que apresenta distribuição normal com variância σ^2 .

A equação (16) representa as regressões utilizadas com três variáveis explicativas.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon \quad (16)$$

Onde:

Y - $\ln(\text{valor do laudo/valor de mercado})$;

β_0 - Intercepto;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ - Coeficientes;

X_1 - Uma variável do grupo de variáveis que representam a concentração de propriedade (CP1, CP12, CP123 e CP_adm);

X_2 - $\ln(\text{ativo total})$ ou $\ln(\text{custo do laudo})$;

X_3 - Uma variável do grupo de variáveis que representam a liquidez das ações (Índice de liquidez, Índice de negociabilidade, ln volume médio negociado e Presença na bolsa);

ε - erro que apresenta distribuição normal com variância σ^2 .

As Tabelas 19 e 20 apresentam as regressões que captam a concentração de propriedade em posse do maior acionista (CP1).

Tabela 19 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e uma outra variável

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(1)	r(2)	r(3)	r(4)	r(5)	r(6)
CP1	0,0062	0,0057	0,0039	0,0028	0,0084	0,0049
<i>p-value</i>	0,149	0,106	0,206	0,305	0,049	0,165
<i>Robust std.err.</i>	0,0042	0,0035	0,0031	0,0027	0,0042	0,0035
ln ativo total	0,1394					
<i>p-value</i>	0,001					
<i>Robust std.err.</i>	0,0389					
ln Custo do Laudo		0,1734				
<i>p-value</i>		0,002				
<i>Robust std.err.</i>		0,0533				
Índice de liquidez			0,3800			
<i>p-value</i>			0,003			
<i>Robust std.err.</i>			0,1226			
Índice de negociabilidade				0,3022		
<i>p-value</i>				0,002		
<i>Robust std.err.</i>				0,0930		
ln volume médio negociado					0,0776	
<i>p-value</i>					0,012	
<i>Robust std.err.</i>					0,0299	
Presença na bolsa						0,0050
<i>p-value</i>						0,040
<i>Robust std.err.</i>						0,0024
Intercepto	-3,4651	-2,8404	-0,6055	-0,4837	-1,2395	-0,9174
<i>p-value</i>	0,001	0,002	0,025	0,030	0,009	0,026
<i>Robust std.err.</i>	1,0049	0,8848	0,2639	0,2178	0,4630	0,4032
Número de observações	39	76	78	75	76	78
Probabilidade > F	0,0039	0,0058	0,0096	0,0067	0,0400	0,1187
R - squared	0,2660	0,1909	0,0563	0,0520	0,1444	0,0938

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Na Tabela 19 a regressão r(6) não é considerada para efeito de análise, uma vez que apresenta a probabilidade (F) > 0,10. A variável que capta a concentração de propriedade em

posse do maior acionista é significativa apenas em r(5), com 5% de significância. Das quatro *proxies* utilizadas para liquidez, três delas se destacaram na Tabela 19; os índices de liquidez e negociabilidade com 1% de significância e o ln do volume médio negociado com 5% de significância.

Tabela 20 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e duas outras variáveis

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(7)	r(8)	r(9)	r(10)	r(11)	r(12)	r(13)	r(14)
CP1	0,0074	0,0073	0,0066	0,0064	0,0069	0,0054	0,0084	0,0061
<i>p-value</i>	0,128	0,128	0,089	0,133	0,058	0,090	0,041	0,092
<i>Robust std.err.</i>	0,0048	0,0047	0,0038	0,0042	0,0036	0,0031	0,0040	0,0036
ln ativo total	0,1314	0,1320	0,1346	0,1337				
<i>p-value</i>	0,002	0,002	0,008	0,007				
<i>Robust std.err.</i>	0,0402	0,0402	0,0478	0,0469				
ln Custo do Laudo					0,1624	0,1317	0,1288	0,1516
<i>p-value</i>					0,003	0,004	0,012	0,005
<i>Robust std.err.</i>					0,0524	0,0446	0,0498	0,0523
Índice de liquidez	0,1322				0,2696			
<i>p-value</i>	0,177				0,002			
<i>Robust std.err.</i>	0,0958				0,0850			
Índice de negociabilidade		0,1107				0,2423		
<i>p-value</i>		0,160				0,000		
<i>Robust std.err.</i>		0,0772				0,0603		
ln volume médio negociado			0,0060				0,0431	
<i>p-value</i>			0,831				0,127	
<i>Robust std.err.</i>			0,0278				0,0279	
Presença na bolsa				0,0005				0,0016
<i>p-value</i>				0,832				0,462
<i>Robust std.err.</i>				0,0025				0,0022
Intercepto	-3,4235	-3,4217	-3,4276	-3,3961	-2,8301	-2,3180	-2,6907	-2,6959
<i>p-value</i>	0,002	0,002	0,003	0,003	0,002	0,003	0,002	0,002
<i>Robust std.err.</i>	1,0060	1,0083	1,0735	1,0774	0,8839	0,7405	0,8497	0,8476
Número de observações	39	39	39	39	76	73	74	76
Probabilidade > F	0,0003	0,0002	0,0100	0,0116	0,0021	0,0003	0,0126	0,0135
R - squared	0,2764	0,2756	0,2666	0,2669	0,2165	0,1811	0,2246	0,1973

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Em uma análise conjunta das Tabelas 19 e 20, observa-se que a variável concentração de propriedade em posse do maior acionista (CP1) apresenta sempre efeito positivo sobre a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado. Esta evidência indica que o maior acionista pode estar interferindo para que o valor de avaliação do laudo saia com um valor acima do valor de mercado. O tamanho da empresa, representado pelo ln do ativo total, revelou-

se uma importante variável explicativa para a discrepância, sendo positiva e significativa a 1% em todas as regressões em que aparece nas Tabelas 19 e 20. Empresas de maior tamanho tendem a ter seu laudo sobre avaliado. O custo do laudo mostrou-se outra forte variável explicativa para a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado, com significância de 1% em todas as regressões em que aparece nas Tabelas 19 e 20. Em relação às *proxies* para liquidez, apenas os índices de liquidez e negociabilidade mostraram-se significativos na Tabela 20, com 1% de significância estatística nas regressões que utilizam também a variável explicativa para o custo do laudo.

As Tabelas 21 e 22 apresentam as regressões envolvendo a concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas.

Tabela 21 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e uma outra variável

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(15)	r(16)	r(17)	r(18)	r(19)	r(20)
CP12	1,0531	0,4638	0,1512	0,3650	0,7960	0,3090
<i>p-value</i>	0,054	0,161	0,656	0,231	0,044	0,349
<i>Robust std.err.</i>	0,5280	0,3274	0,3381	0,3022	0,3883	0,3278
ln ativo total	0,1376					
<i>p-value</i>	0,000					
<i>Robust std.err.</i>	0,0358					
ln Custo do Laudo		0,1640				
<i>p-value</i>		0,001				
<i>Robust std.err.</i>		0,0478				
Índice de liquidez			0,3262			
<i>p-value</i>			0,001			
<i>Robust std.err.</i>			0,0957			
Índice de negociabilidade				0,2848		
<i>p-value</i>				0,003		
<i>Robust std.err.</i>				0,0912		
ln volume médio negociado					0,0701	
<i>p-value</i>					0,007	
<i>Robust std.err.</i>					0,0254	
Presença na bolsa						0,0044
<i>p-value</i>						0,039
<i>Robust std.err.</i>						0,0021
Intercepto	-3,8688	-2,6969	-0,4372	-0,5821	-1,2584	-0,7858
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,109	0,027	0,004	0,025
<i>Robust std.err.</i>	0,9803	0,7310	0,2696	0,2571	0,4276	0,3427
Número de observações	39	76	78	75	76	78
Probabilidade > F	0,0016	0,0033	0,0044	0,0092	0,0195	0,0958
R - squared	0,2862	0,1680	0,0401	0,0522	0,1113	0,0730

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Tabela 22 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e duas outras variáveis

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(21)	r(22)	r(23)	r(24)	r(25)	r(26)	r(27)	r(28)
CP12	1,0912	1,0779	1,2078	1,0924	0,5400	0,6839	0,7981	0,4948
<i>p-value</i>	0,048	0,050	0,013	0,038	0,094	0,032	0,032	<i>0,131</i>
<i>Robust std.err.</i>	0,5326	0,5317	0,4616	0,5079	0,3180	0,3127	0,3655	0,3238
ln ativo total	0,1316	0,1325	0,1253	0,1295				
<i>p-value</i>	0,002	0,002	0,011	0,007				
<i>Robust std.err.</i>	0,0401	0,0400	0,0466	0,0450				
ln Custo do Laudo					0,1539	0,1297	0,1272	0,1472
<i>p-value</i>					0,002	0,003	0,013	0,004
<i>Robust std.err.</i>					0,0483	0,0423	0,0500	0,0501
Índice de liquidez	0,0696				0,2093			
<i>p-value</i>	0,437				0,001			
<i>Robust std.err.</i>	0,0885				0,0633			
Índice de negociabilidade		0,0536				0,2090		
<i>p-value</i>		0,459				0,000		
<i>Robust std.err.</i>		0,0715				0,0548		
ln volume médio negociado			0,0145				0,0360	
<i>p-value</i>			0,619				0,168	
<i>Robust std.err.</i>			0,0289				0,0259	
Presença na bolsa				0,0007				0,0012
<i>p-value</i>				0,771				0,566
<i>Robust std.err.</i>				0,0025				0,0021
Intercepto	-3,7933	-3,7969	-3,8171	-3,7818	-2,6646	-2,4652	-2,6932	-2,5863
<i>p-value</i>	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,001	0,001	0,001
<i>Robust std.err.</i>	1,0155	1,0243	1,0300	1,0560	0,7273	0,7112	0,7458	0,7302
Número de observações	39	39	39	39	76	73	74	76
Probabilidade > F	0,0004	0,0003	0,0017	0,0044	0,0001	0,0001	0,0070	0,0094
R - squared	0,2895	0,2887	0,2899	0,2879	0,1840	0,1795	0,1910	0,1716

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Ao considerar-se a concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas (CP12) observa-se que o efeito positivo da concentração sobre o valor do laudo é significativo. As demais variáveis seguem a mesma linha em relação a análise realizada para a concentração da propriedade em posse do maior acionista, não apresentando em geral melhorias de ajuste.

As Tabelas 23 e 24 apresentam as regressões envolvendo a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas (CP123), permitindo uma melhor percepção ao comparar seus resultados com àqueles encontrados para a concentração de propriedade em posse do maior e dos dois maiores acionistas (CP1 e CP12).

Tabela 23 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e uma outra variável

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(29)	r(30)	r(31)	r(32)	r(33)	r(34)
CP123	1,1817	0,6215	0,2694	0,4785	1,0266	0,4554
<i>p-value</i>	0,044	0,078	0,474	0,166	0,014	0,200
<i>Robust std.err.</i>	0,5658	0,3477	0,3746	0,3423	0,4086	0,3520
ln ativo total	0,1309					
<i>p-value</i>	0,000					
<i>Robust std.err.</i>	0,0339					
ln Custo do Laudo		0,1646				
<i>p-value</i>		0,001				
<i>Robust std.err.</i>		0,0474				
Índice de liquidez			0,3289			
<i>p-value</i>			0,001			
<i>Robust std.err.</i>			0,0955			
Índice de negociabilidade				0,2784		
<i>p-value</i>				0,002		
<i>Robust std.err.</i>				0,0866		
ln volume médio negociado					0,0717	
<i>p-value</i>					0,005	
<i>Robust std.err.</i>					0,0245	
Presença na bolsa						0,0045
<i>p-value</i>						0,035
<i>Robust std.err.</i>						0,0021
Intercepto	-3,8657	-2,8546	-0,5446	-0,6897	-1,4884	-0,9253
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,083	0,024	0,001	0,012
<i>Robust std.err.</i>	0,9220	0,7347	0,3097	0,2980	0,4453	0,3615
Número de observações	39	76	78	75	76	78
Probabilidade > F	0,0009	0,0020	0,0038	0,0049	0,0071	0,0611
R - squared	0,2925	0,1736	0,0425	0,0567	0,1223	0,0776

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Um destaque na Tabela 23 para as variáveis de índice de liquidez, índice de negociabilidade e volume médio negociado, todas com significância de 1%. A variável presença na bolsa apresenta baixo coeficiente apesar de ser significativa a 5%.

Tabela 24 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e duas outras variáveis

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(35)	r(36)	r(37)	r(38)	r(39)	r(40)	r(41)	r(42)
CP123	1,1879	1,1818	1,3221	1,2211	0,6778	0,8144	1,0056	0,6501
<i>p-value</i>	0,044	0,046	0,011	0,030	0,046	0,016	0,007	0,060
<i>Robust std.err.</i>	0,5691	0,5723	0,4941	0,5396	0,3340	0,3309	0,3620	0,3399
ln ativo total	0,1275	0,1286	0,1186	0,1226				
<i>p-value</i>	0,003	0,002	0,015	0,008				
<i>Robust std.err.</i>	0,0392	0,0391	0,0462	0,0437				
ln Custo do Laudo					0,1539	0,1290	0,1247	0,1477
<i>p-value</i>					0,002	0,003	0,014	0,004
<i>Robust std.err.</i>					0,0480	0,0417	0,0494	0,0498
Índice de liquidez	0,0353				0,2014			
<i>p-value</i>	0,645				0,001			
<i>Robust std.err.</i>	0,0759				0,0586			
Índice de negociabilidade		0,0216				0,1944		
<i>p-value</i>		0,736				0,000		
<i>Robust std.err.</i>		0,0636				0,0502		
ln volume médio negociado			0,0131				0,0375	
<i>p-value</i>			0,652				0,136	
<i>Robust std.err.</i>			0,0289				0,0249	
Presença na bolsa				0,0007				0,0012
<i>p-value</i>				0,776				0,568
<i>Robust std.err.</i>				0,0026				0,0021
Intercepto	-3,8090	-3,8233	-3,7980	-3,7747	-2,7993	-2,5873	-2,8728	-2,7407
<i>p-value</i>	0,001	0,001	0,001	0,001	0,000	0,001	0,000	0,000
<i>Robust std.err.</i>	0,9973	1,0086	0,9913	1,0076	0,7293	0,7148	0,7424	0,7372
Número de observações	39	39	39	39	76	73	74	76
Probabilidade > F	0,0001	0,0000	0,0009	0,0024	0,0000	0,0000	0,0028	0,0057
R - squared	0,2934	0,2929	0,2957	0,2942	0,1887	0,1849	0,1995	0,1773

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Há uma convergência de resultados em relação à concentração de propriedade, apresentando em todas as regressões um sinal positivo, indicando que os acionistas podem estar sendo tendenciosos ao contratar as empresas para fazer o laudo de avaliação, uma vez que os mesmos estão sendo sobreavaliados em relação ao valor de mercado.

As Tabelas 25 e 26 apresentam as regressões que utilizam a concentração de propriedade em posse dos gestores da companhia. Apenas as regressões r(45, 46, 49, 50, 53 e 54) apresentaram ajuste aceitável com significância de 5% para a probabilidade F, no entanto, em nenhuma das regressões apresentadas nas Tabelas 25 e 26 a concentração de propriedade em posse da administração mostrou-se significativa ($p\text{-value} < 0,05$). Isso deve-se ao fato desta variável ter $n = 80$ (correspondendo a 47 *missing value*), média = 2,42% e valor mediano =

0,00%, como apresentado na Tabela 6. A baixa expressividade da propriedade em posse da administração em empresas brasileiras de capital aberto, impossibilita a análise realizada nas Tabelas 25 e 26, não obstante, faz-se necessário a observação destas Tabelas para que se possa melhor compreender suas limitações de análise.

Tabela 25 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e uma outra variável

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(43)	r(44)	r(45)	r(46)	r(47)	r(48)
CP_adm	-44,8849	-2,5870	-2,6492	-2,6390	-2,7161	-2,7321
<i>p-value</i>	0,404	0,300	0,315	0,317	0,275	0,293
<i>Robust std.err.</i>	52,9356	2,4699	2,6138	2,6139	2,4605	2,5733
ln ativo total	0,0015					
<i>p-value</i>	0,974					
<i>Robust std.err.</i>	0,0437					
ln Custo do Laudo		0,0396				
<i>p-value</i>		0,386				
<i>Robust std.err.</i>		0,0453				
Índice de liquidez			0,1854			
<i>p-value</i>			0,001			
<i>Robust std.err.</i>			0,0506			
Índice de negociabilidade				0,1745		
<i>p-value</i>				0,000		
<i>Robust std.err.</i>				0,0466		
ln volume médio negociado					0,0194	
<i>p-value</i>					0,369	
<i>Robust std.err.</i>					0,0215	
Presença na bolsa						0,0005
<i>p-value</i>						0,782
<i>Robust std.err.</i>						0,0019
Intercepto	-0,0965	-0,6569	-0,1820	-0,1846	-0,2488	-0,1850
<i>p-value</i>	0,918	0,286	0,010	0,009	0,121	0,282
<i>Robust std.err.</i>	0,9323	0,6093	0,0681	0,0686	0,1580	0,1703
Número de observações	31	56	58	57	56	58
Probabilidade > F	0,7011	0,4238	0,0013	0,0011	0,4027	0,5628
R - squared	0,0133	0,1007	0,1146	0,1154	0,1040	0,0888

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Tabela 26 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e duas outras variáveis

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(49)	r(50)	r(51)	r(52)	r(53)	r(54)	r(55)	r(56)
CP_adm	-34,4323	-34,6750	-55,4257	-44,9904	-2,5393	-2,5146	-2,6432	-2,5863
<i>p-value</i>	0,530	0,528	0,203	0,391	0,320	0,323	0,280	0,305
<i>Robust std.err.</i>	54,1117	54,2155	42,5207	51,5757	2,5213	2,5194	2,4214	2,4987
ln ativo total	-0,0222	-0,0209	-0,0394	-0,0096				
<i>p-value</i>	0,659	0,674	0,561	0,884				
<i>Robust std.err.</i>	0,0496	0,0490	0,0668	0,0649				
ln Custo do Laudo					0,0275	0,0281	0,0104	0,0410
<i>p-value</i>					0,554	0,541	0,817	0,341
<i>Robust std.err.</i>					0,0461	0,0457	0,0447	0,0426
Índice de liquidez	0,2023				0,1706			
<i>p-value</i>	0,039				0,000			
<i>Robust std.err.</i>	0,0932				0,0413			
Índice de negociabilidade		0,1761				0,1629		
<i>p-value</i>		0,033				0,000		
<i>Robust std.err.</i>		0,0785				0,0364		
ln volume médio negociado			0,0365				0,0213	
<i>p-value</i>			0,392				0,371	
<i>Robust std.err.</i>			0,4193				0,0235	
Presença na bolsa				0,0009				-0,0001
<i>p-value</i>				0,817				0,960
<i>Robust std.err.</i>				0,0374				0,0020
Intercepto	0,3342	0,3101	0,5788	0,0747	-0,5341	-0,5456	-0,3979	-0,6682
<i>p-value</i>	0,748	0,764	0,639	0,949	0,390	0,378	0,480	0,234
<i>Robust std.err.</i>	1,0299	1,0202	1,2196	1,1565	0,6168	0,6138	0,5596	0,5545
Número de observações	31	31	31	31	56	55	54	56
Probabilidade > F	0,0237	0,0189	0,4065	0,7633	0,0003	0,0002	0,5535	0,5901
R - squared	0,0592	0,0581	0,0498	0,0161	0,1230	0,1243	0,1120	0,1008

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Com o objetivo de tentar captar o efeito das variáveis para a concentração de propriedade em posse da administração, foi utilizado uma partição da amostra separando-a em dois grupos; um sem e outro com a finalidade de OPA para alienação de controle. Esta finalidade de OPA, como visto anteriormente, destaca-se por manifestar de forma mais intensa o interesse do acionista minoritário. Por outro lado, como já explicado anteriormente, o acionista majoritário ou bloco de controle ao realizar uma OPA com a finalidade de alienação de controle, geralmente, já realizaram a venda de suas ações e a permuta do controle da companhia. Devido a sua relevante importância para esta pesquisa, todas as análises realizadas nas Tabelas 19 a 26 é realizada para os grupos com e sem alienação de controle. Desse modo, as Tabelas 27 a 34 apresentam as regressões para o grupo sem alienação de controle e as Tabelas

35 a 42 apresentam as regressões para o grupo com esta finalidade de OPA. Como visto na Tabela 4, que traz a frequência para as finalidades de OPAs, esses dois grupos sem e com a finalidade de alienação de controle têm respectivamente, $n = 91$ (71,6%) e $n = 36$ (28,4%). Podendo o grupo com alienação de controle ter algumas de suas análises comprometidas devido ao número reduzido de sua subamostra.

As Tabelas 27 e 28 apresentam as regressões para a concentração de propriedade em posse do maior acionista em relação a subamostra sem alienação de controle.

Tabela 27 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(57)	r(58)	r(59)	r(60)	r(61)	r(62)
CP1	0,0050	0,0078	0,0087	0,0046	0,0106	0,0079
<i>p-value</i>	<i>0,314</i>	<i>0,145</i>	<i>0,182</i>	<i>0,372</i>	<i>0,102</i>	<i>0,201</i>
<i>Robust std.err.</i>	<i>0,0048</i>	<i>0,0053</i>	<i>0,0064</i>	<i>0,0051</i>	<i>0,0063</i>	<i>0,0061</i>
ln ativo total	0,1205					
<i>p-value</i>	0,012					
<i>Robust std.err.</i>	0,0448					
ln Custo do Laudo		0,2266				
<i>p-value</i>		0,003				
<i>Robust std.err.</i>		0,0718				
Índice de liquidez			0,9477			
<i>p-value</i>			0,012			
<i>Robust std.err.</i>			0,3634			
Índice de negociabilidade				0,6297		
<i>p-value</i>				0,023		
<i>Robust std.err.</i>				0,2676		
ln volume médio negociado					0,0990	
<i>p-value</i>					0,012	
<i>Robust std.err.</i>					0,0381	
Presença na bolsa						0,0064
<i>p-value</i>						0,053
<i>Robust std.err.</i>						0,0032
Intercepto	-2,9864	-3,7012	-1,1063	-0,7108	-1,5282	-1,2994
<i>p-value</i>	<i>0,017</i>	<i>0,003</i>	<i>0,061</i>	<i>0,115</i>	<i>0,025</i>	<i>0,052</i>
<i>Robust std.err.</i>	<i>1,1765</i>	<i>1,1971</i>	<i>0,5764</i>	<i>0,4421</i>	<i>0,6591</i>	<i>0,6535</i>
Número de observações	29	51	51	50	51	51
Probabilidade > F	0,0337	0,0105	0,0310	0,0572	0,0408	0,1485
R - squared	0,2126	0,2240	0,0984	0,0659	0,1834	0,1210

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Tabela 28 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e duas outras variáveis para o grupo SEM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(63)	r(64)	r(65)	r(66)	r(67)	r(68)	r(69)	r(70)
CPI	0,0073	0,0069	0,0062	0,0047	0,0108	0,0069	0,0101	0,0084
<i>p-value</i>	0,252	0,251	0,178	0,310	0,074	0,173	0,090	0,141
<i>Robust std.err.</i>	0,0063	0,0059	0,0045	0,0046	0,0059	0,0050	0,0058	0,0056
ln ativo total	0,1136	0,1146	0,1099	0,1240				
<i>p-value</i>	0,019	0,018	0,044	0,023				
<i>Robust std.err.</i>	0,0454	0,0455	0,0518	0,0510				
ln Custo do Laudo					0,2033	0,1558	0,1627	0,2038
<i>p-value</i>					0,005	0,011	0,037	0,011
<i>Robust std.err.</i>					0,0682	0,0590	0,0759	0,0765
Índice de liquidez	0,2600				0,6282			
<i>p-value</i>	0,212				0,018			
<i>Robust std.err.</i>	0,2028				0,2556			
Índice de negociabilidade		0,2059				0,4460		
<i>p-value</i>		0,187				0,030		
<i>Robust std.err.</i>		0,1519				0,1998		
ln volume médio negociado			0,0159				0,0484	
<i>p-value</i>			0,618				0,215	
<i>Robust std.err.</i>			0,0314				0,0385	
Presença na bolsa				-0,0004				0,0014
<i>p-value</i>				0,880				0,655
<i>Robust std.err.</i>				0,0028				0,0032
Intercepto	-3,0756	-3,0532	-2,9314	-3,0143	-3,7056	-2,7710	-3,2763	-3,5440
<i>p-value</i>	0,016	0,016	0,025	0,021	0,003	0,007	0,006	0,004
<i>Robust std.err.</i>	1,1861	1,1858	1,2278	1,2253	1,1739	0,9849	1,1429	1,1593
Número de observações	29	29	29	29	51	50	51	51
Probabilidade > F	0,0013	0,0018	0,0743	0,0772	0,0047	0,0097	0,0209	0,0247
R - squared	0,2244	0,2231	0,2169	0,2132	0,2604	0,1856	0,2484	0,2274

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Nas Tabelas 27 e 28, quatro regressões r(60, 62, 65 e 66) não apresentaram significância de 5% dada pela probabilidade F, apesar de significativas a 10% estas regressões não foram consideradas na análise por estarem fora dos parâmetros estabelecidos. A concentração de propriedade em posse do maior acionista, o ln ativo total, o custo do laudo, o índice de liquidez, o índice de negociabilidade, o ln volume médio negociado e presença na bolsa, não apresentaram grandes mudanças, mantendo seu sinal positivo e mantendo praticamente os mesmos níveis de ajustes.

As regressões com a variável explicativa para a concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas para a subamostra sem alienação de controle são apresentadas nas Tabelas 29 e 30, a seguir. As regressões r(74, 76, 79 e 80) não apresentaram um ajuste

significativo a 5% dado pela probabilidade F, estando portanto fora da análise e constando nas Tabelas apenas para fins de considerações a respeito das limitações da pesquisa.

Tabela 29 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(71)	r(72)	r(73)	r(74)	r(75)	r(76)
CP12	0,5651	0,2125	0,3262	0,5795	0,5346	0,2374
<i>p-value</i>	0,306	0,728	0,689	0,414	0,461	0,731
<i>Robust std.err.</i>	0,5412	0,6066	0,8116	0,7026	0,7199	0,6858
ln ativo total	0,1142					
<i>p-value</i>	0,010					
<i>Robust std.err.</i>	0,0408					
ln Custo do Laudo		0,2034				
<i>p-value</i>		0,005				
<i>Robust std.err.</i>		0,0685				
Índice de liquidez			0,7122			
<i>p-value</i>			0,017			
<i>Robust std.err.</i>			0,2874			
Índice de negociabilidade				0,5985		
<i>p-value</i>				0,030		
<i>Robust std.err.</i>				0,2672		
ln volume médio negociado					0,0793	
<i>p-value</i>					0,015	
<i>Robust std.err.</i>					0,0314	
Presença na bolsa						0,0052
<i>p-value</i>						0,074
<i>Robust std.err.</i>						0,0029
Intercepto	-2,9586	-2,9960	-0,6964	-0,8596	-1,1021	-0,8316
<i>p-value</i>	0,013	0,006	0,341	0,192	0,131	0,231
<i>Robust std.err.</i>	1,1115	1,0435	0,7248	0,6493	0,7166	0,6862
Número de observações	29	51	51	50	51	51
Probabilidade > F	0,0319	0,0170	0,0208	0,0772	0,0474	0,2002
R - squared	0,2025	0,1785	0,0517	0,0596	0,1169	0,0780

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Nas Tabelas 29 e 30, observa-se que as variáveis para concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas que se apresentaram significativa e positiva em algumas regressões na análise para toda a amostra, como visto nas Tabelas 21 e 22, agora não são significativas. As análises realizadas para as subamostras sem e com a finalidade de OPA para alienação de controle, têm características próprias não devendo ser vinculadas aos resultados obtidos para a amostra completa. Algo semelhante ocorreu para a variável concentração de propriedade em posse do maior acionista, no entanto em uma escala menor, pois em relação a

primeira análise com toda a amostra esta variável é significativa a 5% nas regressões r(5 e 13) e a 10% em r(9, 11, 12 e 14), contrapondo-se a análise com a subamostra sem alienação de controle em que a concentração de propriedade em posse do maior acionista é significativa apenas ao nível de 10% em r(67 e 69).

Tabela 30 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(77)	r(78)	r(79)	r(80)	r(81)	r(82)	r(83)	r(84)
CP12	0,7864	0,7276	0,6730	0,5111	0,5233	0,7145	0,4026	0,2338
<i>p-value</i>	0,210	0,218	0,113	0,252	0,466	0,283	0,560	0,711
<i>Robust std.err.</i>	0,6118	0,5757	0,4099	0,4362	0,7120	0,6575	0,6856	0,6264
ln ativo total	0,1085	0,1093	0,1073	0,1199				
<i>p-value</i>	0,022	0,020	0,052	0,024				
<i>Robust std.err.</i>	0,0443	0,0439	0,0524	0,0497				
ln Custo do Laudo					0,1884	0,1428	0,1679	0,1981
<i>p-value</i>					0,011	0,017	0,059	0,020
<i>Robust std.err.</i>					0,0710	0,0576	0,0869	0,0824
Índice de liquidez	0,1778				0,3923			
<i>p-value</i>	0,292				0,096			
<i>Robust std.err.</i>	0,1650				0,2309			
Índice de negociabilidade		0,1352				0,3891		
<i>p-value</i>		0,280				0,060		
<i>Robust std.err.</i>		0,1225				0,2016		
ln volume médio negociado			0,0098				0,0264	
<i>p-value</i>			0,769				0,480	
<i>Robust std.err.</i>			0,0332				0,0372	
Presença na bolsa				-0,0007				0,0003
<i>p-value</i>				0,817				0,917
<i>Robust std.err.</i>				0,0028				0,0032
Intercepto	-3,0642	-3,0230	-2,9498	-2,9891	-3,1229	-2,6947	-2,8286	-2,9677
<i>p-value</i>	0,009	0,011	0,017	0,017	0,004	0,012	0,011	0,008
<i>Robust std.err.</i>	1,0886	1,1004	1,1566	1,1662	1,0453	1,0345	1,0746	1,0746
Número de observações	29	29	29	29	51	50	51	51
Probabilidade > F	0,0008	0,0010	0,0544	0,0791	0,0028	0,0155	0,0336	0,0439
R - squared	0,2083	0,2074	0,2042	0,2039	0,1923	0,1636	0,1858	0,1787

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

As Tabelas 31 e 32 apresentam a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas para a subamostra sem alienação de controle. Nessas Tabelas, apenas as regressões r(88 e 90) não são significativas a 5% em relação a probabilidade F, estando portanto fora da análise.

Tabela 31 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(85)	r(86)	r(87)	r(88)	r(89)	r(90)
CP123	0,7032	0,4688	0,5531	0,8193	0,9603	0,6478
<i>p-value</i>	0,224	0,563	0,565	0,340	0,266	0,464
<i>Robust std.err.</i>	0,5648	0,8050	0,9556	0,8503	0,8532	0,8781
ln ativo total	0,1111					
<i>p-value</i>	0,007					
<i>Robust std.err.</i>	0,0378					
ln Custo do Laudo		0,2040				
<i>p-value</i>		0,004				
<i>Robust std.err.</i>		0,0681				
Índice de liquidez			0,7026			
<i>p-value</i>			0,014			
<i>Robust std.err.</i>			0,2748			
Índice de negociabilidade				0,5569		
<i>p-value</i>				0,038		
<i>Robust std.err.</i>				0,2615		
ln volume médio negociado					0,0810	
<i>p-value</i>					0,009	
<i>Robust std.err.</i>					0,0300	
Presença na bolsa						0,0054
<i>p-value</i>						0,059
<i>Robust std.err.</i>						0,0028
Intercepto	-3,0346	-3,2428	-0,9117	-1,0908	-1,5116	-1,2240
<i>p-value</i>	0,006	0,006	0,301	0,177	0,077	0,162
<i>Robust std.err.</i>	1,0191	1,1190	0,8723	0,7954	0,8367	0,8609
Número de observações	29	51	51	50	51	51
Probabilidade > F	0,0220	0,0132	0,0377	0,1143	0,0319	0,1507
R - squared	0,2063	0,1814	0,0546	0,0646	0,1254	0,0841

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Tabela 32 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e duas outras variáveis para o grupo SEM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(91)	r(92)	r(93)	r(94)	r(95)	r(96)	r(97)	r(98)
CP123	0,7565	0,7303	0,7809	0,6500	0,6970	0,9257	0,7139	0,5093
<i>p-value</i>	0,188	0,200	0,074	0,162	0,401	0,240	0,407	0,541
<i>Robust std.err.</i>	0,5583	0,5547	0,4181	0,4509	0,8223	0,7781	0,8535	0,8264
ln ativo total	0,1072	0,1080	0,1048	0,1173				
<i>p-value</i>	0,023	0,021	0,054	0,022				
<i>Robust std.err.</i>	0,0443	0,0438	0,0519	0,0478				
ln Custo do Laudo					0,1873	0,1415	0,1636	0,1955
<i>p-value</i>					0,011	0,017	0,067	0,022
<i>Robust std.err.</i>					0,0712	0,0572	0,0872	0,0823
Índice de liquidez	0,0743				0,3556			
<i>p-value</i>	0,627				0,103			
<i>Robust std.err.</i>	0,1509				0,2139			
Índice de negociabilidade		0,0519				0,3327		
<i>p-value</i>		0,674				0,106		
<i>Robust std.err.</i>		0,1221				0,2018		
ln volume médio negociado			0,0076				0,0289	
<i>p-value</i>			0,819				0,429	
<i>Robust std.err.</i>			0,3299				0,0363	
Presença na bolsa				-0,0007				0,0005
<i>p-value</i>				0,818				0,871
<i>Robust std.err.</i>				0,0029				0,0032
Intercepto	-3,0137	-3,0044	-3,0057	-3,0758	-3,2801	-2,8870	-3,0813	-3,2043
<i>p-value</i>	0,009	0,010	0,012	0,010	0,004	0,013	0,009	0,007
<i>Robust std.err.</i>	1,0618	1,0848	1,1081	1,0987	1,0951	1,1147	1,1255	1,1423
Número de observações	29	29	29	29	51	50	51	51
Probabilidade > F	0,0017	0,0015	0,0249	0,0538	0,0055	0,0221	0,0244	0,0349
R - squared	0,2076	0,2072	0,2074	0,2077	0,1942	0,1672	0,1903	0,1819

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Apesar da concentração de propriedade manter sempre o sinal positivo quando significativa, observa-se que a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas na análise realizada para toda a amostra, é significativa a 5% nas regressões r(29 e 33) e a 10% em r(30), como visto na Tabela 23 e significativa a 5% em todas as regressões apresentadas na Tabela 24. Esse resultado contrapõe-se ao apresentado nas Tabelas 31 e 32, em que esta variável apresenta-se significativa a 10% apenas na regressão r(93). De modo geral, percebe-se que com o aumento da concentração de propriedade em posse do maior acionista, dos dois maiores e dos três maiores, nesta subamostra sem alienação de controle a concentração de propriedade não mostrou ter efeito sobre o valor do laudo. Ou seja, para o grupo constituído de empresas que realizaram OPA com outra finalidade que não a alienação de controle, a

concentração de propriedade do capital votante não se mostrou capaz de explicar a discrepância em relação ao valor do laudo e o valor de mercado.

As Tabelas 33 e 34 apresentam as regressões que utilizam a propriedade em posse da administração para a subamostra sem alienação de controle.

Tabela 33 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e uma outra variável para o grupo SEM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(99)	r(100)	r(101)	r(102)	r(103)	r(104)
CP_adm	-12,2969	-8,6145	-8,4079	-8,4192	-8,3568	-8,7484
<i>p-value</i>	0,802	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Robust std.err.</i>	48,3178	1,4649	1,0593	1,0553	1,3094	1,3749
ln ativo total	-0,0214					
<i>p-value</i>	0,646					
<i>Robust std.err.</i>	0,4598					
ln Custo do Laudo		-0,0031				
<i>p-value</i>		0,965				
<i>Robust std.err.</i>		0,0698				
Índice de liquidez			0,3084			
<i>p-value</i>			0,011			
<i>Robust std.err.</i>			0,1142			
Índice de negociabilidade				0,2709		
<i>p-value</i>				0,011		
<i>Robust std.err.</i>				0,1005		
ln volume médio negociado					0,0109	
<i>p-value</i>					0,691	
<i>Robust std.err.</i>					0,0273	
Presença na bolsa						-0,0006
<i>p-value</i>						0,819
<i>Robust std.err.</i>						0,0027
Intercepto	0,3623	-0,1181	-0,1905	-0,1881	-0,2011	-0,1192
<i>p-value</i>	0,714	0,900	0,085	0,085	0,314	0,619
<i>Robust std.err.</i>	0,9741	0,9332	0,1070	0,1059	0,1966	0,2375
Número de observações	24	35	35	35	35	35
Probabilidade > F	0,8605	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R - squared	0,0136	0,2868	0,3089	0,3081	0,2903	0,2881

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Na Tabela 33 a regressão r(99) não tem a significância estabelecida de 5% para a probabilidade F. Nas demais regressões desta Tabela a concentração de propriedade em posse dos gestores apresenta um significância de 1% e sinal negativo.

Tabela 34 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e duas outras variáveis para o grupo SEM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(105)	r(106)	r(107)	r(108)	r(109)	r(110)	r(111)	r(112)
CP_adm	-4,3849	-4,9280	-34,5995	-13,9535	-8,6967	-8,6995	-8,6073	-8,6621
<i>p-value</i>	0,928	0,919	0,227	0,746	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Robust std.err.</i>	47,8571	48,1128	27,7442	42,4972	1,4841	1,4843	1,5076	1,5116
ln ativo total	-0,0487	-0,0458	-0,0622	-0,0297				
<i>p-value</i>	0,389	0,403	0,417	0,674				
<i>Robust std.err.</i>	0,0553	0,0537	0,0750	0,0695				
ln Custo do Laudo					-0,0264	-0,0255	-0,0403	0,0179
<i>p-value</i>					0,712	0,722	0,577	0,827
<i>Robust std.err.</i>					0,0708	0,0710	0,0714	0,0811
Índice de liquidez	0,3675				0,3440			
<i>p-value</i>	0,056				0,000			
<i>Robust std.err.</i>	0,1809				0,0796			
Índice de negociabilidade		0,3120				0,3012		
<i>p-value</i>		0,053				0,000		
<i>Robust std.err.</i>		0,1519				0,0741		
ln volume médio negociado			0,0415				0,0218	
<i>p-value</i>			0,416				0,426	
<i>Robust std.err.</i>			0,0500				0,0270	
Presença na bolsa				0,0007				-0,0011
<i>p-value</i>				0,865				0,746
<i>Robust std.err.</i>				0,0043				0,0033
Intercepto	0,8546	0,8030	1,0409	0,4893	0,1312	0,1229	0,2509	-0,3134
<i>p-value</i>	0,457	0,474	0,454	0,693	0,891	0,898	0,783	0,745
<i>Robust std.err.</i>	1,1276	1,1009	1,3625	1,2227	0,9455	0,9479	0,9042	0,9560
Número de observações	24	24	24	24	35	35	35	35
Probabilidade > F	0,0384	0,0678	0,5051	0,9282	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R - squared	0,0649	0,0618	0,0516	0,0154	0,3119	0,3109	0,2943	0,2889

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

As regressões r(106, 107 e 108) não têm o nível de significância estabelecido de 5% para a probabilidade F. As regressões da Tabela 34 que envolvem o custo do laudo, apresentam a concentração de propriedade em posse dos gestores negativa e com significância de 1%. A análise realizada para a subamostra sem a finalidade de alienação de controle encerra com a Tabela 34, onde foi possível verificar a ausência da variável para concentração de propriedade e a presença da propriedade em posse dos gestores que apresentou sinal negativo.

As análises para a subamostra de empresas que realizaram OPA com a finalidade de alienação de controle têm início com as Tabelas 35 e 36 que utilizam a variável explicativa para concentração de propriedade em posse do maior acionista. As regressões que utilizam a variável ln(ativo total), *proxy* para o tamanho da empresa, são prejudicadas nesta análise com a

subamostra para empresas com finalidade de OPA para alienação de controle por apresentarem número igual a dez, ou menor. Sendo, portanto, excluídas das análises e figurando nas Tabelas 35 a 42 apenas para posteriores considerações a respeito das limitações desta pesquisa.

Tabela 35 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e uma outra variável para o grupo COM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(113)	r(114)	r(115)	r(116)	r(117)	r(118)
CP1	0,0073	0,0036	0,0034	0,0047	0,0037	0,0032
<i>p-value</i>	0,352	0,282	0,155	0,071	0,181	0,227
<i>Robust std.err.</i>	0,0073	0,0033	0,0023	0,0025	0,0027	0,0026
ln ativo total	0,2444					
<i>p-value</i>	0,005					
<i>Robust std.err.</i>	0,0603					
ln Custo do Laudo		0,0767				
<i>p-value</i>		0,162				
<i>Robust std.err.</i>		0,0530				
Índice de liquidez			0,1723			
<i>p-value</i>			0,001			
<i>Robust std.err.</i>			0,0434			
Índice de negociabilidade				0,1688		
<i>p-value</i>				0,000		
<i>Robust std.err.</i>				0,0387		
ln volume médio negociado					0,0062	
<i>p-value</i>					0,824	
<i>Robust std.err.</i>					0,0278	
Presença na bolsa						0,0016
<i>p-value</i>						0,479
<i>Robust std.err.</i>						0,0022
Intercepto	-5,7285	-1,3621	-0,3789	-0,4678	-0,4098	-0,4401
<i>p-value</i>	0,017	0,133	0,020	0,008	0,198	0,153
<i>Robust std.err.</i>	1,8484	0,8722	0,1526	0,1616	0,3087	0,2980
Número de observações	10	25	27	25	25	27
Probabilidade > F	0,0001	0,3677	0,0022	0,0008	0,3548	0,4617
R - squared	0,5740	0,1591	0,1081	0,1474	0,0472	0,0602

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

As regressões r(114, 117 e 118) não são consideradas para efeito de análise de resultados por não apresentarem significância de 5% para a probabilidade F, bem como a regressão r(113) por ter número de observações igual a 10, considerado insuficiente. A concentração de propriedade em posse do maior acionista tem sinal positivo e significância de 10% na regressão r(116).

Tabela 36 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse do maior acionista e duas outras variáveis para o grupo COM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(119)	r(120)	r(121)	r(122)	r(123)	r(124)	r(125)	r(126)
CPI	0,0066	0,0066	0,0049	0,0071	0,0042	0,0054	0,0043	0,0037
<i>p-value</i>	0,495	0,493	0,517	0,296	0,220	0,138	0,256	0,290
<i>Robust std.err.</i>	0,0091	0,0090	0,0071	0,0062	0,0033	0,0035	0,0037	0,0034
ln ativo total	0,2571	0,2586	0,3370	0,2326				
<i>p-value</i>	0,001	0,002	0,033	0,069				
<i>Robust std.err.</i>	0,0453	0,0471	0,1218	0,1051				
ln Custo do Laudo					0,0705	0,0738	0,0827	0,0704
<i>p-value</i>					0,205	0,239	0,188	0,242
<i>Robust std.err.</i>					0,0539	0,0607	0,0606	0,0585
Índice de liquidez	-0,0421				0,1521			
<i>p-value</i>	0,704				0,016			
<i>Robust std.err.</i>	0,1055				0,0579			
Índice de negociabilidade		-0,0418				0,1623		
<i>p-value</i>		0,654				0,001		
<i>Robust std.err.</i>		0,0887				0,0433		
ln volume médio negociado			-0,0731				-0,0042	
<i>p-value</i>			0,393				0,895	
<i>Robust std.err.</i>			0,0794				0,0317	
Presença na bolsa				0,0006				0,0006
<i>p-value</i>				0,942				0,776
<i>Robust std.err.</i>				0,0078				0,0022
Intercepto	-5,9337	-5,9582	-7,0275	-5,5132	-1,3527	-1,4914	-1,4780	-1,3273
<i>p-value</i>	0,010	0,011	0,024	0,011	0,142	0,151	0,131	0,154
<i>Robust std.err.</i>	1,6008	1,6309	2,3368	1,5114	0,8868	0,9979	0,9372	0,8984
Número de observações	10	10	10	10	25	23	23	25
Probabilidade > F	0,0001	0,0001	0,0152	0,0001	0,0794	0,0069	0,5609	0,5601
R - squared	0,5765	0,5772	0,6488	0,5745	0,2209	0,2571	0,1840	0,1626

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Nas Tabelas 35 e 36 destaca-se a ausência da concentração de propriedade em posse do maior acionista, as demais variáveis mantêm-se com as mesmas características já observada nas regressões anteriores.

As Tabelas 37 e 38 a seguir, apresentam as regressões para a concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas. Excetuando-se as regressões que envolvem a variável (ln ativo total), já justificadas, as demais apresentam a concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas com sinal positivo e significância entre 5% e 10%. As regressões r(128, 131, 132, 139 e 140) não apresentaram significância de 5% para a probabilidade F, ficando fora da análise dos resultados.

Tabela 37 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e uma outra variável para o grupo COM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(127)	r(128)	r(129)	r(130)	r(131)	r(132)
CP12	1,8158	0,7561	0,5784	0,6907	0,8528	0,6293
<i>p-value</i>	0,132	0,054	0,059	0,042	0,042	0,063
<i>Robust std.err.</i>	1,0649	0,3713	0,2915	0,3200	0,3947	0,3230
ln ativo total	0,2099					
<i>p-value</i>	0,003					
<i>Robust std.err.</i>	0,0467					
ln Custo do Laudo		0,0895				
<i>p-value</i>		0,090				
<i>Robust std.err.</i>		0,0505				
Índice de liquidez			0,1527			
<i>p-value</i>			0,003			
<i>Robust std.err.</i>			0,0466			
Índice de negociabilidade				0,1366		
<i>p-value</i>				0,007		
<i>Robust std.err.</i>				0,0459		
ln volume médio negociado					0,0227	
<i>p-value</i>					0,426	
<i>Robust std.err.</i>					0,0280	
Presença na bolsa						0,0018
<i>p-value</i>						0,424
<i>Robust std.err.</i>						0,0022
Intercepto	-6,0332	-1,8745	-0,5983	-0,6840	-0,9346	-0,7236
<i>p-value</i>	0,002	0,049	0,016	0,013	0,050	0,059
<i>Robust std.err.</i>	1,2457	0,9012	0,2316	0,2543	0,4502	0,3655
Número de observações	10	25	27	25	25	27
Probabilidade > F	0,0041	0,1454	0,0044	0,0044	0,1111	0,1716
R - squared	0,7399	0,2845	0,1733	0,2136	0,1659	0,1468

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Tabela 38 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos dois maiores acionistas e duas outras variáveis para o grupo COM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(133)	r(134)	r(135)	r(136)	r(137)	r(138)	r(139)	r(140)
CP12	1,8229	1,8296	2,0511	1,9090	0,7460	0,8532	0,9771	0,7548
<i>p-value</i>	0,155	0,150	0,112	0,070	0,058	0,037	0,028	0,061
<i>Robust std.err.</i>	1,1222	1,1097	1,1026	0,8668	0,3722	0,3814	0,4111	0,3809
ln ativo total	0,2462	0,2481	0,1796	0,1219				
<i>p-value</i>	0,002	0,002	0,128	0,332				
<i>Robust std.err.</i>	0,0475	0,0477	0,1017	0,1156				
ln Custo do Laudo					0,0825	0,8645	0,0884	0,0852
<i>p-value</i>					0,125	0,145	0,125	0,149
<i>Robust std.err.</i>					0,0517	0,0568	0,0551	0,0569
Índice de liquidez	-0,1149				0,1218			
<i>p-value</i>	0,113				0,015			
<i>Robust std.err.</i>	0,0619				0,0461			
Índice de negociabilidade		-0,1081				0,1221		
<i>p-value</i>		0,102				0,005		
<i>Robust std.err.</i>		0,0560				0,0383		
ln volume médio negociado			0,0206				0,0129	
<i>p-value</i>			0,769				0,639	
<i>Robust std.err.</i>			0,0672				0,0271	
Presença na bolsa				0,0043				0,0004
<i>p-value</i>				0,547				0,844
<i>Robust std.err.</i>				0,0068				0,0021
Intercepto	-6,7549	-6,7979	-5,7308	-4,5982	-1,8039	-1,9548	-2,1363	-1,8464
<i>p-value</i>	0,002	0,002	0,016	0,078	0,062	0,062	0,038	0,061
<i>Robust std.err.</i>	1,2449	1,2399	1,7161	2,1707	0,9139	0,9863	0,9563	0,9337
Número de observações	10	10	10	10	25	23	23	25
Probabilidade > F	0,0029	0,0026	0,0183	0,0051	0,0036	0,0002	0,1648	0,2780
R - squared	0,7621	0,7647	0,7426	0,7652	0,3249	0,3658	0,3429	0,2860

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

As Tabelas 39 e 40 a seguir, apresentam as regressões para a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas, que juntamente com as outras regressões das Tabelas 35 a 38, viabilizam uma análise de tendência para a variável concentração de propriedade em relação a regressão para a discrepância entre o valor do laudo e valor de mercado. Como já mencionado algumas regressões utilizadas nessa subamostra com a finalidade de OPA para alienação de controle, apresentam um baixíssimo número quando analisadas com a variável que capta o tamanho da empresa. Observa-se ainda que estas regressões apresentam o seu R2 inflado, supostamente incorrendo em algum tipo de erro estatístico.

Tabela 39 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e uma outra variável para o grupo COM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(141)	r(142)	r(143)	r(144)	r(145)	r(146)
CP123	1,7826	0,8573	0,6730	0,7595	0,9505	0,7226
<i>p-value</i>	0,142	0,041	0,053	0,045	0,046	0,051
<i>Robust std.err.</i>	1,0759	0,3953	0,3302	0,3574	0,4484	0,3525
ln ativo total	0,2053					
<i>p-value</i>	0,004					
<i>Robust std.err.</i>	0,0491					
ln Custo do Laudo		0,0884				
<i>p-value</i>		0,086				
<i>Robust std.err.</i>		0,0491				
Índice de liquidez			0,1533			
<i>p-value</i>			0,004			
<i>Robust std.err.</i>			0,0482			
Índice de negociabilidade				0,1349		
<i>p-value</i>				0,008		
<i>Robust std.err.</i>				0,0465		
ln volume médio negociado					0,0233	
<i>p-value</i>					0,415	
<i>Robust std.err.</i>					0,0281	
Presença na bolsa						0,0017
<i>p-value</i>						0,417
<i>Robust std.err.</i>						0,0021
Intercepto	-5,9152	-1,9591	-0,6865	-0,7517	-1,0340	-0,8109
<i>p-value</i>	0,002	0,042	0,019	0,018	0,052	0,047
<i>Robust std.err.</i>	1,2450	0,9072	0,2718	0,2942	0,5025	0,3867
Número de observações	10	25	27	25	25	27
Probabilidade > F	0,0050	0,1178	0,0057	0,0060	0,1214	0,1443
R - squared	0,7328	0,3014	0,1906	0,2228	0,1806	0,1633

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

As regressões r(143, 144, 151 e 152) apresentam sinal positivo para a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas, sendo esta variável significativa a 5% nas regressões r(144, 151 e 152) e significativa a 10% na regressão r(143). As demais variáveis não apresentam mudanças relevantes.

Tabela 40 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas e duas outras variáveis para o grupo COM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(147)	r(148)	r(149)	r(150)	r(151)	r(152)	r(153)	r(154)
CP123	1,8030	1,8107	1,9532	1,8896	0,8488	0,9184	1,0653	0,8555
<i>p-value</i>	0,162	0,156	0,135	0,072	0,043	0,035	0,025	0,047
<i>Robust std.err.</i>	1,1307	1,1177	1,1310	0,8653	0,3950	0,4038	0,4372	0,4051
ln ativo total	0,2437	0,2455	0,1826	0,1129				
<i>p-value</i>	0,003	0,003	0,126	0,370				
<i>Robust std.err.</i>	0,0491	0,0494	0,1029	0,1167				
ln Custo do Laudo					0,0814	0,0837	0,0856	0,0846
<i>p-value</i>					0,119	0,145	0,125	0,145
<i>Robust std.err.</i>					0,0501	0,0551	0,0534	0,0559
Índice de liquidez	-0,1226				0,1232			
<i>p-value</i>	0,101				0,010			
<i>Robust std.err.</i>	0,0633				0,0434			
Índice de negociabilidade		-0,1148				0,1215		
<i>p-value</i>		0,091				0,004		
<i>Robust std.err.</i>		0,0572				0,0372		
ln volume médio negociado			0,0151				0,0131	
<i>p-value</i>			0,830				0,633	
<i>Robust std.err.</i>			0,0674				0,0270	
Presença na bolsa				0,0045				0,0004
<i>p-value</i>				0,532				0,858
<i>Robust std.err.</i>				0,0069				0,0020
Intercepto	-6,6907	-6,7333	-5,6833	-4,4160	-1,8902	-1,9886	-2,1939	-1,9335
<i>p-value</i>	0,002	0,002	0,016	0,086	0,052	0,057	0,033	0,053
<i>Robust std.err.</i>	1,2474	1,2432	1,7203	2,1523	0,9168	0,9819	0,9551	0,9444
Número de observações	10	10	10	10	25	23	23	25
Probabilidade > F	0,0031	0,0028	0,0220	0,0063	0,0014	0,0003	0,1500	0,2286
R - squared	0,7580	0,7609	0,7343	0,7603	0,3428	0,3706	0,3522	0,3026

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Para fechar o ciclo de análises realizado para a subamostra com alienação de controle, as Tabelas 41 e 42 apresentam as regressões com a variável explicativa que capta a propriedade em posse dos gestores das companhias. As regressões r(157, 158, 165 e 166) apresentaram significância de 1% para a probabilidade F, apesar de que a concentração de propriedade em posse da administração não mostrou-se significativa nelas. Em apenas uma regressão r(160), a propriedade em posse dos gestores mostrou-se significativa com 5%, no entanto, a regressão não apresenta um ajuste satisfatório para a probabilidade F de 5%, não sendo considerado o uso de seus resultados.

Tabela 41 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e uma outra variável para o grupo COM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(155)	r(156)	r(157)	r(158)	r(159)	r(160)
CP_adm	-248,1867	-0,3001	-0,2865	-0,2649	-0,3045	-0,3005
<i>p-value</i>	0,148	0,125	0,154	0,201	0,062	0,036
<i>Robust std.err.</i>	138,462	0,1867	0,1933	0,1998	0,1529	0,1335
ln ativo total	0,0966					
<i>p-value</i>	0,174					
<i>Robust std.err.</i>	0,0585					
ln Custo do Laudo		0,0163				
<i>p-value</i>		0,718				
<i>Robust std.err.</i>		0,0444				
Índice de liquidez			0,1214			
<i>p-value</i>			0,006			
<i>Robust std.err.</i>			0,0394			
Índice de negociabilidade				0,1206		
<i>p-value</i>				0,002		
<i>Robust std.err.</i>				0,0332		
ln volume médio negociado					-0,0102	
<i>p-value</i>					0,722	
<i>Robust std.err.</i>					0,0283	
Presença na bolsa						-0,0013
<i>p-value</i>						0,532
<i>Robust std.err.</i>						0,0021
Intercepto	-2,0616	-0,3391	-0,1376	-0,1449	-0,0495	-0,0146
<i>p-value</i>	0,185	0,572	0,057	0,053	0,828	0,940
<i>Robust std.err.</i>	1,2875	0,5895	0,0681	0,0702	0,2252	0,1909
Número de observações	7	21	23	22	21	23
Probabilidade > F	0,0009	0,2317	0,0000	0,0000	0,1488	0,0883
R - squared	0,8034	0,0204	0,0919	0,1040	0,0242	0,0477

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

As regressões apresentadas nas Tabelas 41 e 42, apresentam de modo geral um ajuste sofrível para as variáveis de interesse na pesquisa. Ressalte-se, no entanto, que quando apresentam um ajuste significativo seus resultados corroboram com os resultados anteriores divulgados nessa pesquisa.

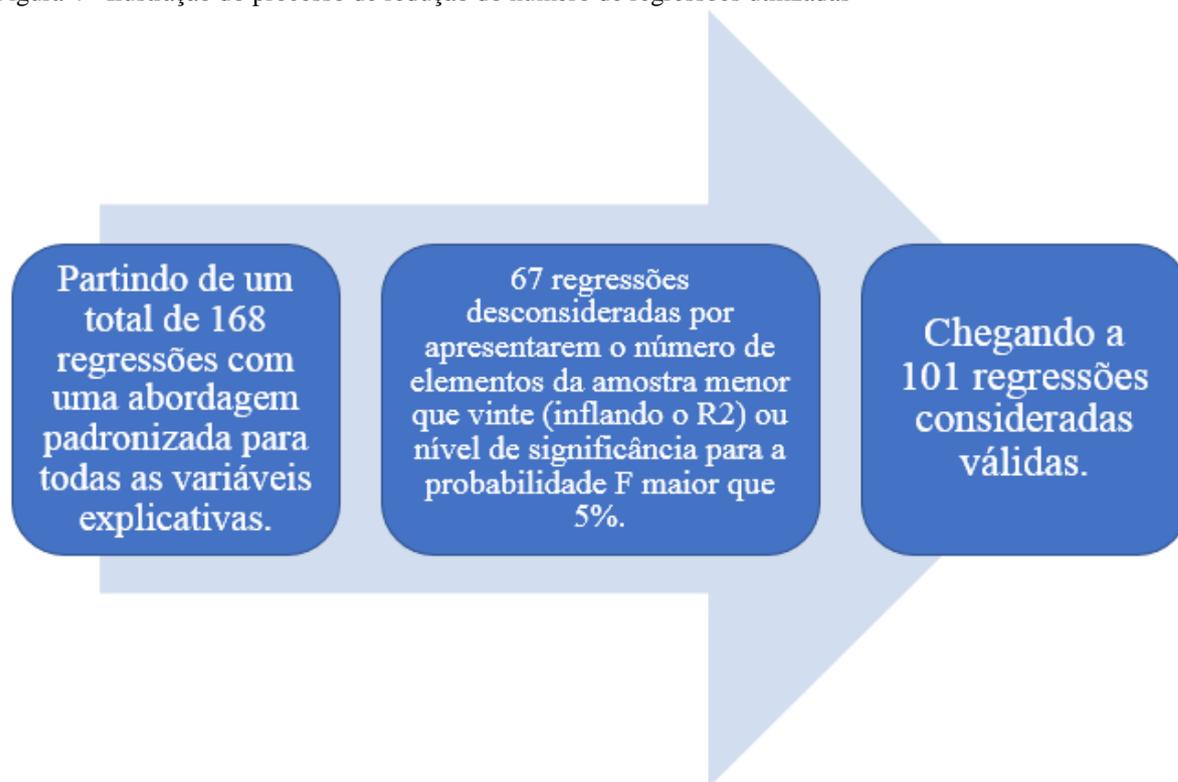
Tabela 42 - A discrepância como função da concentração de propriedade em posse da administração e duas outras variáveis para o grupo COM alienação de controle

ln(valor do laudo/valor de mercado)	r(161)	r(162)	r(163)	r(164)	r(165)	r(166)	r(167)	r(168)
CP_adm	-302,1584	-301,3819	-255,4078	-313,6620	-0,2058	-0,1759	-0,2687	-0,2489
<i>p-value</i>	0,257	0,257	0,243	0,007	0,326	0,419	0,191	0,152
<i>Robust std.err.</i>	216,501	216,084	176,101	48,2883	0,2035	0,2120	0,1964	0,1660
ln ativo total	0,0544	0,0552	0,1090	0,1897				
<i>p-value</i>	0,699	0,693	0,238	0,030				
<i>Robust std.err.</i>	0,1279	0,1268	0,0742	0,0487				
ln Custo do Laudo					0,0078	0,0100	0,0171	0,0229
<i>p-value</i>					0,867	0,828	0,760	0,629
<i>Robust std.err.</i>					0,0457	0,0451	0,0550	0,0466
Índice de liquidez	0,0698				0,1322			
<i>p-value</i>	0,605				0,007			
<i>Robust std.err.</i>	0,1213				0,0433			
Índice de negociabilidade		0,0611				0,1312		
<i>p-value</i>		0,605				0,002		
<i>Robust std.err.</i>		0,1060				0,0350		
ln volume médio negociado			-0,0092				-0,0008	
<i>p-value</i>			0,869				0,985	
<i>Robust std.err.</i>			0,0514				0,0392	
Presença na bolsa				-0,0059				-0,0010
<i>p-value</i>				0,120				0,667
<i>Robust std.err.</i>				0,0027				0,0023
Intercepto	-1,2084	-1,2229	-2,2596	-3,5476	-0,2647	-0,3026	-0,3543	-0,3562
<i>p-value</i>	0,681	0,676	0,194	0,027	0,665	0,619	0,579	0,567
<i>Robust std.err.</i>	2,6670	2,6486	1,3555	0,8737	0,6003	0,5959	0,6241	0,6109
Número de observações	7	7	7	7	21	20	19	21
Probabilidade > F	0,0000	0,0000	0,0023	0,0015	0,0000	0,0000	0,4306	0,3511
R - squared	0,8195	0,8193	0,8060	0,9301	0,1271	0,1457	0,0197	0,0389

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

A Figura 4 ilustra os critérios adotados na análise das regressões que reduz as 168 regressões inicialmente utilizadas a 101 regressões consideradas válidas. Dando ênfase as 67 regressões que foram desconsideradas por apresentarem número de observações igual a sete ou a dez, inflando o seu poder de explicação, ou por apresentarem um nível de significância para a probabilidade F maior que 5%. Uma visão geral para as regressões utilizadas é apresentada no Quadro 13.

Figura 4 - Ilustração do processo de redução do número de regressões utilizadas



Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

O Quadro 13 sintetiza os resultados de todas as regressões consideradas válidas para este estudo vistas nas Tabelas 19 a 42, que têm ajustes para a probabilidade F com nível de significância de 5% e têm número de observações maior ou igual a vinte. As variáveis explicativas que têm *p-value* com até 10% de significância, apresentam o sinal de seu coeficiente destacado no Quadro 13, sendo grifado de amarelo quando for positivo e de azul quando negativo. As Tabelas 19 a 42 estão organizadas duas a duas para cada uma das variáveis que captam a estrutura de propriedade (CP1, CP12, CP123 e CP_adm), sendo as Tabelas de números ímpares desse intervalo as que apresentam duas variáveis explicativas e as de número par com três. O Quadro 13 apresenta-se dividido em três grandes faixas; a primeira para a amostra completa com as Tabelas 19 a 26; a segunda que utiliza a subamostra sem alienação de controle contemplando as Tabelas 27 a 34 e por fim, a terceira para a subamostra com a finalidade de OPA de alienação de controle. Deste modo é possível observar facilmente o efeito das variáveis explicativas sobre a variável dependente que trata da discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado. Esse panorama geral para as regressões facilita a análise para cada uma das três faixas do estudo.

Quadro 13 - Síntese das regressões que captam discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado

Amostra completa	Tab 19	Tab 20	Tab 21	Tab 22	Tab 23	Tab 24	Tab 25	Tab 26
CP1	x x x x +	x x + x + + + +						
CP12			+ x x x +	+ + + + + + + + x				
CP123					+ + x x +	+ + + + + + + + +		
CP_adm							x x	x x x x
ln ativo total	+	+ + + + +	+	+ + + + +	+	+ + + + +		x x
ln custo do laudo	+		+ + + + +	+	+ + + + +	+	+ + + + +	x x
Índice de liquidez		x	+ + + + +					
Índice negociabilidade								
ln vol médio negociado								
Presença na bolsa								

Subamostra SEM alienação de controle	Tab 27	Tab 28	Tab 29	Tab 30	Tab 31	Tab 32	Tab 33	Tab 34
CP1	x x x x	x x + x + x						
CP12			x x x x	x x x x x x				
CP123					x x x x	x x + x x x x		
CP_adm							- - - - -	x - - - -
ln ativo total	+	+ +	+	+ +	+	+ + + +		x
ln custo do laudo	+		+ + + + +	+	+ + + + +	+	+ + + + +	x x x x x
Índice de liquidez		x	+ + + + +					
Índice negociabilidade								
ln vol médio negociado								
Presença na bolsa								

Subamostra COM alienação de controle	Tab 35	Tab 36	Tab 37	Tab 38	Tab 39	Tab 40	Tab 41	Tab 42
CP1	x +	x						
CP12			+ +	+ +				
CP123					+ +	+ +		
CP_adm							x x	x x
ln ativo total								
ln custo do laudo		x		x x		x x		x x
Índice de liquidez								
Índice negociabilidade								
ln vol médio negociado								
Presença na bolsa								

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

Legenda: + parâmetro com sinal positivo e com significância de pelo menos 10%

- parâmetro com sinal negativo e com significância de pelo menos 10%

x parâmetro não apresenta nível de significância de 10%, não sendo considerado o seu efeito na regressão

No Quadro 13 ao tomar como exemplo a Tabela 25, representada por “Tab 25”, observa-se que existem dois “x” alinhados horizontalmente com “CP_adm”, indicando que da Tabela 25 foram consideradas válidas apenas duas regressões, uma com a propriedade em posse da administração e o índice de liquidez, e na outra a propriedade em posse da administração e o índice de negociabilidade. Quando a variável explicativa é representada pela letra “x” indica que aquela variável não se mostrou significativa ao nível 10% na regressão. Portanto, ao retomar o exemplo da leitura de “Tab 25”, observa-se que nas duas regressões a propriedade em posse da administração não é significativa. Os sinais positivos em “Tab 25”, alinhados horizontalmente com os índices de liquidez e negociabilidade, indicam que nestas regressões estas variáveis são significativas a pelo menos 10% e apresentam sinal positivo. Em síntese, os dois alinhamentos verticais cada um com um “x” e um “+”, vistos no Quadro 13 em “Tab 25”,

representam duas regressões cada uma com duas variáveis explicativas observadas pelo alinhamento horizontal.

As regressões apresentadas nas Tabelas 19 a 42 **permitem a verificação das seis hipóteses propostas neste estudo**. O Quadro 13 facilita a visualização da verificação das hipóteses propostas. A primeira parte do Quadro 13 que utiliza a amostra completa propicia uma rápida verificação das hipóteses H1, H4, H5 e H6. A hipótese **H1** (a concentração de propriedade interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado) é confirmada de forma simples ao observar que as Tabelas 19 a 24 do Quadro 13 apresentam sinal positivo para a concentração de propriedade em posse dos três maiores acionistas (CP1, CP12 e CP123). De forma análoga, essas Tabelas mostram também que as hipóteses **H4** (o tamanho da empresa interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado) e **H5** (o custo do laudo de avaliação interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado) são confirmadas. A hipótese **H6** (a liquidez da empresa no mercado interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado) também é confirmada ao se observar o sinal positivo para as quatro variáveis de liquidez apresentadas nas Tabelas 19 a 26 no Quadro 13.

Para testar as hipóteses **H2** e **H3** utiliza-se a segunda e a terceira parte do Quadro 13, representado pelas duas subamostras uma sem e outra com a finalidade de OPA para alienação de controle. Ao particionar a amostra em duas subamostras para captar o efeito dos grupos sem e com a finalidade de OPA para alienação de controle, observa-se que no grupo sem a alienação de controle (Tabelas 27 a 34), a variável que capta a propriedade em posse dos gestores das companhias (CP_adm) é significativa e tem sinal negativo. Esse resultado apesar de ter sido obtido em uma situação muito particular, por se tratar de um grupo específico, por outro lado também foi possível observar que ao particionar a amostra as subamostras preservaram o efeito das outras variáveis explicativas de interesse. Permitindo desse modo observar a imparcialidade dos gestores das empresas de capital aberto que realizaram OPA sem a finalidade de alienação de controle, em relação ao processo de avaliação. Desse modo a hipótese **H2** (a propriedade em posse de gestores interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado) não é confirmada.

Outro resultado que se destaca ao particionar a amostra é o fato da concentração de propriedade (CP1, CP12 e CP123) estar mais presente significativamente nas regressões do grupo com a finalidade de alienação de controle que no grupo sem esta finalidade. De fato, o interesse do maior acionista dentro de um processo de OPA para alienação de controle, em geral, já foi contemplado, uma vez que suas ações ou as do bloco de controle, já foram

negociadas na grande maioria das vezes previamente antes da realização da OPA. No entanto, saliente-se o fato de que o maior acionista necessitou de um laudo de avaliação para subsidiar a negociação de suas ações. Como pode ser observado no Quadro 13, nas Tabelas 28 e 32, a subamostra sem a finalidade de OPA para alienação de controle apresenta apenas três regressões em que uma das variáveis para a concentração de propriedade é positiva e significativa. Contrapondo-se a nove regressões apresentadas nas Tabelas 35, 37, 38, 39 e 40, realizadas para a subamostra com a finalidade de OPA para alienação de controle, em que as variáveis para concentração de propriedade (CP1, CP12 e CP123) são positivas e significativas. Isso evidencia uma tendência de que no grupo com a alienação de controle há uma maior propensão por parte dos maiores acionistas a sobreavaliar o laudo em relação ao mercado. Esse resultado confirma a hipótese **H3** (a realização de laudos tendo a finalidade de alienação de controle está associada a uma sobreavaliação do valor da empresa em relação ao valor de mercado).

5.6 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção são discutidos os resultados necessários para testar as hipóteses da pesquisa, além de serem elencados outros resultados considerados relevantes. Dentre os resultados obtidos com a análise univariada, a estatística descritiva revela que a discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado, que apresentam média (mediana) de 0,912 (0,875), está situado em um intervalo de 8,8% a 12,5%. Essa discrepância é trabalhada sob a perspectiva de investigação do impacto das variáveis: concentração de propriedade (CP1, CP12 e CP123); propriedade em posse dos gestores da companhia (CP_adm); tamanho da empresa (ln ativo total); custo de elaboração do laudo de avaliação (ln custo do laudo) e das variáveis de liquidez (índice de liquidez, índice de negociabilidade, ln do volume médio negociado, presença na bolsa).

A concentração de propriedade representada pela posse do capital votante em poder dos três maiores acionistas (CP1, CP12 e CP123) revelou resultados importantes em relação a empresas de capital aberto que realizaram avaliação como parte do processo de OPA. Empresas com maior concentração de propriedade apresentaram em média uma situação financeira mais desfavorável, quando comparadas a empresas com capital votante mais difundido. Empresas de menor tamanho apresentam uma tendência a ter maior concentração de propriedade. O aumento da concentração de propriedade tende a uma redução da liquidez das ações da companhia e também a uma redução no custo do laudo de avaliação da empresa. Esses resultados parciais

contribuem para um melhor entendimento da confirmação da hipótese **H1 (a concentração de propriedade interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado)**.

Os resultados indicaram evidências de que os grandes acionistas parecem interferir no valor do laudo. Este resultado está alinhado com os obtidos por Elnathan, Gaviou e Hauser (2009) que constataram que a avaliação feita por especialistas são 29% mais elevadas que os valores de mercado, sendo afetadas por participações privilegiadas em Israel. Caso um laudo de avaliação seja divulgado com um valor abaixo do valor de mercado, é de se esperar que o mercado siga o laudo.

A propriedade em posse dos gestores da companhia mostrou-se mais presente em empresas com um acionista majoritário ou bloco de controle. Por sua vez a propriedade em posse da administração não apresentou interferência na situação financeira da empresa, nem em sua finalidade de OPA. Mostrou também uma tendência a não interferir no valor do laudo de avaliação, o que não confirma a hipótese H2.

H2: A propriedade em posse de gestores interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.

Os resultados apontam que processos de avaliação de empresas com a finalidade de OPA para alienação de controle estão associados a empresa de maior tamanho e maior custo de avaliação. Os laudos de avaliação para empresas com a finalidade de alienação de controle mostraram-se sobreavaliados em relação ao valor de mercado, confirmando a hipótese **H3 (a realização de laudos tendo a finalidade de alienação de controle está associada a uma sobreavaliação do valor da empresa em relação ao valor de mercado)**.

A característica marcante para OPAs com a finalidade de alienação de controle é que elas ocorrem logo após a mudança do controle da companhia. Ao particionar a amostra, pode se observar que os grandes acionistas estão interferindo no valor do laudo de avaliação quando a empresa tem esta finalidade de OPA.

Empresas de maior tamanho geralmente apresentam uma situação financeira mais favorável, uma maior liquidez e uma menor concentração de propriedade. Pode-se constatar uma maior presença do acionista majoritário em empresas de menor tamanho. O tamanho da empresa está relacionado diretamente com o valor do laudo de avaliação, de modo que quanto maior o porte da empresa maior é a tendência do laudo de avaliação apresentar um valor superior ao valor de mercado. Sendo, portanto, confirmada a hipótese **H4 (o tamanho da empresa interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado)**.

De fato, empresas de maior tamanho apresentam uma maior estabilidade em relação ao mercado, por terem um elevado ativo tangível e intangível, o que é de se esperar que elas não tenham o seu valor de mercado afetado pela divulgação do laudo de avaliação.

O custo do laudo de avaliação revelou-se uma importante variável para explicar a discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado da empresa. Apresentando uma relação direta com o tamanho da empresa e com a liquidez das ações da companhia. A concentração propriedade afeta negativamente o custo de elaboração do laudo, tendo uma redução com a presença do acionista majoritário na companhia. Os resultados indicam que empresas com maior custo de elaboração do laudo de avaliação são sobreavaliadas em relação ao mercado, confirmando a hipótese **H5 (o custo do laudo de avaliação interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado)**.

O custo do laudo tem uma característica de ser uma variável contemporânea ao processo de OPA, diferenciando-se por exemplo do tamanho da empresa. Esse aspecto dinâmico desta variável revelou-se estar fortemente associado a diversos fatores relacionados ao processo de avaliação da empresa.

O presente estudo utilizou as quatro variáveis disponibilizadas na base de dados Econômica que captam a liquidez das ações (índice de liquidez, índice de negociabilidade, volume médio negociado e presença na bolsa). Essas variáveis foram definidas para um período de um mês anterior à data de divulgação do laudo de avaliação buscando dessa forma perceber melhor o comportamento do mercado próximo a esta data. As análises revelaram que a variável presença na bolsa não teve um desempenho satisfatório nas regressões, provavelmente devido ao elevado número de *missing values* e *outliers*, ou até mesmo devido ao curto período arbitrado nesta pesquisa. A convergência em geral dessas quatro *proxies* para a liquidez permite a sua análise em conjunto para avaliar a discrepância entre o valor do laudo e o valor de mercado. Os resultados revelaram que empresas com maior liquidez tendem a ter o valor de avaliação pelo laudo sobreavaliado em relação ao mercado, confirmando a hipótese **H6 (a liquidez da empresa no mercado interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado)**.

A metodologia utilizada para o tratamento dos dados segue uma sequência lógica, apresentada na Figura 3, para chegar à análise das regressões, no entanto, observa-se que algumas hipóteses acabaram sendo testadas também em alguns dos processos intermediários da análise, como a comparação de média e a análise de correlação. O Quadro 14 apresenta de forma sucinta a verificação das hipóteses relacionando-as a metodologia utilizada.

Quadro 14 - Síntese dos testes de hipóteses

Hipóteses	Metodologias utilizadas para testar as hipóteses		
	Comparação de média (teste-t)	Análise de correlação	Regressões
H1: A concentração de propriedade interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.			Confirmada (sig. a 1%)
H2: A propriedade em posse de gestores interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.		Não confirmada	Não confirmada
H3: A realização de laudos tendo a finalidade de alienação de controle está associada a uma sobreavaliação do valor da empresa em relação ao valor de mercado.	Confirmada (sig. a 5%)		Confirmada (sig. a 5%)
H4: O tamanho da empresa interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.		Confirmada (sig. a 1%)	Confirmada (sig. a 1%)
H5: O custo do laudo de avaliação interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.		Confirmada (sig. a 1%)	Confirmada (sig. a 1%)
H6: A liquidez da empresa no mercado interfere positivamente na discrepância entre o valor de laudo e o valor de mercado.		Confirmada (sig. a 5%)	Confirmada (sig. a 1%)

Fonte: elaborado pelo autor, 2015.

A hipótese H3 foi a única que pode ser testada com o uso das variáveis categóricas, por meio do teste-t com a comparação de médias. As hipóteses de modo geral buscam a percepção do efeito entre a variável que capta a discrepância do valor do laudo para o valor de mercado e as variáveis que captam a concentração de propriedade (CP1, CP12 e CP123), propriedade em posse dos gestores (CP_adm), tamanho da empresa (ln ativo total), custo do laudo (ln custo do laudo) e as variáveis de liquidez (índice de liquidez, índice de negociabilidade, ln volume médio negociado e presença na bolsa). Desse modo é de se esperar que a análise de correlação seja capaz de revelar este efeito. No entanto, a análise de correlação não pode captar uma correlação significativa entre as variáveis que captam a concentração de propriedade e a discrepância (ln valor laudo/valor de mercado). A análise de correlação testou as hipóteses H2, H4, H5 e H6.

A análise multivariada realizada por meio das regressões testou todas as seis hipóteses propostas no presente estudo. Os resultados obtidos com esta análise corroboram com os resultados dos testes realizados para a comparação de médias e análise de correlação. Desse modo das seis hipóteses propostas cinco foram confirmadas e uma não foi confirmada para esta amostra.

6 CONCLUSÃO

O presente estudo é motivado pelo seguinte problema de pesquisa “Quais fatores contribuem para a discrepância entre o valor da empresa divulgado no laudo de avaliação, disponibilizados a Comissão de Valores Mobiliário para a ocasião de Oferta Pública de Aquisição de Ações, e o seu valor de mercado?”. Este problema preenche uma lacuna existente não apenas no Brasil, mas em todo o mundo, que está relacionada ao processo de avaliação de empresas e o seu valor de mercado. O valor da empresa obtido por meio do laudo de avaliação poderá ser tendencioso em relação ao valor de mercado, gerando possíveis distorções de curto prazo que posteriormente retornará ao equilíbrio. A questão é: se o mercado já atribuiu um valor a empresa, porque a necessidade de avaliá-la? Alguém poderia se beneficiar no caso de uma sobreavaliação da empresa em relação ao mercado, mesmo que o seu impacto no mercado seja por um curto período de tempo?

A carência de literatura a cerca desse ponto é constatada em todo mundo. Nesse sentido, o presente estudo vem a contribuir com esse problema de pesquisa ao evidenciar algumas variáveis que são capazes de explicar uma possível tendência para a discrepância existente entre o valor da empresa obtido pelo laudo de avaliação e o seu respectivo valor de mercado. O estudo contempla as empresas brasileiras que realizaram Oferta Pública de Aquisição de Ações durante o período de 2002 a 2012, e conseqüentemente deram entrada em um laudo de avaliação de empresa junto a Comissão de Valores Mobiliários. Fundamentado em seis hipóteses e sob uma abordagem quantitativa para a análise de dados, foram comprovados diversos achados relevantes.

A primeira hipótese levantada está relacionada aos maiores acionistas das empresas, àqueles que detém o controle da empresa. Esses acionistas poderiam estar motivados por algum tipo de interesse em relação ao resultado do laudo de avaliação das empresas? Quais as características das empresas que têm acionistas com um elevado percentual de ações com direito a voto? A inquietação destas e de outras perguntas foram contempladas com esta hipótese. A confirmação desta hipótese indica evidência de que os grandes acionistas parecem interferir no valor do laudo de avaliação das empresas. Outros resultados também foram obtidos em relação a concentração da posse destas ações com direito a voto. Empresas com uma maior concentração do seu capital votante apresentam em média uma situação financeira mais desfavorável, quando comparadas a outras empresas que apresentam as ações com direito a voto de forma mais pulverizada, sem grandes concentrações do capital. Essa concentração de propriedade está mais presente em empresas de menor porte. O aumento dessa concentração de

propriedade tende a reduzir a liquidez das ações da companhia e o custo do laudo de avaliação da empresa.

A segunda hipótese está relacionada àqueles gestores das companhias brasileiras de capital aberto que possuem ações com direito a voto. É importante atentar ao fato de que dificilmente o maior acionista de uma empresa é o gestor dessa empresa, e que cabe ao gestor tomar diversas decisões que podem estar interferindo no valor da empresa. A questão é: se o gestor da companhia tem ações com direito a voto, ele poderia apresentar algum interesse no resultado do laudo de avaliação da empresa? O baixíssimo percentual médio de 2,42% das ações com direito a voto em posse desses gestores atrelado ao fato de que apenas 20,5% das empresas presentes na amostra têm ações com direito a voto em posse de seus gestores, não foram fatores impeditivos para a não confirmação desta hipótese. Ressaltando deste modo uma tendência desses gestores detentores de ações com direito a voto de não interferir no resultado do laudo de avaliação de suas empresas.

A terceira hipótese desta pesquisa atenta para as Ofertas Públicas de Aquisição de Ações que têm finalidade de alienação de controle da companhia. Essa finalidade difere-se das demais por estar relacionada ao fato de que a mudança do controle da companhia ocorre, na grande maioria das vezes, antes do processo de oferta das ações. Entre os anos de 2002 a 2012, 31,4% das OPAs registradas têm a finalidade de alienação de controle da companhia. Devido a essa peculiaridade da negociação das ações com direito a voto em posse do maior acionista ou bloco de controle já ter ocorrido e considerando o fato da necessidade de um embasamento acerca do valor, além do valor de mercado, para respaldar essa negociação, motivam a verificação da seguinte hipótese. A realização de laudos tendo a finalidade de alienação de controle está associada a uma sobreavaliação do valor da empresa em relação ao seu valor de mercado. Esta hipótese foi confirmada, constatando uma tendência dos laudos de avaliação de empresas que realizam Oferta Pública de Aquisição de Ações, com a finalidade de alienação de controle, avaliarem estas empresas acima do seu valor de mercado. Os resultados mostram também que empresas com a finalidade de OPA para alienação de controle geralmente estão associadas a empresas de maior porte e têm um maior custo pela elaboração do laudo de avaliação.

A quarta hipótese testada está relacionada ao tamanho ou porte da empresa. Com o objetivo de investigar se o tamanho da empresa teria alguma relação com o resultado do laudo de avaliação. O que leva a seguinte indagação: Empresas de maior tamanho teriam uma tendência a sobreavaliar o seu laudo em relação ao mercado? Esta hipótese também foi confirmada. É notório que empresas de maior porte apresentem uma maior estabilidade em relação ao mercado, conferida pelo seu elevado ativo tangível e intangível. Sendo razoável o

fato de que ao se submeterem a um processo de avaliação, este processo consiga captar valores agregativos que não foram percebidos pelo mercado. Outros resultados relacionados ao tamanho da empresa também foram alcançados. Empresas de maior porte apresentam geralmente uma situação financeira mais favorável, uma maior liquidez de suas ações e uma menor concentração das ações com direito a voto. O acionista majoritário mostrou-se mais presente em empresas de menor porte.

Um dos grandes achados dessa pesquisa está na percepção do fato de que o custo do laudo de avaliação está relacionado ao valor de avaliação da empresa divulgado no laudo. Esse achado contempla a quinta hipótese da pesquisa. O processo de avaliação geralmente demanda bastante tempo e conhecimento técnico do perito financeiro, ou equipe encarregada, normalmente vinculados a um banco ou consultoria especializada, previamente cadastrado na Comissão de Valores Mobiliários. O custo do laudo tem uma característica de ser contemporâneo ao processo de avaliação, conseguindo captar diversos fatores que estão relacionados a um panorama atual da empresa. O que leva a seguinte indagação: Ao contratar o serviço para a elaboração de um laudo de avaliação há de fato uma imparcialidade por parte do contratante? Ressalte-se o fato da revisão de literatura não ter encontrado até o presente momento o uso desta variável em nenhum artigo científico. Desse modo foi testada a hipóteses de que o custo do laudo de avaliação tem uma relação direta com a discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado da empresa. Os resultados confirmaram esta hipótese, indicando que empresas com maior custo de elaboração do laudo de avaliação tendem a ser avaliadas acima do seu valor de mercado. Outros resultados relacionados ao custo do laudo de avaliação também se mostraram relevantes. Empresas que apresentam maior concentração de posse das ações com direito a voto têm em geral um menor custo de elaboração do laudo de avaliação. Já as empresas que apresentam maior liquidez de suas ações, como também as de maior porte, têm geralmente maior custo de elaboração do seu laudo de avaliação.

Por fim a sexta hipótese proposta está relacionada a liquidez das ações da companhia. A liquidez está associada intrinsecamente a oferta e demanda das ações da companhia no mercado. Ações com maior liquidez são negociadas mais frequentemente. Poderia a liquidez explicar a discrepância existente entre o valor de avaliação do laudo da empresa e o seu valor de mercado. Uma empresa com maior liquidez no mercado de ações estaria mais propensa a ser avaliada acima do valor de mercado? Os resultados confirmam esta hipótese, evidenciando a tendência de que a liquidez das ações de uma companhia interfere diretamente no valor do laudo de avaliação. Ou seja, quanto maior a liquidez, maior o valor do laudo em relação ao valor de mercado da companhia.

Dentre as limitações desta pesquisa destacam-se a dificuldade de se coletar as informações financeiras dos laudos de avaliação disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários e o elevado número de *missing value* contido na base de dados Economatica. Diversos tópicos relacionados ao tema avaliação de empresas podem ser desenvolvidos a partir desta pesquisa: a proposta de um modelo econométrico para captar a magnitude da discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado das companhias, um estudo de evento para captar outros fatores relacionados ao processo de avaliação e o mercado, um estudo relacionado diretamente com as empresas credenciadas a expedir o laudo de avaliação pela CVM, dentre outros.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ANDREWS, WILLIAM D. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. **Harvard Law Review**. v. 78, n. 3, jan., p. 505-563, 1965.

ASSAF NETO, A. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática**. 2003. Tese (Livre-docência) – Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2003.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.

AKERLOF, G. A. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, p. 488-500, 1970.

BALASSIANO, M. G. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 2012. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, FGV. Rio de Janeiro, 2012.

BARCLAY, M. J.; HOLDERNESS, C. Private benefits control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, n. 25, p. 371-395, 1989.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BERTUCCI, J.; BERNADES, P.; BRANDÃO, M. Políticas e práticas de governança corporativas em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.

BLACK, FISCHER; SCHOLES, MYRON. The pricing of options and corporate liabilities. **The Journal of Political Economy**, v. 81, n. 3, p. 637-654, may/jun., 1973.

BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. **The Quarterly Journal of Economics**, p. 693-728, 1997.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. The Influence of the Ownership and Control Structure on Corporate Market Value in Brazil. **Revista de Contabilidade Financeira – USP**, v. 24, n. 62, p. 142-153, mai./jun./jul./ago., 2013.

CHEW, D. H.; GILLAN, S. L. **Corporate governance at the crossroads**. Boston: McGraw-Hill, 2005.

CLAESSENS, S. et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, issue C, p. 1-33, 2013.

COSTA, L. G. T. A.; COSTA, L. R. T. A.; ALVIM, M. A. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

COSTA NETO, P. L. O. **Estatística**. São Paulo: Edgard Blücher, 2005.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; GONZÁLEZ, E. V. Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm. **Emerging Markets Review**, v. 18, p. 62-77, 2014.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. Ownership Concentration Weakens the Corporate Governance System of Brazilian Firm. In: ANPCONT, 9., 2015. Curitiba-PR. **Anais...** Curitiba: ANPCONT, 2015.

CUERVO, Á. Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. **Corporate Governance: An International Review**, v. 10, p. 84-93, 2002.

CUNHA, M. F. da. **Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro**. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

CUNHA, M. F.; MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. A finalidade da avaliação de empresas, no Brasil, apresenta viés?: Evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 15-47, jul./set., 2012.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas do grau de concentração acionária. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, jul./dez., 2007.

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

DeANGELO, L. E. Equity Valuation and Corporate Control. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 93-112, jan., 1990.

DEMSETZ, H.; LEHN, K., The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, p. 1155-177, 1985.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. **The Journal of Finance**, v. LIX, n. 2, apr., 2004.

ECKERT, A.; MECCA, M. S.; BIASIO, R.; MARAGNO, M. Métodos de avaliação do valor das empresas: proposição de aplicação em uma empresa prestadora de serviços contábeis. **Scientia Plena**, v. 7, n. 11, p. 1-14, 2011.

ELNATHAN, D.; GAVIOUS, I.; HAUSER, S. On the added value of firm valuation by financial experts. **International Journal of Business and Management**, v. 4, n. 3, march, 2009.

ELNATHAN, D.; GAVIOUS, I.; HAUSER, S. An analysis of private versus public firm valuations and the contribution of financial experts. **The International Journal of Accounting**, v. 45, Iss. 4, p. 387-412, 2010.

FAROOQUE, O. A.; ZIJL, T. V.; DUNSTAN, K.; KARIM, A. W. Ownership structure and corporate performance: evidence from Bangladesh. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, v. 14, p. 127-150, 2007.

FERNÁNDEZ, P. **Metodos de valoracion de empresas**. Barcelona: IESE Business School – Universidad de Navarra, 2008.

FILATOTCHEV, I.; MICKIEWICZ, T. Ownership concentration, ‘Private Benefits of Control’ and Debt Financing. **Corporate Governance and Finance in Poland and Russia**, p. 159-176, 2006.

FROOT, K. A. Consistent Covariance Matrix Estimation with Cross-Section Dependence and Heteroskedasticity in Financial Data. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 24, n. 3, September, 1989.

GARCÍA-MECA, E.; SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 11, Iss 1, p. 41-53, 2011.

GARCIA, F. G. **Verificação da existência de assimetria de informações no processo de emissão de ações no mercado brasileiro - uma forma de medir a importância de ativos da empresa**. 2002. Tese (Doutorado em Administração) – Doutorado em Administração de Empresas. Fundação Getúlio Vargas – SP, 2002.

GREENE, WILLIAM H. **Econometric Analysis**. Seventh edition. Prentice Hall, 2012.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. **Bell Journal of Economics**, v. XI, p. 42-64, 1980.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. One share-one vote and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. ½, p. 175-202, 1988.

HOLDERNESS, G. C.; SHEEHAN, D. The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1-2, jan./mar., p. 317-346, 1988.

HU, Y.; IZUMIDA, S. The relationship between ownership and performance: a review of theory and evidence. **International Business Research**, v.1, n. 4, oct., 2008.

HUBER, P. J. The behavior of maximum likelihood estimates under nonstandard conditions. **Proceedings** of the Fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability, v. 1, p. 221-233, 1967.

IMAM, S.; CHAN, J.; SHAH, S. Z. A. Equity valuation models and target price accuracy in Europe: evidence from equity reports. **International Review of Financial Analysis**, v. 28, p. 9-19, 2013.

IZECKSOHN NETO, D. Valor econômico, preço médio ponderado ou valor patrimonial: métodos de avaliação do 'preço justo' e o reembolso aos minoritários. 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.

JENSEN, M.C., MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1, p. 5-50, 1983.

JENSEN, S. C. Agency Costs of Overvalued Equity. **Financial Management**, v. 34, n. 1, p. 5-19, 2005.

JIANG, H.; HABIB, A. The impact of different types of ownership concentration on annual report voluntary disclosures in New Zealand. **Accounting Research Journal**, v. 22, n. 3, p. 275-304, 2009.

KAPOPOULOS, P; LAZARETOU, S. Corporate ownership structure and firm performance: evidence from greek firms. **Bank of Greece – Working Paper**, n. 37, april, 2006.

KERLINGER, F. N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais**: um tratamento conceitual. São Paulo: EPU-EDUSP, 1996.

LOPES, A. L. M.; COSTA JR., N. C. A.; SAURIN, V. Consolidação dos métodos de avaliação de empresas. **Revista FAE**, Curitiba, v. 16, n. 2, p. 74-87, jul./dez., 2013. Disponível em: <<http://www.fae.edu/revistafae/index/66794494/ultima+edicao.htm>>. Acesso em: 13 maio 2014.

LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; CRISÓSTOMO, V. L. Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An analysis of Brazilian Firm. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, may-jun., 2010.

MANAWADUGE, ATHULA; ZOYSA, ANURA DE. The structure of corporate ownership and firm performance: Sri Lankan evidence. **Corporate Ownership & Control**, v. 11, n. 1, p. 723-734, Continued – 8, 2013.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas**: um guia para fusões & aquisições e privateequity. 1. ed. São Paulo: Pearson, 2010.

MARTINS, E. **Aspectos do lucro e da alavancagem financeira no Brasil**. 1979. Tese (Livre-Docência) - Universidade de São Paulo, 1979.

MARTINS, E. (Coord.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. FIECAFI e EAC/FEA/USP, 1. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. 1972. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1972.

MEDEIROS, O. R. de; MATSUMOTO, A. S. Emissões públicas de ações, volatilidade e *insider information* na BOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 40, p. 25-36, jan./abr., 2006.

MIGUEL, A.; PINDADO, J.; TORRE, C. Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain. **Strategic Management Journal**, v. 25, Iss 12, p. 1199-1207, dec., 2004.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MÜLLER, A. N. **Fluxo de caixa descontado, lucros capitalizados e lucros excedentes: o desempenho dos modelos de avaliação de empresas**. 2003. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. **Revista FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, maio/dez., 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. Di MICELI; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Revista eletrônica RAC-e**, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, jan.-abr., 2007.

PEIXOTO, F.M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, n. 17, p. 48-59, 2013.

PENROSE, EDITH. **Teoria do crescimento da firma**. Campinas, SP: Editora da Unicamp, 2006.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais: uma análise segundo a teoria de finanças. In: SEMEAD FEA USP, 6. 2003. São Paulo. **Anais... SEMEAD**, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/6semead/finan%E7as/005Fin%20-%20Avalia%E7ao%20Apura%E7ao%20Processos.doc>>. Acesso em: 08 maio 2014.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, issue n. 2, p. 134-139, 1973.

ROSENBOOM, PETER. Valuing and pricing IPOs. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, p. 1653-1664, 2012.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **eRAE**, v. 48, n. 2, abr./jun., 2008.

SANTOS, E. J.; ROGERS, P.; LEMES, S.; MACHADO, L. S. Proteção aos acionistas minoritários: análise dos efeitos da reforma da Lei 6.404/76. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 16, n. 2, p. 33-49, abril-junho, 2009.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. **Valuation**: guia fundamental. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **The Journal of Political Economy**, p. 461-488, 1986.

SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A.; BARROS, L.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **RAE**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, A. D. M. da; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set., 2008.

SOUZA, ALCEU. Notas de aula do componente curricular Seminário Avançado de Tese, ocorrida na Escola de Negócios do Programa de Pós-Graduação em Administração – PPAD da Pontifícia Universidade Católica do Paraná – PUCPR, 2014

SPENCE, M.; ZECKHAUSER, R. Insurance, Information and Individual Action. **American Economic Review**, n. 61, p. 380-387, 1971.

STEIN, J. C. Agency, information, and corporate investment. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. (Eds.). **Handbook of the Economics of Finance**. Elsevier, North-Holland, Amsterdam), p. 101-141, 2003.

STEWART III, G. BENNETT. **Em busca do valor**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

TOURINHO, M. A. S. **Oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle de companhias abertas brasileiras**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2012.

UNION EUROPÉENNE DES EXPERTS COMPTABLES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS – UEC. L'Évaluation des Entreprises et Parts d'Éntreprises. Paris, Dunod, 1961.

UNO, J.; KAMIYAMA, N. Ownership structure, liquidity and firm value: effects of investment horizon. **Working paper**, Waseda University, 2010.

WHITE, H. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, p. 817-838, may, 1980.

WILLIAMS, J. B. **The theory of investment value**. Harvard University Press, 1938.