

# Viés na projeção do desempenho em laudos de avaliação de ofertas públicas de aquisição de ações

**Amanda Guimarães Teixeira Silva Schmidt**

<https://orcid.org/0000-0002-3153-7818> | E-mail: amanda.agtss@gmail.com

**Mariana Guerra**

<https://orcid.org/0000-0003-3946-6900> | E-mail: mariguerra@unb.br

**César Augusto Tibúrcio Silva**

<https://orcid.org/0000-0002-5717-9502> | E-mail: cesaraugustotiburciosilva@gmail.com

**Danielle Montenegro Salamone Nunes**

<https://orcid.org/0000-0003-4219-4715> | E-mail: dmontenegro@unb.br

## Resumo

**Objetivo:** Identificar, nos laudos de avaliação de Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) que utilizam o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), se cinco variáveis relacionadas ao contexto de emissão contribuem para explicar a super/subavaliação do desempenho econômico-financeiro projetado em relação ao desempenho efetivamente realizado.

**Método:** Para a análise realizada neste estudo, adotaram-se modelos de regressão linear múltipla. Adicionalmente, foram estimados modelos de árvore de decisão e ridge regression, cujos resultados não suplantaram os apresentados no presente trabalho. Os resultados de um modelo binário, também adicionalmente estimado, confirmam os achados descritos no presente estudo. Ainda se obtiveram resultados confirmatórios para o modelo de honorários a partir da análise de correspondência.

**Resultados:** Os resultados desta pesquisa demonstram que a diferença de curto prazo entre o desempenho projetado e o realizado é significativa. Portanto, há viés na projeção, e este é explicado pela modalidade da OPA e pelo setor da empresa avaliada. Os resultados indicaram ainda que o valor pago ao avaliador a título de honorários não foi significativo para explicar esse viés.

**Contribuições:** As pesquisas em avaliação de empresas ainda são escassas em países emergentes. Para relevância prática, evidências relacionadas à comparação entre valores projetados e realizados contribuem para a percepção dos usuários acerca da avaliação de empresas e para aprimorar o desempenho e a qualidade do processo.

**Palavras-Chave:** Avaliação de Empresas. Viés na Projeção. Fluxo de Caixa Descontado. Desempenho. Oferta Pública de Aquisição de Ações.

---

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 6/1/2025. Pedido de revisão em 19/3/2025. Rodada 2: Ressubmetido em 25/9/2025. Pedido de revisão em 16/10/2025. Rodada 3: Ressubmetido em 7/11/2025. Aceito em 8/11/2025 por Vinicius Gomes Martins, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 18/12/2025. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

## 1 Introdução

No primeiro semestre de 2024, o mercado de fusões e aquisições no Brasil movimentou cerca de R\$ 101,5 bilhões (Valor Econômico, 2024), e os impactos das transações não se limitaram ao setor em que originalmente se deu a fusão e aquisição (Durnev & Mangen, 2020; Cardoso et al., 2025). Além dos montantes envolvidos e as externalidades geradas, há alguns casos, ainda, em que a Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) é usada para manipular os preços das ações (Ahern & Sosyura, 2014; Guo, 2020; He et al., 2020). O contexto em que ocorre o processo de mensuração de valor das empresas, a incerteza do mercado (Batista, Lamounier, & Mário, 2023) e os impactos decorrentes dos relatórios de avaliação suscitam alguns questionamentos quanto à qualidade das informações (Souza et al., 2013; Liu et al., 2023; Palladino & Lazonick, 2024).

Quando uma empresa recompra ações no contexto OPA, entende-se haver uma sinalização ao mercado de que a empresa: (i) acredita que suas ações estão subavaliadas; (ii) deseja ajustar sua estrutura de capital; ou (iii) pretende distribuir valor aos acionistas de forma alternativa ao dividendo. Nesse cenário, as projeções de desempenho carregam importante conteúdo informacional: o mercado interpreta a recompra como um sinal de confiança da gestão nas perspectivas futuras. Assim, comparar o desempenho projetado (na época do anúncio da recompra) com o desempenho efetivo (posterior) permite avaliar se a sinalização era crível ou oportunista. Em linha, o presente estudo objetiva: (i) identificar o viés nas projeções dos laudos de valuation de OPA; e (ii) explorar suas variáveis determinantes relacionadas ao contexto de emissão do laudo. Para identificar o viés nas projeções, utilizou-se como métrica a diferença entre o desempenho projetado divulgado nos laudos e o desempenho realizado divulgado nos relatórios contábeis corporativos.

Suportada por modelos validados na literatura acadêmica, a avaliação de uma empresa, valuation, consiste em uma estimativa do valor da empresa ou de alguma parte dela (Palepu & Healy, 2008). Em tal processo, ao se utilizar modelos de projeção, é factível haver certa margem de erro (aleatório e não significativo) entre o valor estimado e o efetivo valor da empresa. Por outro lado, quando há diferença significativa entre o valor projetado pelo modelo e o valor realizado pela empresa, em hipótese, é possível questionar: há viés nas informações dos laudos de valuation de Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)?

Dentre os diferentes modelos de valuation, a Resolução CVM n.º 215, de 2024, indica: o preço médio ponderado da cotação das ações, o valor do patrimônio líquido por ação e o valor econômico da companhia avaliada – calculado pelo método do fluxo de caixa descontado (FCD), pelo método de múltiplos de mercado ou pelo método de múltiplos de transações comparáveis.

O método do FCD exige a realização de projeções sobre o futuro para o cálculo do valor da empresa, logo possui alto grau de subjetividade e de complexidade (Damodaran, 2004), além de estar sujeito ao viés de avaliação (Martinez, 2004). Sobre a temática, nas décadas de 1970 e 1980, surgiram os primeiros estudos internacionais focados na relação entre as projeções dos analistas e os resultados efetivamente observados. Nos anos seguintes, a projeção dos analistas passou a ser uma variável de interesse. Mais tarde, os estudos passaram a se concentrar na busca de evidências acerca de vieses sistemáticos nas projeções (Saito, Villalobos & Benetti, 2008; Sanvicente, 2015; Noda, 2018). No Brasil, destacam-se alguns estudos sobre as previsões de analistas no mercado financeiro: Souza et al. (2023), Sanvicente (2015), Antônio et al. (2017), Gatsios, Lima & Magnani (2018), e Gatsios et al. (2023). Contudo, no cenário específico de Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) no Brasil, os fatores contextuais de emissão dos laudos que ocasionam a diferença entre as projeções e os resultados efetivos não são consensuais.

Desenvolvido em três etapas, o presente estudo utilizou modelos de regressão linear múltipla e cinco variáveis relacionadas ao contexto de emissão dos laudos (modalidade da OPA, honorários pagos pela elaboração dos laudos, relação entre a empresa contratante e a avaliada, setor da empresa avaliada e perfil do avaliador), que podem contribuir para explicar a superavaliação e/ou a subavaliação do desempenho econômico-financeiro projetado em relação ao desempenho efetivamente realizado. Como se observa, tais variáveis testadas dão enfoque ao contexto de emissão dos laudos e que pudessem gerar distorção representativa no Ebitda projetado (Souza et al., 2013; Liu et al., 2023; Liu, 2012).

No estudo, a limitação dos dados decorre do escopo proposto para o cálculo da diferença entre o valor projetado para o curto prazo e o realizado. Por exemplo, em um laudo emitido em 2023, as projeções de desempenho referem-se a 2024 e anos posteriores. A performance projetada para 2024 é comparada com o desempenho efetivamente realizado no ano, a fim de verificar se há diferença significativa entre esses valores. Considerando o ano de desenvolvimento do estudo, foi preciso delimitar a coleta de informações para laudos emitidos até 2023 para que fosse possível comparar o desempenho projetado com o então realizado. Ademais, na emissão de laudos para fechamento do capital da entidade (Bortolon & Silva Jr., 2015), as informações sobre desempenho realizado passam a não ser obrigatoriamente divulgadas ao público externo. Há restrição, portanto, na comparação entre desempenho projetado e realizado para os casos de fechamento do capital. As demais limitações do estudo são apresentadas na Seção 3.

Em síntese, os resultados desta pesquisa demonstraram que, nos laudos de avaliação de OPA no Brasil aqui analisados, a diferença entre o desempenho projetado para o curto prazo e o realizado é significativa para empresas constantes no estudo. Portanto, identificou-se viés na projeção de curto prazo, o qual não é aleatório, mas, sim, explicado pela modalidade da OPA e pelo setor da empresa avaliada. Os resultados indicaram que o valor pago ao avaliador a título de honorários não foi significativo para explicar esse viés. Além de tais resultados obtidos por meio dos modelos de regressão linear múltipla, foram estimados modelos de árvore de decisão, ridge regression, modelo binário e análise de correspondência, que confirmaram os achados da regressão, mas cujos resultados não suplantaram os apresentados no presente trabalho. Portanto, os resultados decorrentes dos modelos adicionais não foram objeto de descrição no decorrer do trabalho.

Nos processos de OPA, os laudos de avaliação são uma referência para definir o valor das ações da empresa, ou seja, são valores importantes aos potenciais e atuais investidores das empresas. Ademais, no método do FCD, os valores projetados são necessários para o cálculo do valor final da empresa, e o desempenho projetado afeta o valor final disposto nos laudos (Cogliati, Paleari & Vismara, 2011; Mumtaz, Smith & Ahmed, 2016). Portanto, a análise das projeções consiste em uma das formas de identificar se o valor encontrado nas avaliações está próximo do valor justo da empresa, o que consiste em um indicativo da qualidade da avaliação.

## 2 Referencial Teórico

As OPAs são operações nas quais uma empresa ou investidor faz uma oferta pública para comprar ações de uma companhia, geralmente com o objetivo de fechar o capital ou adquirir controle. Em tais processos, é obrigatório apresentar um laudo de avaliação da empresa-alvo que justifique o preço oferecido por ação. Nesse cenário, a manipulação dos desempenhos projetados em OPAs é apontada como uma estratégia para maximizar o valor percebido das ações e facilitar aquisições, o que envolve a gestão de resultados para influenciar a percepção do mercado e manipular preços antes de ofertas (Souza et al., 2013). Essas práticas podem levar a uma valorização temporária das ações (Liu et al., 2023), mas também a um desempenho inferior no longo prazo, quando as expectativas não são atendidas (Liu, 2012).

No campo acadêmico, os estudos que tratam de valuation de empresas podem se relacionar tanto aos laudos de Ofertas Iniciais de Ações (IPOs, do inglês Initial Public Offerings) quanto aos laudos de Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA). Cogliati et al. (2011) e Mumtaz et al. (2016) apresentaram o impacto da diferença entre valores projetados e realizados no valor da empresa. Ambos os estudos compararam as taxas de crescimento utilizadas para a elaboração de modelos de FCD em laudos de IPOs, com as taxas de crescimento realizadas. Os resultados de ambos os estudos indicaram que as taxas estimadas foram maiores do que as realizadas, um possível indicativo de superavaliação.

No mesmo sentido, Bonaventura & Giudici (2016) observaram que as previsões de lucratividade de analistas de IPO têm um viés otimista significativo, corroborando Kothari (2001) e Martinez (2004). Há grandes erros médios de previsão, especialmente em empresas de rápido crescimento com maior alavancagem e mais capital emitido (Bonaventura & Giudici, 2016). Questionando a aplicação de modelos de previsão no mercado brasileiro, Sanvicente (2015) problematiza se a inclusão do prêmio por risco país é realmente necessária quando o risco de mercado é medido por meio do índice de mercado local, como o Ibovespa. Como resultados, apontou que usar o índice local como proxy de mercado dispensa o uso adicional de um prêmio por risco país. Na opinião do autor, o mercado brasileiro é suficientemente desenvolvido para incorporar riscos relevantes nos preços dos ativos.

Para Bozos & Nikolopoulos (2011), apesar de os modelos econôméticos serem as técnicas de previsão mais precisas para anúncios de ofertas de ações, o julgamento de especialistas tem melhor desempenho na avaliação econômica com base em lucros simulados. Nesse sentido, poucos estudos tratam de fatores contextuais da emissão ou do perfil do avaliador e os relacionam às projeções nos laudos no contexto de OPA. Para o caso neozelandês, observou-se que a precisão da previsão de lucros nos prospectos de oferta pública inicial da bolsa de valores é baixa, não está relacionada ao prêmio do preço das ações na listagem e não pode ser modelada como uma função das características específicas da empresa ou da escolha do auditor (Firth & Smith, 1992).

No Brasil, as características específicas do laudo e do avaliador, no processo de valuation em oferta pública de ações, também é tema de poucos estudos (e.g., Santos, Pereira & Lustosa, 2013; Souza et al., 2013), haja vista o reduzido volume de dados históricos para análise quantitativa – de 2010 a 2023, são apenas 78 laudos de OPA com utilização do método FCD. Não se limitando ao referido método, com amostra de 197 empresas brasileiras que fecharam o capital entre 2000 e 2012, Souza et al. (2013) investigaram se o fechamento de capital influencia o gerenciamento de resultados, este mensurado pelo lucro reportado. As conclusões indicaram que o fechamento de capital, mediado via OPA, está associado ao gerenciamento de resultados, mas esse efeito depende da composição da amostra comparativa. O motivo da OPA (voluntária ou incorporação) não afeta diretamente as práticas contábeis, e a suavização de lucros é comum, mas não determina diretamente os accruals discricionários.

Em linha, tomando inicialmente este universo de laudos de avaliação de OPA no Brasil e a partir das pesquisas que tiveram enfoque na análise das projeções de laudos de avaliação emitidos em ofertas públicas de ações (e.g., Cogliati et al. 2011; Dechow, Hutton & Sloan, 2000; Mumtaz et al., 2016; Noda, 2018), busca-se avançar nas pesquisas, a fim de analisar variáveis explicativas para a super/subavaliação do desempenho econômico-financeiro projetado nos laudos de avaliação com utilização do método FCD. Para tanto, foram formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa:

**Hipótese 1:** O valor do desempenho projetado nos laudos de avaliação não é aderente ao valor realizado.

Os resultados de pesquisas anteriores colaboraram para a elaboração da Hipótese 1, principalmente no sentido de que o desempenho projetado tende a ser superavaliado em relação ao realizado. Os estudos internacionais (Cogliati et al., 2011; Dechow et al., 2000; Mumtaz et al., 2016) identificaram tendência de superavaliação do desempenho, medido pela taxa de crescimento projetada. Especificamente no cenário de estimativas de longo prazo, o valor da empresa calculado pelo FCD é baseado em premissas elaboradas no momento da avaliação, que podem ficar obsoletas conforme se modificam os graus de incerteza e de volatilidade econômica do ambiente em que as empresas estão inseridas, especialmente em países emergentes, como o Brasil. Mesmo considerando o curto prazo projetado, entende-se que a existência dessa volatilidade corrobora a formulação da Hipótese 1, de que os valores projetados não serão aderentes aos realizados. No presente estudo, reforça-se que a diferença foi mensurada para o prazo de 1 (um) ano, isto é, para o curto prazo.

A confirmação da Hipótese 1 dará margem para analisar se as variáveis relacionadas ao contexto de emissão dos laudos de avaliação contribuem para explicar a diferença, de curto prazo, entre o desempenho projetado e o realizado, conforme Hipóteses 1.1 a 1.5. Se essas variáveis contribuírem, haverá evidências de que há viés relacionado ao contexto de emissão na projeção de desempenho dos laudos. Em outras palavras, um erro aleatório é inerente ao processo de estimativa e não implica má qualidade ou manipulação do laudo; o viés, por outro lado, é um desvio sistemático (significativo). No presente estudo, entende-se que isso ocorre quando as projeções tendem, consistentemente, a superestimar ou subestimar o desempenho das empresas.

**Hipótese 1.1:** A modalidade da OPA é relevante para explicar a diferença entre o desempenho projetado e o realizado.

Para Noda (2018), quando do cancelamento de registro, os controladores que estão lançando a OPA podem ter o interesse em justificar um preço baixo para a empresa objeto. Souza et al. (2013) observaram que o fechamento de capital está associado ao gerenciamento de resultados, mas esse efeito depende da composição da amostra comparativa. Baseado nesses trabalhos, espera-se que laudos de OPA para cancelamento de registro apresentem viés de subavaliação. Adicionalmente, espera-se que laudos de OPA voluntária apresentem viés de superavaliação do desempenho projetado. Para as outras duas modalidades presentes na amostra, aumento de participação e alienação de controle, não há expectativa de relação com o viés na projeção.

**Hipótese 1.2:** Os honorários pagos ao avaliador são relevantes para explicar a diferença entre o desempenho projetado e o realizado.

De acordo com Kothari (2001), os incentivos econômicos que os analistas recebem pelos seus serviços consistem em uma das explicações para o viés otimista das avaliações na precificação de ações. Em hipótese, estende-se tal entendimento aos honorários de analistas que elaboram a OPA, foco do presente estudo. Sob a perspectiva empírica, Dechow et al. (2000) analisaram 1.179 emissões de ações, disponíveis em bases de dados internacionais, realizadas entre 1981 e 1990, e identificaram relação positiva entre os honorários pagos aos analistas e a magnitude do crescimento previsto. Ainda de forma análoga, espera-se que haja relação entre os honorários pagos ao avaliador responsável pela elaboração da OPA e o viés na projeção, no sentido de superavaliação do desempenho projetado.

**Hipótese 1.3:** A relação entre a empresa contratante e a avaliada é relevante para explicar a diferença entre o desempenho projetado e o realizado.

Segundo Noda (2018), no caso de a contratante ser a controladora da empresa avaliada, na OPA de alienação de controle, espera-se subavaliação do valor. Já nos casos de a empresa contratante ser a própria empresa avaliada, espera-se a superavaliação do desempenho projetado nos laudos de avaliação. Por outro lado, o fato de a contratante ser outra empresa (diferente da avaliada e de sua controladora) gera expectativa de subavaliação do desempenho projetado.

**Hipótese 1.4:** O setor da empresa é relevante para explicar a diferença entre o desempenho projetado e o realizado.

Essa hipótese foi formulada pelo fato de o setor da empresa ser uma variável relevante para determinar seu desempenho (Graves, 1997; Porter, 1981; Ullmann, 1985). Além disso, Palladino & Lazonick (2024), em um cenário de recompra de ações no mercado aberto (stock buybacks) realizadas por corporações nos Estados Unidos, identificaram que os setores com participação relevante de buybacks foram: Tecnologia e Informação (9,8% da receita); Finanças e Seguros (11,9%); e Varejo (10,6%). Assim, busca-se identificar quais setores estariam relacionados ao viés de subavaliação e ao de superavaliação do desempenho projetado.

**Hipótese 1.5:** O perfil do avaliador é relevante para explicar a diferença entre o desempenho projetado e o realizado.

Firth & Smith (1992) não identificaram relação entre valor e perfil do avaliador. Apesar disso, para a hipótese 1.5, espera-se que o perfil de empresa de consultoria, por ter relação mais próxima com a empresa avaliada, esteja relacionado à superavaliação do desempenho. No caso de instituição bancária e de empresa de auditoria, que são os demais perfis de avaliador levantados na amostra em análise, espera-se que essas entidades sejam mais conservadoras e, portanto, estejam relacionadas à subavaliação do desempenho projetado.

Para além das hipóteses, o estudo auxilia na discussão de recompra de ações por parte das companhias brasileiras, avançando nos estudos de Bortolon & Silva Jr. (2015) e Souza et al. (2013), que tratam das variáveis pertinentes à emissão de laudos para fechamento do capital da entidade. O foco de análise, no presente estudo, considerou apenas o contexto de curto prazo (1 ano). Ainda é possível refletir sobre as OPAs de cancelamento de registros e dialogar com os achados de Palladino & Lazonick (2024) e Chavali & Shemmen (2011), que avaliam o impacto no preço das ações no mercado em contexto de buybacks. Ambos os estudos reforçam a visão de que as recompras atuam como sinais informacionais, tanto em mercados emergentes, como a Índia, em Chavali & Shemmen (2011), quanto naqueles em que a assimetria informacional é baixa, como nos EUA, em Palladino & Lazonick (2024).

### 3 Metodologia de Pesquisa

#### 3.1 Coleta de dados

No tocante à coleta de dados, foram analisados os laudos de avaliação e os respectivos editais de OPA para coletar os dados projetados e as características do contexto de emissão (modalidade da OPA, honorários pagos ao avaliador, relação entre a empresa contratante e a avaliada, perfil do avaliador e setor da empresa avaliada). Para a obtenção dos valores realizados, foram utilizadas as bases de dados Economatica e Valor 1000.

O indicador de desempenho econômico-financeiro utilizado para comparar o desempenho projetado com o realizado foi a Margem Ebitda, dado coletado no laudo emitido, ou calculado, também com informações dos laudos, pela divisão do Ebitda (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) pela Receita Operacional Líquida (ROL) (Alcalde, Fávero & Takamatsu, 2013). A Margem Ebitda, por ser uma medida relativa, possui a vantagem de facilitar ainda mais a comparação entre empresas de tamanhos distintos e entre empresas de um mesmo setor ou de setores diferentes (Alcalde et al., 2013).

Para o cálculo da diferença, considerou-se o horizonte temporal de apenas 1 (um) ano (curto prazo). Como exemplo, em um laudo emitido em 2023, as projeções de desempenho datam para 2024 e anos posteriores. O Ebitda projetado para 2024 foi comparado com o Ebitda efetivamente realizado no ano, para, então, testar se há diferença significativa entre tais valores. Nesse cenário de curto prazo (1 ano), variáveis exógenas, tais como a incerteza agregada da economia, tendem a ter menor impacto nas estimativas do que em previsões de médio ou longo prazo. Isso porque a visibilidade macroeconômica de um período de um ano é relativamente alta (mercado já especificou juros, inflação, câmbio, etc.). Assim, choques relevantes no período são mais idiossincráticos (setoriais ou empresariais) do que puramente macroeconômicos.

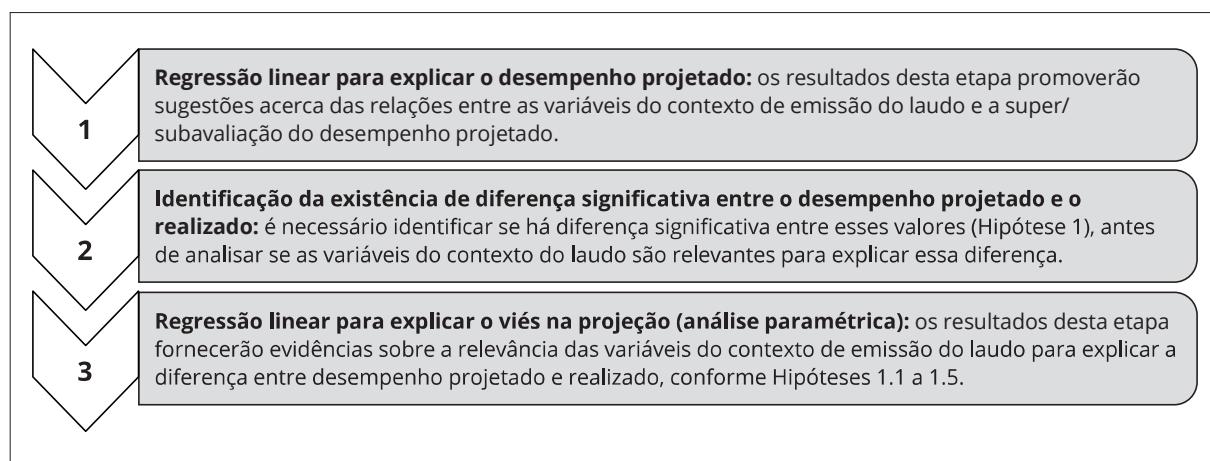
O universo de dados do presente estudo corresponde aos 78 laudos de avaliação emitidos entre 2010 e 2023, no contexto de OPA, disponíveis no sítio eletrônico da CVM. Foram selecionados apenas os laudos que calcularam o valor da empresa pelo método do FCD, por exigir a estimativa de projeções futuras. O ano inicial foi escolhido por marcar o início da vigência das normas internacionais de contabilidade no Brasil, o que impactou a mensuração das variáveis de controle utilizadas no modelo de regressão. Já o ano final (i.e., 2023) se refere ao período anterior àquele para o qual há dados anuais disponíveis sobre o efetivo desempenho das companhias (i.e., 2024). Importante destacar que, apesar de o universo de dados cobrir o período de 2010 a 2024, há apenas um laudo emitido no ano de 2020, na data de 20 de julho de 2020. Laudo anterior a este tem data de 2017. Com isso, justifica-se a não inclusão da pandemia como variável de controle nos modelos testados.

Dos 78 laudos iniciais, 67 explicitavam os indicadores Ebitda e/ou Margem Ebitda no laudo, ou era possível calculá-los por meio da soma do Ebit (Earnings Before Interest and Taxes) com os valores de depreciação e amortização, também explícitos nos laudos. Posteriormente, mediante consulta às bases de dados da Economatica e do Valor 1000, foram encontrados valores da Margem Ebitda Realizada para 28 dos 67 laudos; portanto, 28 laudos compõem o universo final de dados para qual foi possível coletar as informações necessárias a proposta do estudo. Cumpre salientar que, uma vez que o conjunto de observações final é composto por 28 laudos, não é possível generalizar as conclusões desta pesquisa para todos os laudos de avaliação emitidos no contexto de OPA. Ressalta-se ainda que, nos modelos em que se avaliam honorários, as observações são reduzidas a 23 laudos, os quais informaram os valores pagos.

### 3.2 Análise de dados

A análise dos dados foi realizada em três etapas, esquematizadas na Figura 1. A primeira etapa consistiu na elaboração de modelos de regressão linear múltipla que contivessem variáveis do contexto de emissão do laudo (modalidade da OPA, honorários pagos pela elaboração dos laudos, relação entre a empresa contratante e a avaliada, setor da empresa avaliada e perfil do avaliador) como variáveis explicativas do desempenho projetado para o curto prazo (1 ano), com as variáveis de controle (liquidez corrente, risco e tamanho da empresa).

As variáveis utilizadas nos modelos de regressão linear são apresentadas no Quadro 1, e os modelos elaborados correspondem aos 1.1 a 1.5 do Quadro 2.



Fonte: elaborado pelos autores

**Figura 1.** Etapas da análise de dados

A segunda etapa consistiu em comparar o desempenho econômico-financeiro (Margem Ebitda) projetado para o curto prazo com o realizado. Tais informações foram obtidas diretamente nos laudos, para os valores projetados, e mediante consulta às bases de dados da Economatica e do Valor 1000 para os valores realizados. Nessa etapa, foram feitos testes para identificar a existência de diferenças significativas entre o desempenho projetado e o realizado. O teste utilizado depende da normalidade da distribuição dos dados, que foi avaliada pelos testes de Shapiro-Wilk (S-W) e de Shapiro-Francia (S-F), recomendados por Torman, Coster e Riboldi (2012).

Confirmada a diferença de médias entre o desempenho projetado e o realizado, ou seja, confirmada a Hipótese 1, foram realizadas as demais etapas da análise, com o intuito de identificar se essa diferença estaria relacionada às variáveis do contexto de emissão do laudo. A existência dessa relação seria um indicativo de que a diferença entre o desempenho projetado e o realizado se deve ao viés na projeção.

Por fim, a terceira etapa da análise consistiu na elaboração de modelos de regressão linear múltipla, cuja variável dependente foi a diferença entre a Margem Ebitda Projetada e a Margem Ebitda Realizada. Esses modelos correspondem aos modelos 2.1 a 2.5, apresentados no Quadro 2. O resultado confirmará ou não as Hipóteses 1.1. a 1.5. O Quadro 1 sintetiza as variáveis utilizadas nos modelos de regressão linear múltipla, as respectivas descrições, os sinais esperados, a categoria e as pesquisas anteriores utilizadas como fonte para a escolha das variáveis.

Quadro 1

**Variáveis para os Modelos de Regressão Linear Múltipla** **Fonte:** elaboração própria.

Variável	Descrição	Sinal Esperado	Categoria	Fonte
$MebProj_{it+1}$	Margem Ebitda Projetada para a empresa i no ano t+1 (ano seguinte ao da emissão do laudo de avaliação).	***		
$Meb_{it+1}$	Diferença entre a Margem Ebitda Projetada para a empresa i no ano t+1 (ano seguinte ao da emissão do laudo de avaliação) e a Realizada pela empresa i no ano t+1.	***	Variáveis Dependentes	Exploratória
$LC_{it}$	Liquidez Corrente (Ativo Circulante/Passivo Circulante) da empresa i no ano t (ano de emissão do laudo).	+		Kanitz (1978), Ullmann (1985),
$Risco_{it}$	Dívida Total/Ativo Total da empresa i no ano t (ano de emissão do laudo).	-	Variáveis de Controle	Waddock e Graves (1997), Zhao e Murrell (2016)
$Tam_{it}$	Tamanho (logaritmo natural do Ativo Total) da empresa i no ano t (ano de emissão do laudo).	+		
$Cancel$	Dummy (1 para OPA de cancelamento de registro, caso contrário 0).	-		
$Alien$	Dummy (1 para OPA de alienação de controle, caso contrário 0).	+/-	Modalidade da OPA	Souza et al. (2013) e Noda (2018)
$Aumento$	Dummy (1 para OPA de aumento de participação, caso contrário 0).	+/-		
$Hon$	Valor dos honorários pagos ao avaliador.	+	Honorários pagos ao Avaliador	Dechow et al. (2000) e Kothari (2001)
$Própria$	Dummy (1 para contratante própria empresa, caso contrário 0).	+	Relação com Empresa Contratante	Noda (2018)
$Control$	Dummy (1 para contratante controladora da empresa avaliada, caso contrário 0).	-		
$BensInd$	Dummy (1 para setor de bens industriais, caso contrário 0).	+/-		
$ConsCícl$	Dummy (1 para setor de consumo cíclico, caso contrário 0).	+/-		
$ConsNãoCícl$	Dummy (1 para setor de consumo não cíclico, caso contrário 0).	+/-		Porter (1981); Ullmann (1985); Graves (1997); Oliveira et al. (2017); Palladino & Lazonick (2024)
$Financ$	Dummy (1 para setor financeiro, caso contrário 0).	+/-		
$MatBás$	Dummy (1 para setor de materiais básicos, caso contrário 0).	+/-		
$Telecom$	Dummy (1 para setor de telecomunicações, caso contrário 0).	+/-		
$UtilidPúb$	Dummy (1 para setor de utilidade pública, caso contrário 0).	+/-		
$Consult$	Dummy (1 para avaliador empresa de consultoria, caso contrário 0).	+	Perfil do Avaliador	Exploratória
$Banco$	Dummy (1 para avaliador instituição bancária, caso contrário 0).	-		

Fonte: elaborado pelos autores

Em relação à modalidade da OPA, considerando que existem quatro modalidades (cancelamento de registro, voluntária, alienação de controle e aumento de participação), foram utilizadas três variáveis dummy para evitar a ocorrência de multicolinearidade perfeita. Assim, não foi inserida dummy para a OPA voluntária, considerada no modelo como categoria de referência. No tocante à relação entre a empresa contratante e a empresa avaliada, foram identificados três tipos de contratante: controladora da empresa avaliada, própria empresa avaliada ou outra empresa. Dessa forma, foram inseridas duas variáveis dummy no modelo, e a categoria de referência foi o tipo de contratante “outra empresa”.

Em relação ao setor da empresa avaliada, as observações em estudo compreendem 8 dos 11 setores existentes na classificação da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), quais sejam: materiais básicos, bens industriais, consumo cíclico, consumo não cíclico, financeiro, outros, telecomunicações e utilidade pública. Assim, no modelo, foram utilizadas sete variáveis dummy, e a categoria de referência foi o setor “outros”. Por fim, acerca do perfil do avaliador, existem três perfis no conjunto das observações em estudo: instituição bancária, empresa de auditoria e empresa de consultoria. Portanto, foram utilizadas duas variáveis dummy, e a categoria de referência foi o perfil de empresa de auditoria.

Conforme mencionado, as variáveis explicativas de interesse são decorrentes de informações relacionadas ao contexto de emissão dos laudos (modalidade da OPA, honorários pagos pela elaboração dos laudos, relação entre a empresa contratante e a avaliada, setor da empresa avaliada e perfil do avaliador). Ademais, foram adicionadas ao modelo variáveis de controle (liquidez corrente, risco e tamanho da empresa), selecionadas por serem variáveis de controle em pesquisas relacionadas ao desempenho econômico-financeiro de empresas (Kanitz, 1978; Ullmann, 1985; Waddock & Graves, 1997; Zhao & Murrell, 2016).

Tal seleção de variáveis de controle considera o horizonte de curto prazo (1 ano) entre o desempenho projetado e realizado, em que choques idiossincráticos e operacionais pesam mais do que fatores macro de longo prazo. Cumpre salientar que os resultados aqui relatados mostraram-se sensíveis à inclusão de variável de controle relacionadas à incerteza macroeconômica, sugerindo que parte do efeito estimado inicialmente pode refletir omissão de tal variável ou que a inclusão da variável incerteza prejudica os já limitados graus de liberdades.

Ademais, devido ao número de variáveis explicativas de interesse, não foi possível a elaboração de um modelo robusto que contivesse todas elas. Ao não incluir todas as variáveis explicativas de interesse, o principal risco é o viés por omissão, que compromete a validade causal dos coeficientes estimados e pode levar a interpretações equivocadas sobre a magnitude e/ou o sinal dos coeficientes estimados. Para mitigar esse risco, foram adotadas estratégias de controle, como a inclusão de proxies (liquidez corrente, risco e tamanho da empresa) e tratamentos para robustez (mínimos quadrados ordinários com erros-padrão robustos). Ainda assim, recomenda-se interpretar os resultados à luz dessa limitação, reconhecendo que os modelos capturam relações condicionais, e não necessariamente causais, entre as variáveis analisadas. Salienta-se, com isso, a limitação da análise às 28 observações, o que não possibilita a prospecção dos achados para anos futuros e para outras unidades observacionais.

Assim, a elaboração dos modelos (ver Quadro 2) contou com as variáveis de controle (liquidez corrente, risco e tamanho da empresa) e a adição de conjuntos de variáveis dummy de interesse relacionadas ao contexto do laudo (modalidade da OPA, honorários pagos pela elaboração dos laudos, relação entre a empresa contratante e a avaliada, setor da empresa avaliada e perfil do avaliador). Os testes econométricos realizados foram analisados considerando significância a 10%, sendo: Teste F para significância global do modelo, VIF para presença de multicolineariedade, teste de White para heterocedasticidade e teste Jarque Bera para normalidade dos resíduos.

Quadro 2

**Modelos da Regressão Linear Múltipla**

Variável dependente	Modelo	Variáveis de interesse	N.º	Formulação
<i>MebProj<sub>it+1</sub></i>	1.1	Modalidade da OPA	27	$\begin{aligned} MebProj_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Cancel + \\ & \beta_6 Alien + \beta_7 Aumento \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} MebProj_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 Hon \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
	1.2	Honorários	22	$\begin{aligned} MebProj_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 Hon \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} MebProj_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t \\ & + \beta_5 Própria + \beta_6 Control \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
	1.3	Relação com contratante	27	$\begin{aligned} MebProj_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t \\ & + \beta_5 Própria + \beta_6 Control \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} MebProj_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 BensInd \\ & + \beta_6 ConsCícl + \beta_7 ConsNãoCícl \\ & + \beta_8 Financ + \beta_9 MatBás \\ & + \beta_{10} Telecom + \beta_{11} UtilidPúb \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
	1.4	Setor da empresa avaliada	27	$\begin{aligned} MebProj_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Consult \\ & + \beta_6 Banco + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Cancel \\ & + \beta_6 Alien + \beta_7 Aumento \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
	1.5	Perfil do avaliador	27	$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Consult \\ & + \beta_6 Banco + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Hon \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
<i>Mebi<sub>t+1</sub></i>	2.1	Modalidade da OPA	27	$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Cancel \\ & + \beta_6 Alien + \beta_7 Aumento \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Hon \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
	2.2	Honorários	22	$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Hon \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Própria + \\ & \beta_6 Control \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
	2.3	Relação com empresa contratante	27	$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Própria + \\ & \beta_6 Control \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 BensInd \\ & + \beta_6 ConsCícl + \beta_7 ConsNãoCícl \\ & + \beta_8 Financ + \beta_9 MatBás \\ & + \beta_{10} Telecom + \beta_{11} UtilidPúb \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
	2.4	Setor da empresa avaliada	27	$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Consult \\ & + \beta_6 Banco \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$
				$\begin{aligned} Meb_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 LC_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Tam_{it} \\ & + \beta_4 IncertMacro_t + \beta_5 Consult \\ & + \beta_6 Banco \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$

Fonte: elaborado pelos autores.

## 4 Resultados

### 4.1 Resultados da regressão para desempenho projetado

Entre os modelos 1.1 a 1.5 de regressões para desempenho projetado (ver Quadro 2, Seção 3), os testes realizados (significância global de cada modelo, presença de multicolinearidade, de heterocedasticidade e de normalidade dos resíduos) indicaram robustez apenas para os modelos 1.2 (honorários pagos ao avaliador), 1.4 (setor da empresa avaliada) e 1.5 (perfil do avaliador), cujos resultados são apresentados no Quadro 3.

Em relação às variáveis de controle, tamanho da empresa apresentou significância nos modelos 1.2 e 1.5, no sentido de que, quanto maior o tamanho da empresa no ano da projeção do laudo, maior é o desempenho projetado para o ano seguinte. Tais resultados são coerentes com pesquisas anteriores (Kanitz, 1978; Ullmann, 1985; Waddock & Graves, 1997; Zhao & Murrell, 2016).

Quadro 3

### Resultados das Regressões para Desempenho Projetado

Modelo	1.2	1.4	1.5
Variáveis	<i>MebProj<sub>it+1</sub></i>	<i>MebPro<sub>it+1</sub></i>	<i>MebProj<sub>it+1</sub></i>
<i>LC<sub>it</sub></i>	0.038 (0.060)	0.018 (0.059)	0.042 (0.058)
<i>Risco<sub>it</sub></i>	-0.001 (0.004)	0.008 (0.004)*	0.001 (0.003)
<i>Tam<sub>it</sub></i>	0.126*** (0.041)	0.049 (0.043)	0.103*** (0.036)
<i>Hon</i>	-0.000 (0.000)		
<i>BensInd</i>		0.045 (0.303)	
<i>ConsCícl</i>		0.290 (0.370)	
<i>ConsNãoCícl</i>		0.152 (0.312)	
<i>Financ</i>		0.783 (0.482)	
<i>MatBás</i>		0.354 (0.330)	
<i>Telecom</i>		0.406 (0.419)	
<i>UtilidPúb</i>		0.602* (0.342)	
<i>Consult</i>			0.415** (0.191)
<i>Banco</i>			0.222 (0.155)
<i>Constante</i>	-0.835** (0.332)	-0.736* (0.376)	-0.943*** (0.313)
<i>N</i>	23	28	28
<i>R<sup>2</sup></i>	0.362	0.554	0.416

Legenda: \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1. Desvio-padrão entre parênteses.

Fonte: elaborado pelos autores com a utilização do software Stata.

Em relação ao modelo 1.2, não foi encontrada significância da variável de interesse (honorários). Destaca-se que, adicionalmente, foi testado um modelo com a variável honorários substituída pelo logaritmo natural do valor dos honorários, com o intuito de relativizá-la. Ademais, considerando a relevante inflação ocorrida no país durante o período analisado, foi elaborado um modelo com o valor dos honorários atualizado mensalmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). Os resultados desses três modelos foram robustos e demonstraram que os honorários não foram significativos para explicar o desempenho projetado.

Os resultados do modelo 1.2 contrariam o estudo de Kothari (2001), segundo o qual os incentivos econômicos que os analistas recebem pelos seus serviços explicariam o viés otimista das avaliações. Os resultados também foram diferentes dos encontrados na literatura internacional (Dechow et al., 2000).

Para o modelo 1.4, apenas a categoria outros (categoria de referência) e utilidade pública foram relevantes para explicar o desempenho projetado, o que indica haver setores em que há viés na projeção do desempenho de curto prazo. No tocante ao modelo 1.5, a categoria de referência (empresa de auditoria) foi significativa no sentido de que empresas de auditoria tendem a projetar valores menores de Margem Ebitda nos laudos de avaliação. A categoria de empresa de consultoria também foi significativa, indicando que, em comparação às empresas de auditoria, as de consultoria tendem a projetar valores mais altos de Margem Ebitda.

Em suma, os resultados do modelo 1.2 sugerem a não confirmação da Hipótese 1.2, e os resultados dos modelos 1.4 e 1.5 sugerem a confirmação da Hipótese 1.5. Essas evidências serão comprovadas nas próximas subseções, após a realização de teste para determinar se há diferença significativa entre valores de desempenho projetados e realizados.

## 4.2 Identificação da existência de super/subavaliação do desempenho projetado

Na presente seção, foi realizada a análise da existência de super/subavaliação nos 28 laudos em estudo, ou, em outras palavras, se a diferença entre Margem Ebitda Projetada e Margem Ebitda Realizada é, em média, significativa para esse conjunto de dados. Uma vez que as variáveis não seguem a distribuição normal, realizou-se o teste não paramétrico de Wilcoxon, cujos resultados (ver Quadro 4) apontam para a rejeição da hipótese nula ( $H_0$ ) com nível de significância de 10%, ou seja, os valores das médias são significativamente diferentes.

Quadro 4

**Teste de Wilcoxon Meb P e Meb R**

N	Média Meb P	Média Meb R	Diferença	p-valor	Decisão
28	0.20246	-0.11593	0.31839	0.0697	Rejeitar $H_0$ *

Legenda: N (número de observações), Meb P (Margem Ebitda Projetada), Meb R (Margem Ebitda Realizada).

\* nível de significância ( $\alpha$ ) = 10%

Fonte: elaborado pelos autores.

Esse resultado suporta, portanto, a Hipótese 1 do presente estudo acerca da não aderência entre valores projetados e realizados. Ademais, a análise da diferença entre as médias permite definir que a Margem Ebitda Projetada, em média, foi maior que a Margem Ebitda Realizada, o que indica a existência de superavaliação do desempenho projetado nos laudos de avaliação analisados. Tal resultado é coerente com estudos internacionais (Cogliati et al., 2011; Dechow et al., 2000; Mumtaz et al., 2016).

Assim, para as observações analisadas, confirmou-se a significância da diferença entre Margem Ebitda Projetada e Realizada (Hipótese 1), partindo-se para as demais subseções que se dedicam a identificar se há relação entre variáveis do contexto de emissão dos laudos de avaliação e a diferença entre o desempenho projetado e o realizado, medido pela Margem Ebitda, conforme Hipóteses 1.1 a 1.5.

### 4.3 Resultados da regressão para viés na projeção

Entre os modelos de regressões 2.1 a 2.5 para viés de projeção (ver Quadro 2, Seção 3), os testes realizados (significância global de cada modelo, presença de multicolinearidade, de heterocedasticidade e de normalidade dos resíduos) indicaram rejeição da hipótese nula de normalidade dos resíduos para todos os modelos, exceto o modelo 2.2 (honorários pagos ao avaliador) e 2.4 (setor da empresa avaliada). Apesar da rejeição da referida hipótese de teste, os modelos 2.1, 2.2 e 2.4 apresentaram significância pelo teste F e atenderam às hipóteses de homocedasticidade e de não existência de multicolinearidade.

Com isso, tendo em conta que, conforme Gujarati e Porter (2011), para analisar a significância dos parâmetros, sem o intuito de realizar projeções, não se exige atender à hipótese de normalidade dos resíduos, considerou-se que os modelos 2.2 (honorários pagos ao avaliador) e 2.4 (setor da empresa avaliada) estão aptos para análise, com o modelo 2.1 (modalidade da OPA). Os resultados são apresentados no Quadro 5.

O modelo 2.1 apresentou significância para todas as modalidades de OPA presentes no conjunto de dados analisados. A categoria de referência (OPA voluntária) foi significativa no sentido de que laudos de avaliação emitidos no contexto de OPA voluntária tendem a superavaliar o desempenho projetado. As demais modalidades apresentaram significância no sentido de que, em relação à OPA voluntária, tendem a subavaliar o desempenho projetado. Tais resultados confirmam a Hipótese 1.1.

Em relação ao modelo 2.2, a partir da teoria de Kothari (2001) e dos resultados de Dechow et al. (2000), esperava-se que os honorários estivessem relacionados à tendência de superavaliação do desempenho projetado. Entretanto, os resultados obtidos indicaram que o valor pago aos avaliadores a título de honorários não é significativo. Cabe ressaltar que, adicionalmente, foi testado modelo com a variável honorários substituída pelo logaritmo natural do valor dos honorários, e também modelo com o valor dos honorários atualizado monetariamente pelo INPC, além de modelo com o logaritmo natural do valor atualizado dos honorários. Os resultados dos três modelos adicionais foram robustos e os honorários não foram significativos para explicar a diferença entre o desempenho projetado e o realizado. Assim, a Hipótese 1.2 não foi confirmada, corroborando o esperado a partir dos resultados do modelo 1.2 (cf subseção 4.1).

**Quadro 5**
**Resultados das regressões para viés na projeção**

<b>Modelo</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>
<b>Variáveis</b>	<b>Meb<sub>it+1</sub></b>	<b>Meb<sub>it+1</sub></b>	<b>Meb<sub>it+1</sub></b>
LC <sub>it</sub>	-0.460 (0.295)	-0.140*** (0.032)	-0.143*** (0.036)
RISCO <sub>it</sub>	0.018 (0.016)	0.000 (0.002)	-0.001 (0.003)
Tam <sub>it</sub>	-0.185 (0.187)	-0.022 (0.022)	0.000 (0.026)
Cancel	-2.095** (0.791)		
Alien	-1.981* (0.982)		
Aumento	-2.033* (1.001)		
Hon		-0.000 (0.000)	
BensInd			-8.058*** (0.183)
ConsCícl			-8.160*** (0.224)
ConsNãoCícl			-8.204*** (0.189)
Financ			-8.229*** (0.292)
MatBás			-8.086*** (0.200)
Telecom			-8.349*** (0.254)
UtilidPúb			-8.269*** (0.207)
Constante	3.704** (1.668)	0.357* (0.175)	8.412*** (0.228)
N	28	23	28
R <sup>2</sup>	0.390	0.536	0.994

Legenda: \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1. Desvio-padrão entre parênteses.

Fonte: elaborado pelos autores com a utilização do software Stata.

No tocante ao modelo 2.4, a categoria de referência (setor “outros”) foi significativa no sentido de que empresas desse setor tendem a superavaliar o desempenho projetado. Os demais setores apresentaram significância no sentido de que, em relação ao setor “outros”, tendem a subavaliar o desempenho projetado. Esses resultados suportam a Hipótese 1.4, no sentido de que o setor da empresa avaliada é relevante para explicar a diferença entre o desempenho projetado e o realizado; tal hipótese é corroborada pela relação existente entre o setor da empresa e seu desempenho (Graves, 1997; Porter, 1981; Ullmann, 1985).

Por fim, dado que os modelos de regressão 2.3 e 2.5 não foram robustos, não foi possível analisar as Hipóteses 1.3 e 1.5. Em resumo, os resultados desta pesquisa corroboram a existência de viés na projeção de desempenho dos laudos analisados, entendido como o fato de a diferença entre o desempenho projetado e o realizado ser significativa. Identificou-se a relevância das variáveis relacionadas (i) à modalidade da OPA e (ii) ao setor da empresa avaliada, este último corroborando achados de Palladino & Lazonick (2024), para explicar esse viés, mas (ii) a não significância dos honorários pagos ao avaliador.

Em linha, entre as modalidades de OPA, destaca-se aquela de cancelamento de registro e, portanto, em um cenário de recompra de ações por parte da companhia. Para o cenário brasileiro, as conclusões de Souza et al. (2013) indicaram que o fechamento de capital, mediado por OPA, estava associado ao gerenciamento de resultados, mas esse efeito dependia da composição da amostra comparativa. No presente estudo e para as empresas aqui avaliadas, a modalidade OPA demonstrou-se relacionada ao viés de projeção, sugerindo que os valores projetados (super ou subavaliação) estão correlacionados com o tipo de OPA.

Corroborando os achados de Palladino & Lazonick (2024), o setor das empresas aqui avaliadas demonstrou-se explicativo do viés de projeção. Os referidos autores identificaram, em um cenário de recompra de ações no mercado aberto (stock buybacks) realizadas por corporações nos Estados Unidos, os seguintes setores: Tecnologia e Informação; Finanças e Seguros; e Varejo. Nas observações de empresas brasileiras, no presente estudo, os setores representativos foram: “outros”, utilidade pública, telecomunicações, materiais básicos, financeiro, consumo cíclico e não cíclico e bens industriais.

Cumpre salientar que o presente estudo analisou o universo de dados disponíveis, a saber: 78 laudos de OPA, dos quais 67 explicitavam os indicadores Ebitda e/ou Margem Ebitda no laudo ou era possível calculá-los pelos dados explícitos nos laudos. Posteriormente, mediante consulta às bases de dados da Economatica e do Valor 1000, foram encontrados valores da Margem Ebitda Realizada para 28 dos 67 laudos; portanto, 28 laudos compõem o universo final de dados para qual foi possível coletar as informações necessárias a proposta do estudo. Assim sendo, uma vez que o conjunto de observações é composto por 28 laudos, não é possível generalizar as conclusões desta pesquisa para todos os laudos de avaliação emitidos no contexto de OPA.

## 5 Considerações Finais

Sobre a relevância da temática, no campo teórico, as pesquisas em avaliação de empresas ainda são escassas em países emergentes. Assim, novas pesquisas no contexto brasileiro contribuem para a ampliação desse conhecimento científico. Outra contribuição é o fornecimento de evidências sobre o fenômeno de avaliação de empresas especificamente no mercado nacional.

No tocante à relevância prática do tema, evidências relacionadas à comparação entre valores projetados e realizados contribuem para a percepção dos usuários dos laudos acerca da avaliação de empresas no país e para o aprimoramento do processo de avaliação de empresas (Pereiro, 2002) e a qualidade das avaliações. Ademais, pesquisas nessa área contribuem para o desenvolvimento da legislação sobre o tema (Palladino & Lazonick, 2024), bem como para a melhoria de práticas de revisão dos laudos (Mumtaz et al., 2016).

Esta pesquisa buscou avançar nesse sentido, com o objetivo de identificar, nos laudos de avaliação de OPA emitidos no Brasil que utilizam o método do FCD, se cinco variáveis relacionadas ao contexto de emissão do laudo (modalidade da OPA, honorários pagos pela elaboração dos laudos, relação entre a empresa contratante e a avaliada, setor da empresa avaliada e perfil do avaliador) contribuem para explicar a superavaliação e/ou a subavaliação do desempenho econômico-financeiro projetado no curto prazo (1 ano) em relação ao desempenho efetivamente realizado.

Limitados aos dados analisados, os resultados desta pesquisa demonstram que, nos laudos de avaliação de OPA no Brasil que utilizam o método do FCD, a diferença entre o desempenho projetado e o realizado (de curto prazo, i.e., 1 ano) é significativa. Entre as variáveis determinantes testadas, deu-se enfoque àquelas que pudessem revelar eventuais objetivos oportunistas e comportamentos que pudessem gerar distorção no Ebitda realizado. Observou-se que há viés na projeção e este apresentou relação com modalidade da OPA e setor da empresa avaliada. Os resultados indicaram que o valor pago ao avaliador a título de honorários não foi significativo para explicar esse viés. Importante destacar que o presente estudo considerou a totalidade de dados públicos disponíveis, tratando, portanto, do universo de observações. Esse universo, entretanto, limitou-se a 28 observações e não possibilita a prospecção dos achados para anos futuros e para outras unidades observacionais.

Para pesquisas futuras, sugere-se a utilização de metodologia similar para a análise em diferentes contextos e amostras abrangentes, para as quais não se exijam dados do desempenho realizado – principal limitador deste estudo. A inclusão de variáveis de contexto de mercado e de governança, entre outras, também são importantes contribuições esperadas das análises futuras. Destaca-se que, para o presente estudo, foram estimados adicionalmente modelos de árvore de decisão e ridge regression, cujos resultados não suplantaram os apresentados na Seção 4. Por sua vez, os resultados de um modelo binário, também adicionalmente estimado, confirmam os achados descritos no presente estudo. Ainda se obtiveram resultados confirmatórios para o modelo de honorários a partir da análise de correspondência. Em que pese tais resultados, o presente estudo focou a descrição daqueles obtidos por meio dos modelos de regressão linear múltipla.

## Referências

- Ahern, K., & Sosyura, D. (2014). Who Writes the News? Corporate Press Releases During Merger Negotiations. *Journal of Finance*, 69(1). Doi: 10.2139/ssrn.1570530
- Alcalde, A., Fávero, L. & Takamatsu, R. (2013). Ebitda margin in Brazilian companies variance decomposition and hierarchical effects. *Contaduría y Administración*, 58(2), 197-220. Recuperado em 03 março de 2022, em [http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0186-10422013000200009](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0186-10422013000200009).
- Batista, A. T. N., Lamounier, W. M., & Mário, P. C. (2023). A Incerteza da Política Econômica Afeta Operações de Fusões e Aquisições? Evidências do Mercado Brasileiro. *BBR – Brazilian Business Review*, 20, 132-156. Doi: 10.15728/bbr.2023.20.2.2.pt
- Bonaventura, M., & Giudici, G. (2016). IPO valuation and profitability expectations: evidence from the Italian exchange. *Eurasian Business Review*, 7, 247-266. Doi: 10.1007/s40821-016-0049-1
- Bortolon, P. M., & Silva Jr., A. (2015). Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa. *BBR – Brazilian Business Review*, 97-124. Doi: 10.15728/bbrconf.2015.5
- Bozos, K., & Nikolopoulos, K. (2011). Forecasting the value effect of seasoned equity offering announcements. *European Journal of Operational Research on ScienceDirect*, 214(2), 418-427. Doi: 10.1016/j.ejor.2011.04.007
- Cardoso, V. R. S., Gonçalves, R. S., Souza, P. V. S., & Britto, P. A. P. (2025). Efeito spillover da qualidade do lucro de pares no risco sistemático das empresas brasileiras. *Rev. Contab. Finanç.*, 36(97), e2039. Doi: 10.1590/1808-057x20242039.en

- Chavali, K., & Shemeem, S. (2011). Impact of buybacks on share price performance of companies in Indian context. *European Journal of Finance and Banking Research*, 4(4), 23. Disponível em <<https://www.proquest.com/scholarly-journals/impact-buybacks-on-share-price-performance/docview/1354100886/se-2>>. Acesso em 14 abr. 2025.
- Cogliati, G. M., Paleari, S. & Vismara, S. (2011). IPO pricing: growth rates implied in offer prices. *Annals of Finance*, 7(1), 53-82. Doi: 10.2139/ssrn.965450
- Comissão de Valores Mobiliários [CVM]. (2002). Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações. Recuperado em 03 março de 2022, em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst361.html>.
- Comissão de Valores Mobiliários [CVM]. (2012). Instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Recuperado em 03 março de 2022, em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst527.html>.
- Damodaran, A. (2004). Finanças corporativas: teoria e prática. 2. ed. Bookman.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P. & Sloan, R. G. (2000). The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, 17(1), 1-32. Doi: 10.1111/j.1911-3846.2000.tb00908.x
- Durnev, A., & Mangen, C. (2020). The spillover effects of MD&A disclosures for real investment: The role of industry competition. *Journal of Accounting and Economics*, 70(1), 101299. Doi: 10.1016/j.jacceco.2020.101299
- Firth, M., & Smith, A. (1992). The Accuracy of Profits Forecasts in Initial Public Offering Prospectuses. *Accounting and Business Research*, 22(87), 239-247. Doi: 10.1080/00014788.1992.9729441
- Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2011). Econometria básica. 5 ed. Porto Alegre.
- Guo, H. (2020). Analysing the impact of corporate stock buybacks in China and the US equity markets. *Int. J. Monetary Economics and Finance*, 13(2), 89-110. Doi: 10.1504/IJMEF.2020.107687
- He, J., Liu, T., Netter, J. M., & Shu, T. (2020). Expectation Management in Mergers and Acquisitions. *Management Science*, 66(3), 1205-1225. Doi: 10.2139/ssrn.2509573
- Kothari, S. P. (2001). Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231. Doi: 10.1016/S0165-4101(01)00030-1
- Liu, H., Sun, N., Ye, Y., Tao, Y., & Kan, Y. (2023). The Impact of Corporate Public Market Share Repurchases on Capital Market Information Efficiency. *Emerging Markets Finance and Trade*, 59(10), 3220-3240. Doi: 10.1080/1540496X.2023.2212840
- Liu, T. (2012). Takeover Bidding with Signaling Incentives. *Review of Financial Studies*, 25, 522-556. Doi: 10.1093/RFS/HHR102
- Martinez, A. L. (2004). Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto. 250 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.
- Mumtaz, M. Z., Smith, Z. A. & Ahmed, A. M. (2016). An empirical analysis of the implicit growth rate for industrial IPOs listed in Pakistan. *Pakistan Development Review*, 55(1), 15-28. Recuperado em 03 mar. 2025, em <http://www.jstor.org/stable/43831308>
- Noda, R. F. (2018). Laudos de avaliação: metodologias utilizadas, erros e vieses. 214 f. Tese (Doutorado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo.

- Oliveira, J. F. R., Viana Jr., D. B. C., Ponte, V. M. R. & Domingos, S. R. M. (2017). Indicadores de desempenho e valor de mercado: uma análise nas empresas listadas na BM &FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 9(2), 240-258. Doi: 10.21680/2176-9036.2017v9n2ID10787
- Palepu, K. G. & Healy, P. M. (2008). *Business analysis and valuation: using financial statements*. 4th ed. Mason, Ohio: Thomson South-Western.
- Palladino, L., & Lazonick, W. (2024). Regulating stock buybacks: the \$6.3 trillion question. *International Review of Applied Economics*, 38(1-2), 243-267. Doi: 10.1080/02692171.2022.2123459
- Pereiro, L. E. (2002). *Valuation of companies in emerging markets: a practical approach*. New York: John Wiley & Sons.
- Porter, M. E. (1981). The contributions of industrial organization to strategic management. *Academy of management review*, 6(4), 609-620. Doi: 10.2307/257639
- Saito, R., Villalobos, S. J. S. & Benetti, C. (2008). Qualidade das projeções dos analistas sell-side evidência empírica do mercado brasileiro. *Revista de Administração-RAUSP*, 43(4), 356-369.
- Santos, J. S. G., Pereira, C. C. & Lustosa, P. R. B. (2013). Impacto da projeção dos analistas de mercado nos resultados das IPO's brasileiras no período de 2004 a 2009. *Revista Ambiente Contábil*, 5(2), 1-19.
- Sanvicente, A. Z. (2015). Relevância de Prêmio por Risco País no Custo de Capital das Empresas. *Revista de Administração Contemporânea*, 19, 38-52. Doi: 10.1590/1982-7849rac2015140097
- Souza, J. A. S., Costa, W. B., Almeida, J. E. F., & Bortolon, P. M. (2013). Determinantes e Consequências do Fechamento de Capital nas Práticas de Gerenciamento de Resultados. *RECFin*, 1(1), 38-57. Disponível em <<https://periodicos.ufpb.br/ojs2/index.php/recfin/article/view/16249>> Acesso em 14 abr. 2025.
- Torman, V. B. L., Coster, R. & Riboldi, J. (2012). Normalidade de variáveis: métodos de verificação e comparação de alguns testes não-paramétricos por simulação. *Revista HCPA*, 32(2), 227-234.
- Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of management review*, 10(3), 540-557.
- Valor Econômico. (2023). Transações de M&A somam R\$101,5bi no 1º semestre de 2024. Disponível em <<https://valor.globo.com/patrocínado/dino/noticia/2024/08/05/transacoes-de-ma-somam-r1015bi-no-1o-semestre-de-2024.ghtml>>. Recuperado em 07 abr. 2025.
- Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic management journal*, 18(4), 303-319.
- Zhao, X. & Murrell, A. J. (2016). Revisiting the corporate social performance-financial performance link: A replication of Waddock and Graves. *Strategic Management Journal*, 37(11), 2378-2388.