

VALUATION APÓS A ADOÇÃO DOS PADRÕES INTERNACIONAIS DE RELATÓRIO FINANCEIRO NO BRASIL¹

VALUATION AFTER ADOPTION OF INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS IN BRAZIL

*Emilio Maltez Alves Filho*²

*Robson Braga*³

*Edmilson Patrocínio de Sousa*⁴

*Raimundo Nonato Lima Filho*⁵

Resumo: Este estudo investiga possíveis mudanças no protocolo de avaliação de empresas (*Valuation*) no Brasil e, conseqüentemente, em seus resultados devido à adoção das Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS). Buscou-se analisar referenciais em avaliações de empresas europeias e brasileiras após adoção das IFRS; e aspectos legais de empresas nacionais que tenham influenciado nesse processo. Foram analisados Laudos de Avaliação de Ofertas Públicas de Aquisições de uma população de 27 empresas nacionais (15 antes e 12 depois das IFRS) visando apurar, para cada empresa, a variação entre o seu valor econômico obtido e a respectiva cotação média de suas ações nos últimos 12 meses antes da avaliação. Utilizou-se o teste de Mann-Whitney para apurar mudanças nas variações encontradas nos dois grupos de empresas. Os resultados revelam alterações estatisticamente significativas para as avaliações pós-IFRS; além disso, os aumentos pós-IFRS foram superiores aos de antes das IFRS. Portanto, concluiu-se que a adoção das IFRS propiciou melhorias na qualidade, comparabilidade e relevância do processo contábil, refletindo-se no refinamento e acurácia do protocolo de avaliação, obtendo-se valores mais próximos aos de mercado, embora não tenha havido alterações na essência deste protocolo.

Palavras-chave: Avaliação de empresas. Normas internacionais de contabilidade. Valor econômico.

Abstract: This study aimed to determine possible changes in the assessment protocol of companies (*Valuation*) in Brazil and consequently in their results due to the adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS). We sought to analyze benchmarks on assessments of European and Brazilian companies after IFRS adoption, and legal aspects of national companies that have influenced this process. Were analyzed Appraisal Reports Public Offerings Procurement of a national population of 27 companies (15 before and 12 after IFRS) in order to determine, for each company, the variation between the economic value obtained and their average quotation of its shares in the last 12 months before evaluation. We performed an empirical and theoretical research with quantitative approach, using the Mann-Whitney test to determine changes in the variations found in the two groups of companies. The results showed statistically significant changes for evaluations after IFRS, also increases the post-IFRS were higher than those prior to the IFRS. Therefore, it was concluded that the adoption of IFRS led to improvements in the quality, comparability and relevance of the accounting process, reflected in the refinement and accuracy of the evaluation protocol, obtaining values closer to market, although there was no change in essence of this protocol.

Keywords: Business evaluation. International financial reporting standards. Economic value.

¹ Artigo apresentado no I Congresso CONACIC. Maceió – AL. Setembro. 2013.

² Doutorando em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP, emaf-8098@usp.br

³ Doutorando em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP, rbraga11@usp.br

⁴ Doutorando em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP, epsousa@usp.br

⁵ Doutorando em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP, raimundolima@usp.br

1 INTRODUÇÃO

Este estudo investiga possíveis mudanças nos resultados do processo de avaliação de empresas no país após adoção dos *International Financial Reporting Standards* (IFRS), elaborados pelo *International Accounting Standards Board* (IASB). A elaboração e adaptação das novas normas no país são de responsabilidade do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC).

Aharony, Barniv e Falk (2010) comentam que apesar da imposição da adoção das IFRS em toda a União Europeia (UE), são poucas as pesquisas sobre o impacto dessas normas na avaliação de empresas quanto à melhoria da qualidade das informações e a aproximação dos valores de relatório aos de mercado. Já Otero e Enríques (2012) observam que o principal objetivo do IASB, com as IFRS, é contribuir para uma tomada de decisão mais criteriosa pelo mercado, propiciando uma mais visão realista e prospectiva do patrimônio das entidades.

A adoção do valor justo (*fair value*) e do teste de recuperabilidade de ativos (*impairment-test*), entre outras inovações das IFRS, parece trazer mudanças significativas no processo contábil que passa a ter alguns ativos avaliados a valores de saída, embora o custo histórico ainda prevaleça como base de valor na maioria dos registros patrimoniais.

O reconhecimento oficial da supremacia da essência sobre a forma sinaliza alguma convergência entre países de tradição romana (*Code Law*) e de tradição consuetudinária (*Common Law*). É um indicativo de que a Contabilidade segue a Economia (*Accounting follows economics*). Lopes e Martins (2005) reconhecem o reencontro desses dois ramos do conhecimento através do avanço da teoria positiva de Watts e Zimmerman (1986). No Brasil, após um longo período de negociações, maturação e tramitação em instâncias legais, as IFRS foram finalmente implantadas a partir de 2008 pela lei 11.638/07.

As práticas contábeis serão mais norteadas por julgamentos ao invés de regras específicas sobre o tratamento dos fenômenos com repercussão no patrimônio das entidades e no seu entorno ambiental. O redirecionamento de normas e práticas contábeis sugere alterações relevantes na avaliação e evidenciação de ativos e, conseqüentemente, nos resultados.

Com base nesse contexto, foi formulada a questão que norteia esse trabalho, a saber: **Em que medida a adoção das IFRS pode ter afetado o protocolo de avaliação de empresas e os seus resultados?**

O objetivo desta pesquisa foi de evidenciar se houve mudanças no processo de avaliação de empresas após a adoção das IFRS e em que medida elas afetaram os seus resultados (valor econômico das ações). O objetivo geral foi desdobrado nos objetivos específicos, a saber: a) levantar e sumarizar os principais fundamentos teóricos do processo de *valuation*; b) pesquisar e organizar um quadro de referenciais empíricos sobre os reflexos nas avaliações de resultados de empresas de capital aberto, após a adoção das IFRS, incluindo aspectos legais; e c) efetuar um teste de hipótese para comparar avaliações realizadas no Brasil antes e depois da adoção das IFRS, visando identificar se houve ou não alterações nos resultados obtidos nas avaliações e em que significância pode ter ocorrido essas alterações.

A hipótese básica desta pesquisa é a de que a adoção das IFRS trouxe melhorias no rigor e refinamento do processo de avaliação de empresas, refletindo-se na obtenção de valores mais

próximos ao de mercado para o patrimônio líquido (P.L.) das empresas, sem, contudo, alterar a essência do protocolo de avaliação do valor da empresa. Esse trabalho contribui na medida em que revela: consequências na determinação do valor de empresas, após a adoção das IFRS, haja vista que a literatura sobre o tema ainda se encontra em processo de maturação; e uma análise comparativa quantitativa de casos reais de *valuation* no Brasil.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Fundamentos básicos do processo de avaliação de empresas (*Valuation*).

Numa perspectiva de mercado eficiente, o valor de uma empresa, segundo Kothari (2001), é definido como o valor presente dos esperados fluxos de caixa futuros líquidos, descontados a uma taxa de retorno ajustada ao risco apropriado. Pode-se ainda dizer que é o processo de determinação do valor justo que representa no presente, de forma equilibrada, a potencialidade econômica de determinada companhia (Martins, 2001).

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), a avaliação de empresas é:

Uma metodologia antiquíssima nas finanças, tendo suas raízes intelectuais no método de orçamento de capital pelo valor presente e na abordagem de avaliação desenvolvida pelos professores Merton Miller e Franco Modigliani, ambos ganhadores do Prêmio Nobel, em seu artigo de 1961 [...].

(COPELAND, KOLLER & MURRIN, 2002, p. VII).

Weston e Bringham (2000) apontam quatro fatores significativos para o processo de internacionalização: a) melhoria nos transportes e comunicações, reduzindo custos e viabilizando o comércio mundial; b) o peso político dos consumidores desejando produtos de alta qualidade a baixos custos; c) a evolução tecnológica aumentou o custo de desenvolvimento de novos produtos; e d) com os custos mais altos, as corporações se descentralizaram espacialmente para obter menores custos, maiores escalas de produção, resultando em custos unitários mais baixos com reflexos nos preços dos produtos e serviços.

Esse cenário parece sugerir possíveis causas para a crescente “onda” de combinações de empresas visando otimizar resultados. Martins (2001) menciona existir várias razões para a necessidade de um processo de avaliação de empresas, a saber: compra e venda de negócios; combinação de empresas; dissolução e liquidação de sociedades; e avaliação da habilidade dos gestores no processo de geração de riqueza para os acionistas.

Copeland *et al.* (2002) notam que as empresas frutificam ao criar valor econômico real para os acionistas e essa criação de valor ocorre geralmente quando eles investem seu capital a taxas de retorno acima de seu custo. Damodaran (2007) afirma ser possível estimar o valor da maioria dos ativos, sendo alguns mais fáceis de avaliar que outros, variando, naturalmente, os detalhes da avaliação e as incertezas associadas a elas, dependendo caso a caso.

Martins, Diniz e Miranda (2012) destacam duas sérias questões nos processos de avaliação de empresas tradicionais: 1) o acionista legalmente não dispõe de todo o fluxo de caixa livre obtido pela empresa nas projeções; 2) o uso indevido (ou exclusivo) do custo médio ponderado de capital no cálculo da taxa de desconto quando há dívida porque é pouco provável manter a mesma estrutura de capital a médio e longo prazos.

Com base, notadamente, nos referenciais de Damodaran (2007); Palepo, Bernard e Peek (2007); Galdi, Teixeira e Lopes (2007), Copeland *et al.* (2002) e Martins (2001), foram compilados e descritos conceitos básicos (não exaustivos) de quatro das categorias de modelos mais adotados em avaliação de empresas, a saber:

- a) **Fluxo de caixa descontado (FCD).** Retorna o valor presente dos fluxos de caixa livres futuros previstos do ativo, descontados a uma taxa adequada ao nível de risco desses fluxos. Essa metodologia é tida como a mais completa, abrangendo a maioria expressiva das características da entidade em avaliação, baseadas na premissa da continuidade.
- b) **Dividendos descontados.** Também chamada de fluxo de caixa livre para os acionistas, essa abordagem supõe que o valor do patrimônio líquido (PL) da empresa é obtido apurando-se o valor presente de dividendos futuros projetados, a uma taxa adequada ao capital e risco. Na prática, esse é o modelo mais antigo de fluxo de caixa descontado, mas ficou num plano secundário pelos analistas, por produzirem estimativas de valor por demais conservadoras.
- c) **Técnicas comparativas de mercado.** Trata-se de uma avaliação relativa, na qual se compara o ativo com outros similares no mercado; geralmente usam-se múltiplos de valor, tais como: preço-lucro; patrimônio líquido; EBITDA entre outros, comparando-os com múltiplos de outras empresas presumivelmente comparáveis. Esse modelo é muito usado por analistas por ser mais simples, menos oneroso, mais fácil de vender e de defender.
- d) **Lucros residuais.** Ohlson (1995), baseado no modelo de dividendos descontados, desenvolveu o seu próprio, denominado *Residual Income Valuation*, ou “Ohlson – RIV”. Nesse modelo o valor da empresa é obtido pelo somatório do valor contábil do patrimônio líquido da companhia mais o valor presente dos lucros residuais (anormais) esperados. Copeland *et al.* (2002) sustentam que ambos os modelos (o de Ohlson e o do Fluxo de Caixa Descontado), quando adequadamente utilizados, produzem a mesma valoração da entidade.

A abordagem mais usada é a do fluxo de caixa descontado (FCD) porque revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento (Martins, 2001). Damodaran (2007) descreve essa metodologia de avaliação através da seguinte fórmula:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de caixa esperado}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Valor terminal}_n}{(1+r)^n}$$

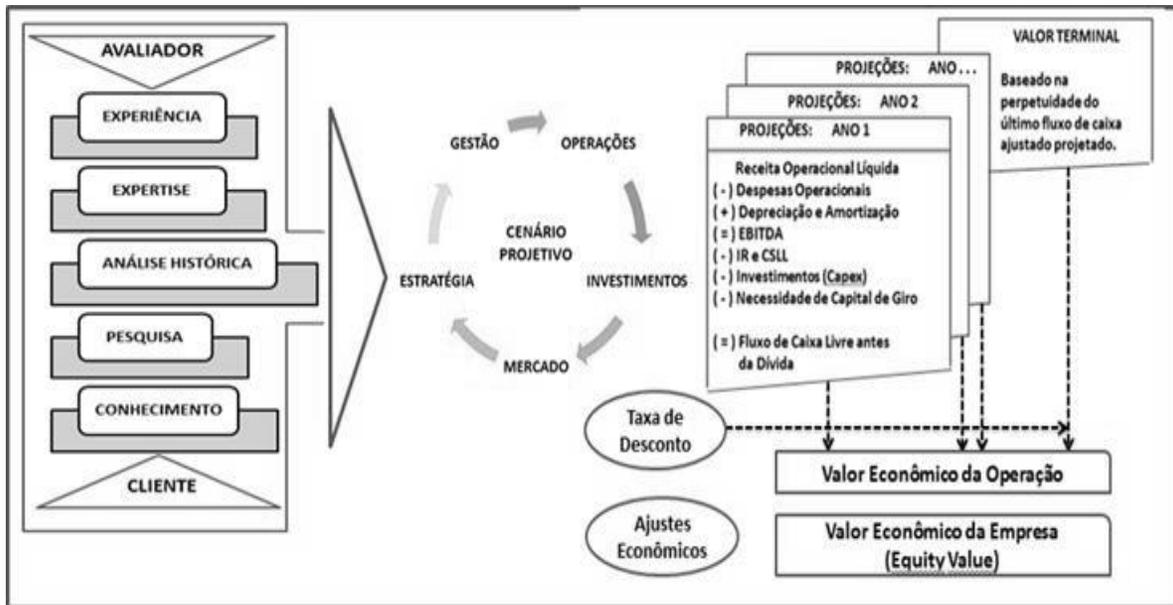
Onde “t” = tempo; “r” = taxa de desconto; “n” = número de períodos.

Segundo este autor, para avaliar uma empresa de capital aberto deve-se prever os fluxos de caixa esperados por toda a sua vida porque, pelo menos em teoria, a empresa pode ter uma vida perpétua. Na fórmula destacada, o valor da empresa é determinado por um somatório dos fluxos de caixa de um período, denominado por Damodaran (2007) como de crescimento extraordinário (período explícito) mais um valor terminal, o qual é baseado no pressuposto de

que os fluxos de caixa crescerão a uma taxa estável e sustentável por um tempo indeterminado. Uma vez apurado esse valor econômico da empresa, devem ser feitos os ajustes: adicionam-se o caixa, equivalentes de caixa e ativos não operacionais (desconsiderados na projeção) e subtraem-se a dívida e os passivos não operacionais (também não considerados na projeção).

Assim, chega-se ao valor econômico da empresa para fins de negociação, divulgado no Laudo de Avaliação (LA) das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA). A Figura 1, a seguir, apresenta um esquema da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, geralmente usado por avaliadores no Brasil.

Figura 1: Esquema de um processo de avaliação de empresas, usando o Fluxo de Caixa Descontado.



Fonte: Adaptado de modelo adotado pela Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda, disponível em CVM (2012).

Na Figura 1 vê-se: as tecnologias e conjunto de conhecimentos necessários para a realização da avaliação; os fluxos de caixa projetados (moeda constante) e descontados para o período explícito (forma de obtenção a partir da projeção de resultados: receita operacional líquida – despesas operacionais + depreciação e amortização = EBITDA – investimentos – menos a necessidade de capital de giro); o valor terminal baseado na perpetuidade do fluxo de caixa projetado e descontado após o período explícito, resultando no valor econômico das operações da empresa que, deduzido dos ajustes econômicos (resultado do somatório de caixa e equivalentes de caixa + ativos não operacionais – dívidas - passivos não operacionais), resulta, finalmente no valor econômico da empresa para fins de negociação (CVM, 2012).

Segundo Copeland *et al.* (2002), a taxa de desconto a ser aplicada ao fluxo de caixa livre do período explícito (ou de crescimento extraordinário) deve representar o custo de oportunidade de todos os fornecedores de capital, ponderado pelas contribuições relativas de cada um desses provedores para o capital total da empresa. Geralmente os avaliadores nacionais têm se baseado numa taxa real (ou seja, deduzida a inflação) que é resultante da ponderação, baseada na

estrutura de empresas similares, do custo de capital próprio (utilizando-se o modelo do *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, no caso de empresas de capital aberto) com o custo do capital de terceiros. O valor terminal é obtido a partir do fluxo de caixa do ano subsequente ao período explícito, adotando-o como perpétuo.

A taxa de desconto utilizada no valor terminal toma como base a taxa estabilizada usada no período explícito subtraindo-se uma taxa de crescimento constante ou estável, definida pelos avaliadores, considerando-se, entre outros fatores, uma taxa constante de reinvestimento dos lucros para crescimento e/ou manutenção da capacidade operacional. Essa taxa baseia-se no modelo de Gordon de crescimento estável que, segundo Damodaran (2007), associa o valor da ação aos seus dividendos esperados no próximo período, o custo do patrimônio líquido (PL) e a taxa de crescimento esperado em dividendos.

2.2. Referenciais de pesquisadores sobre mudanças nos resultados contábeis e suas avaliações após a adoção das IFRS

O boletim da PWC e IBRI (2012) destaca que a União Europeia impôs a adoção obrigatória das IFRS nas demonstrações consolidadas de todas as suas 7.000 companhias abertas a partir de 2005. Antunes, Grecco, Formigoni e Mendonça Neto (2012) afirmam que as alterações trazidas pelas IFRS aperfeiçoam a qualidade da informação contábil, propiciando melhorias na compreensibilidade, relevância, confiabilidade e comparabilidade das informações divulgadas, as quais representam as características qualitativas da informação contábil e que as tornam úteis. Ao pesquisar empresas de capital aberto na Espanha, Callao, Jarne e Laínez (2007) revelam ter descoberto distinções significantes entre os resultados antes e depois da adoção das IFRS. Comentam que com a aproximação dos valores contábeis aos de mercado, os resultados do *valuation* parecem seguir uma tendência menos conservadora. Os autores ressaltam que apesar da Espanha ter uma cultura ainda baseada na *code-law*, as primeiras informações já permitem deduzir que, com o tempo, a situação econômica e financeira do patrimônio das empresas passe a refletir resultados mais prospectivos.

Calixto (2010) fez uma pesquisa em 76 artigos e quatro dissertações, buscando identificar os impactos da implantação das IFRS em empresas de países europeus. A autora comenta que embora tenha havido alguma resistência por parte dos usuários, os achados revelaram aspectos positivos da adoção das IFRS, como maior qualidade, comparabilidade, transparência e relevância das demonstrações financeiras. Otero e Enríques (2012) analisaram as consequências da adoção das IFRS na avaliação de empresas em processo de abertura de capital na Espanha. Eles descobriram que as IFRS ocasionam um maior grau de *disclosure* que as normas anteriores, propiciando maior qualidade das informações contábeis e permitindo fazer análises mais valorizadas das ações da empresa. O resultado é o fornecimento de melhores avaliações no mercado primário.

Aharony *et al.* (2010) realizaram pesquisas em 2.298 empresas de 14 (catorze) países na União Européia (UE) para verificar o impacto da adoção obrigatória das IFRS na avaliação de títulos de capital de investidores na UE de 2004 para 2005. Analisaram-se apenas três indicadores (*goodwill*, despesas de P&D e reavaliação de ativos). Verificou-se que a adoção das IFRS

aumentou a relevância de valor dos três indicadores contábeis para os investidores em títulos de capital na UE.

Clarkson, Hanna, Richardson e Thompson (2011) realizaram uma pesquisa, usando uma amostra de 3488 empresas em países da Europa e Austrália. Seu objetivo foi comparar se houve mudança na relevância de valor para os lucros por ação e o P. L. por ação das empresas após a adoção das IFRS, exatamente no período entre 2004 e 2005. Ao separar as empresas sob os regimes *common law* e *code law*, eles descobriram que houve uma diminuição nos valores das “primeiras”, enquanto os valores das “segundas” permaneceram sem alteração.

Martins e Paulo (2011) fizeram uma pesquisa empírica para verificar o reflexo da adoção das IFRS sobre indicadores de desempenho de companhias abertas brasileiras. Eles analisaram sete indicadores de treze empresas de capital aberto (listadas na BM&F Bovespa) entre 2007 e 2009. Eles descobriram que a adoção das IFRS se refletiu na análise financeira das empresas, através de variações positivas nos indicadores de endividamento, liquidez corrente e geral e variações negativas nos indicadores de dependência financeira, imobilização de recursos permanentes, retorno sobre o P. L. e retorno sobre o ativo.

2.3. Construção do quadro de referências e achados de pesquisadores

No rol dos trabalhos que tratava direta e/ou indiretamente do tema *valuation* após as IFRS, buscou-se selecionar aqueles que, na visão dos autores, se aproximavam mais dos objetivos decorrentes da questão de pesquisa desse artigo. Apesar dos referenciais obtidos serem limitados em número (supõe-se que o tema abordado ainda não alcançou a metade da curva de aprendizagem), a importância dos achados e a magnitude das amostras utilizadas pelos autores já permite sugerir algumas considerações acerca dos objetivos do presente trabalho. O quadro 1 sintetiza as descobertas encontradas:

Quadro 1: Objetivos e achados dos autores pesquisados sobre reflexos após adoção das IFRS

PESQUISADORES	OBJETIVO	DESCOBERTAS após a adoção das IFRS
Callao <i>et al.</i> (2007)	Verificar efeitos na comparação e relevância do relatório financeiro na Espanha após as IFRS.	No médio e longo prazos haverá aumento no valor contábil das empresas, que ficarão mais em linha com seus valores de mercado.
Calixto (2010)	Identificar impactos da implantação das IFRS em países europeus.	Houve redução no custo de capital, principalmente em empresas alemãs e a maior parte das empresas pesquisadas revelou aumento na qualidade, comparabilidade, transparência e relevância das informações financeiras.
Otero e Henriques (2012)	Consequências da adoção das IFRS em empresas espanholas que estavam em processo de abertura de capital.	As IFRS propiciam maior grau de <i>disclosure</i> , permitindo aos avaliadores fazer análises mais valorizadas das ações da empresa.
Aharoni, Barniv e Falk (2010)	Analisar o impacto da adoção das IFRS na Europa na avaliação de indicadores de títulos de capital dos investidores.	Houve aumento no <i>value relevance</i> dos três indicadores escolhidos, confirmando as hipóteses de que houve melhora na qualidade e na magnitude dos valores, sob o ponto de vista do investidor.
Clarkson <i>et al.</i> (2011)	Comparar, de 2004 para 2005, se houve mudança no <i>value relevance</i> para os lucros por ação de empresas da Europa e da Austrália	Sem alteração estatística significativa entre valores pré e pós IFRS, porém a comparação sob o regime jurídico indicou que houve diminuição dos valores em empresas sob o regime <i>common law</i> . Contudo, o curto lapso temporal não permite generalizar.
Martins e Paulo (2011)	Verificar reflexo da adoção das IFRS sobre indicadores de desempenho de empresas de capital aberto no Brasil.	As evidências comprovaram o alinhamento das normas adotadas no Brasil com as IFRS (IASB), revelando que a convergência do padrão contábil brasileiro ao padrão internacional encontra-se em vias de consolidação.

A maioria expressiva dos trabalhos revelou melhora nos resultados dos números contábeis apurados. Os achados de Callao *et al.* (2007), Calixto (2010), Otero e Henriques (2012), Aharoni *et al.* (2010) e Martins e Paulo (2011) mostram convergência para qualidade dos resultados contábeis após adoção das IFRS. Porém, na metodologia predominante (FCD), os resultados estimados originam-se basicamente de aspectos operacionais, depois convertidos para caixa. Assim, só o caixa e seus equivalentes, ativos não operacionais, dívidas e passivos não operacionais são considerados para efeito de ajuste para determinar o valor econômico da empresa, e esses ajustes são irrelevantes em comparação ao valor econômico.

Calixto (2010) verificou que na amostra pesquisada houve redução no custo de capital o que é coerente com outros referenciais que mencionam que um dos objetivos das IFRS é a redução do custo de capital. O exame dos laudos de avaliação para uso na análise quantitativa (mais adiante comentada) indicou uma ligeira tendência de queda nas taxas de desconto, tanto para o fluxo de caixa livre, quanto para o valor terminal, o que parece resultar na obtenção de maiores valores econômicos, conseqüentemente, maiores valores por ação.

Em síntese, verificou-se no quadro de referências que a adoção das IFRS parece ter aprimorado a qualidade, comparabilidade, transparência e relevância do processo contábil (reconhecimento, avaliação e evidenciação), resultando também numa maior aproximação do valor do patrimônio líquido ao valor de mercado. Contudo, não foi possível obter evidências qualitativas que permitissem inferir que essas melhorias pudessem se refletir diretamente em aumento na determinação do valor econômico das empresas após a adoção das IFRS.

2.4 Aspectos legais das OPAs com foco na avaliação de empresas

A elaboração do Laudo de Avaliação (LA), constante das OPAs, é regulado pelas Instruções 361/02, 436/06, 480/09, 487/10 e 492/11. Na verdade, todas as instruções posteriores à de nº 361 a complementaram, gerando um texto consolidado, CVM (2012). Baseado nas firmas de advogados Pinheiro Neto (2012) e Machado Meyer (2012), as principais alterações na Instrução 361 emanaram da evolução recente do mercado de capitais brasileiro, com destaque para o número crescente e já expressivo de companhias com controle acionário desconcentrado, necessitando, conseqüentemente, de maior detalhamento, rigor e transparência das regras sobre OPAs. Sobre o LA, a CVM inovou ao exigir, em relação às informações gerenciais, que o avaliador apenas as aceite e utilize se entender que são consistentes, mencionando as razões para a escolha do critério de avaliação. As instruções da CVM, em síntese, parecem ter trazido maior rigor na elaboração dos laudos de avaliação das empresas, com reflexos em seus valores econômicos, ou seja, a essência do protocolo de avaliação de empresas não se alterou, mas há maior acurácia, refinamento e transparência.

3 METODOLOGIA

Utilizou-se uma abordagem teórico-empírica, usando a pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental e teste de hipótese. Sob o enfoque quantitativo, procurou-se obter evidências estatísticas, através de um teste de hipótese de comparação de médias de amostras não emparelhadas (Mann-Whitney) para respaldar possíveis mudanças na apuração do valor justo de empresas após a adoção das IFRS. Apurou-se ainda a magnitude das médias para distinguir e qualificar os dois grupos de amostras. O “valor econômico preço da ação” (VE/PA) é a variável usada no teste que é obtida através do percentual de acréscimo do valor econômico por ação de cada empresa sobre sua respectiva cotação média ponderada pelos últimos doze meses antes da avaliação para os grupos 1 (pré-IFRS) e 2 (pós-IFRS).

3.1. Caracterização da amostra

As avaliações usadas para o teste de hipótese estão disponíveis no *site* da CVM (2012), acessando a opção “OPAs”. Foram definidos os períodos de registros de OPAs de 2007 (pré-IFRS) e 2012 (2 anos pós-IFRS), baseado no argumento de que os registros de 2012 já teriam mais

indícios de consolidação na aplicabilidade das novas normas de contabilidade. Para o período adotado, foi identificada uma **população** de 35 empresas.

A premissa para seleção dessas empresas foi a de continuidade operacional; notou-se ainda que todas as avaliações selecionadas usaram a técnica do FCD para a empresa. Da **população** das 20 (vinte) OPAs disponíveis com registro em 2007 e início de 2008, foram descartadas 5 (cinco) por não se enquadrarem na premissa citada anteriormente. Entre 2011 e início de 2012, da **população** das 15 (quinze) OPAs existentes, descartaram-se três pelo mesmo motivo anterior. Restaram, portanto, dois grupos de empresas: 15 antes e 12 depois das IFRS.

Devido aos propósitos da pesquisa e a quantidade de observações (27 empresas), foi escolhido o teste não-paramétrico de Mann Whitney (M-W) de amostras não emparelhadas alternativamente ao teste *t* de *student* para amostras independentes. Segundo Fávero, Belfiore, Lopes da Silva e Chan (2009, p.163), este teste é usado para aferir se duas amostras independentes foram extraídas de populações com médias iguais.

Fávero *et al.* (2009, p. 163) destacam ainda: “Este é um dos testes não-paramétricos mais poderosos, sendo uma alternativa ao teste paramétrico *t* para duas amostras independentes quando a amostra for pequena e/ou quando a hipótese de normalidade for violada”. O teste M-W exige, entretanto, que as variáveis devam ser mensuradas em escala ordinal ou quantitativa. Nessa pesquisa as variáveis utilizadas foram quantitativas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Como descrito antes, buscou-se verificar com este teste se a variável VE/PA (valor econômico preço da ação) - que é o valor econômico por ação em relação à cotação média dessa ação nos últimos doze meses -, foi diferente entre os grupos de empresas avaliadas antes (G1) e após a adoção das IFRS (G2). Adicionalmente foi verificado se o VE/PA médio apurado no G2 foi superior ao do G1 e em que nível de grandeza se deu esse aumento.

A hipótese deste estudo é de que houve alteração das médias entre os grupos G1 e G2.

H₀: não há diferença entre os grupos

H₁: há diferença entre os grupos

Em seguida, foram examinados os *scores* de cada grupo para verificar se, e em que nível, os aumentos do grupo G2 foram maiores que os do grupo G1.

A tabela 1 a seguir contem os resultados do teste de Mann-Whitney (M-W).

Tabela 1: Teste Mann-Whitney – Pré X Pós IFRS

DESCRIÇÃO	Valores
<i>Mann-Whitney U</i>	142,0000
<i>Wilcoxon W</i>	220,0000
Z (teste estatístico padronizado)	2,5370
<i>Sig. assintótico (teste bicaudal)</i>	0,0102

Para um nível de significância adotado de 5%, o valor do *sig* foi de 0,01, **rejeitando-se a hipótese nula**; portanto **há diferença entre os grupos**. Além disso, o teste mostrou que o VE/PA médio das empresas avaliadas após a adoção das IFRS apresentaram *scores* mais elevados do que a VE/PA médio das empresas avaliadas antes das novas normas. As diferenças observadas foram estatisticamente significativas (U = 142,0; W = 220,0). Os scores dos dois grupos estão apresentados na tabela 2, a seguir.

Tabela 2: Ranking das médias entre os grupos.

ESPECIFICAÇÃO DOS GRUPOS	N	"Rank" das Médias	Soma dos Ranks
<i>Valuations</i> antes das IFRS	15	10,53	157,95
<i>Valuations</i> depois das IFRS	12	18,33	219,96
Total	27	-	-

Os resultados obtidos **indicam** que os VE/PAs médios do G2 (pós-IFRS) foram significativamente superiores aos VE/PAs médios do G1 (pré-IFRS). Deduz-se ainda, pelos resultados, que o valor econômico do patrimônio líquido por ação tornou-se maior após a adoção das IFRS, porém observou-se que o mercado parece ainda não ter reagido às novas normas contábeis, baseado nas cotações médias ponderadas das ações antes das avaliações.

Os achados e conclusões do teste de hipótese estão em linha com as descobertas, descritas na Figura 2, de Callao *et al.* (2007), Calixto (2010), Otero e Enríques (2012) e Aharoni *et al.* (2010), ou seja: o valor contábil das empresas tende a se aproximar mais aos valores de mercado; há uma sinalização de aumento na qualidade e relevância das informações. Em síntese, as descobertas dos pesquisadores, o aperfeiçoamento de instruções e dispositivos legais e os resultados obtidos pelo teste descrito nas Tabelas 1 e 2 convergem para sugerir a confirmação da hipótese geral do estudo, ou seja, a adoção das IFRS trouxe melhorias no rigor e refinamento do processo de avaliação de empresas, refletindo-se na obtenção de valores mais próximos ao de mercado para o patrimônio líquido (P.L.) das empresas, sem, contudo, alterar a essência do protocolo de avaliação do valor da empresa.

5 CONCLUSÕES

O objetivo desse trabalho foi verificar possíveis mudanças no processo de avaliação de empresas decorrentes da adoção das IFRS, que entraram em vigor com a Lei 11.638/07, principalmente com o uso do *fair value* e o *impairment-test*, que afetam o processo contábil, aproximando mais os valores de relatórios aos valores de mercado. A metodologia usada foi de natureza teórico-empírica. Partiu-se de uma pesquisa bibliográfica para apresentar uma visão sumária, porém basilar dos elementos do processo de avaliação de empresas, e também foram identificados referenciais de pesquisadores sobre reflexos nos resultados contábeis de empresas pós-IFRS, incluindo análises de dispositivos legais. Na sequência, foram selecionadas de uma população de 35 empresas, do *site* da CVM (2012), 27 empresas avaliadas: 15 antes e 12 depois da adoção das novas normas, para verificar, através da aplicação do teste de Mann-Whitney, possíveis alterações nos resultados contábeis que pudessem confirmar a hipótese de estudo.

Os referenciais de pesquisadores permitiram constatar que a adoção das IFRS parece ter aprimorado a qualidade, comparabilidade, transparência e relevância do processo contábil, resultando também numa maior aproximação do valor do patrimônio líquido aos valores de mercado. Os resultados dos testes empíricos nas empresas sugerem alteração no processo de *valuation* após a adoção das IFRS, ou seja: as avaliações realizadas após a adoção das IFRS obtiveram, em média, maiores valores econômicos do que aqueles obtidos pelas empresas antes da adoção das normas internacionais. Contudo, não foi possível, a partir desse achado, afirmar que a adoção das IFRS provocou alterações na essência do protocolo de *Valuation*.

Apesar de ter sido utilizada basicamente a população das empresas de capital aberto existentes no período referido, sob a premissa de continuidade, o número de observações (27 empresas) foi baixo. Portanto os resultados encontrados representam apenas um recorte da realidade, sem ter a pretensão de serem colocados como achados definitivos ao problema investigado nem de esgotar o tema pesquisado.

Assim, a resposta à questão de pesquisa é a de que a adoção das IFRS sugere mudanças nos resultados obtidos na avaliação de empresas, mas não devido a mudanças no protocolo de avaliação e sim em função da influência de fatores indiretos que propiciaram melhorias na qualidade e refinamento do processo contábil, com desdobramentos numa melhor acurácia na definição dos parâmetros utilizados nos processos de avaliação.

Em síntese, foi possível afirmar que a hipótese de estudo foi confirmada, ou seja, a adoção das IFRS trouxe melhorias no rigor e refinamento do processo de avaliação de empresas, com reflexos na obtenção de valores mais próximos ao de mercado para o patrimônio líquido das empresas, sem, contudo, alterar a essência da metodologia.

Recomenda-se para futuras pesquisas, que sejam realizados estudos mais profundos, com um maior número de empresas, inclusive de países diferentes, de forma a identificar quais são os fatores que propiciam a obtenção de maiores e melhores resultados contábeis e valores econômicos de empresas.

REFERÊNCIAS

- AHARONY, J; BARNIV, R; FALK, H. The impact of mandatory IFRS adoption on equity valuation of accounting numbers for security investors in the EU. **European Accounting Review**, v. 19, n. 3, 535–578, 2010.
- ANTUNES, M.T.P.; GRECCO, M.C.P.; FORMIGONI, H; MENDONÇA NETO, O.R. A adoção no Brasil das normas internacionais de contabilidade IFRS: o processo e seus impactos na qualidade da informação contábil. **Revista de Economia & Relações Internacionais**, Fundação Armando Álvares Penteado. Vol. 10, n. 20, p. 5/19, 2012.
- CALLAO, S; JARNE, J. I.; LAÍNEZ, J.A. Adoption of IFRS in Spain: effect on the comparability and relevance of financial reporting. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation** 16 (2007) 148–178. - Zaragoza: Elsevier, 2007.
- CALIXTO, L. Análise das pesquisas com foco nos impactos da adoção do IFRS em países europeus. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p. 157-187, jan./mar, 2010.
- CLARKSON, P.; HANNA, J.D; RICHARDDSON, G.D.; THOMPSON, R. The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. **Journal of Contemporary Accounting and Economics, Forthcoming**, Disponível em: http://www.af.polyu.edu.hk/jcae_af/2010/paper_p/Session%206.pdf. Acesso em: 24 out. 2012.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – Valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. tradução: Allan Vidigal Hastings; revisão técnica: David Felipe Hastings. – São Paulo: Makron Books Ltda, 2002.
- CVM. Consulta de ofertas com esforços restritos: OPAs. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=opas>. Acesso em: 28 nov. 2012.
- DAMODARAN. A. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P; LOPES DA SILVA, F.; CHAN, B.L. **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- GALDI, C; TEIXEIRA, A. J. C; LOPES, A. B. Análise empírica de modelos de *valuation* no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado versus modelo de Ohlson (RIV). **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, vol. 19, núm. 47, maio-agosto, 2008, pp. 31- 43 - São Paulo, 2008.
- KOTHARI, S. P. Capital market research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**. 31 (1): 105-231, 2001.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.
- MACHADO MEYER. Alteração da Instrução CVM 361/02. Disponível em: <http://www.machadomeyer.com.br/noticias/>. Acesso em: 27 dez. 2012.

- MARTINS, Eliseu. (Org). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis**: uma abordagem crítica. – São Paulo, 2012.
- MARTINS, O. S.; PAULO, E. Reflexo da adoção das IFRS na análise de desempenho das companhias de capital aberto no Brasil. RCO – **Revista de Contabilidade e Organizações** – FEA-RP/USP, v. 4, n. 9, p. 30-54, mai-ago, 2010.
- OHLSON, J. Earnings, book values and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 661-687, 1995.
- OTERO, S. A.; ENRÍQUES, E. R. Analysis of the effect of the IFRS application on the valuation of Spanish initial public offerings. **Public and Municipal Finance**, Vol. 1, Issue 1, Disponível em: http://www.businessperspectives.org/journals_free/pmf/2012/pmf_2012_01_Otero.pdf. Acesso em: 23 out. 2012.
- PALEPU, K. G.; HEALY, P. M.; BERNARD, V. L.; PEEK, E. **Business analysis and valuation**, IFRS Edition: text and cases. London: Cengage Learning Emea, 2007.
- PINHEIRO NETO. Novas regras para oferta pública de ações: o que mudou? Disponível em: http://www.pinheironeto.com.br/upload/tb_pinheironeto_artigo. Acesso em: 27 dez. 2012.
- PWC e IBRI. IFRS e CPCs - A nova contabilidade brasileira: impactos para o profissional de RI. Disponível em: www.ibri.org.br/download/.../PwC_IBRI_Presentation_211010.pdf. Acesso em: 17 out. 2012.
- WATTS, R; ZIMMERMAN, J. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.
- WESTON, J F.; BRINGHAN, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. – São Paulo: Makron Books, 2000.

<p>Emílio Maltez Alves Filho é Mestre em Contabilidade pela Fundação Visconde de Cairu; é Professor do Departamento de Contabilidade da Universidade do Estado da Bahia (Campus de Camaçari); e atualmente faz o Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP. emaf-8098@usp.br UNEB – DCHT, Campus XIX Rodovia BA 512, km 1,5 - Santo Antonio - CEP 42.800-000, Camaçari - BA, Brasil.</p>	<p>Robson Braga é Mestre em Administração pela Universidade Federal da Bahia; é Professor do Departamento de Administração da Universidade do Estado da Bahia (Campus de Eunápolis); e atualmente faz o Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP. rbraga11@usp.br UNEB – DCHT, Campus XVIII Av. David Jonas Fadini, 300 - Stela Reis – CEP 45823-035, Eunápolis - BA, Brasil.</p>
<p>Edmilson Patrocínio de Sousa é Mestre em Contabilidade pela Fundação Visconde de Cairu; é Professor do Departamento de Contabilidade da Universidade do Estado da Bahia (Campus de Camaçari); e atualmente faz o Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP. epsousa@usp.br UNEB – DCHT, Campus XIX Rodovia BA 512, km 1,5 - Santo Antonio - CEP 42.800-000, Camaçari – BA, Brasil.</p>	<p>Raimundo Nonato Lima Filho é Doutor em Administração pela UFBA; é Professor do curso de Ciências Contábeis do Departamento de Educação da Universidade do Estado da Bahia (Campus de Senhor do Bonfim); e atualmente faz o Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP. raimundolima@usp.br UNEB – DEDC, Campus VII Rod. Lomanto Júnior, BR 407 - Km 127, Campus Universitário - CEP 48.970-000, Senhor do Bonfim – BA, Brasil.</p>