

XXIV ENANGRAD



EGC - Empreendedorismo e Governança Corporativa

A INFLUÊNCIA DO RESULTADO OPERACIONAL NO PREÇO DAS AÇÕES DA NATURA S.A. TENDO COMO BASE A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Agda Eunice Oliveira

Márcio de Souza e Silva

Marco Aurelio Ramos

Florianópolis, 2013

EGC - Empreendedorismo e Governanças Corporativa

**A INFLUÊNCIA DO RESULTADO OPERACIONAL NO
PREÇO DAS AÇÕES DA NATURA S.A. TENDO
COMO BASE A GOVERNANÇA CORPORATIVA**

RESUMO

A governança corporativa surgiu para proteger os acionistas minoritários e dirimir falhas na gestão e dar maior credibilidade a empresa. Em função do crescimento do público de interesse das demonstrações contábeis e em razão da convergência dos padrões contábeis internacionais, há necessidade de maior transparência nas operações, levando em consideração os *stakeholders* envolvidos no negócio. Portanto, objetivou-se analisar a possibilidade de evidenciar a influência do resultado operacional no preço das ações tendo como base a governança corporativa desenvolvida pela empresa pesquisada. O método utilizado para análise foi a regressão linear múltipla, em que as variáveis independentes foram: EBTIDA, Margem Operacional, Margem Líquida, Rentabilidade do PL, Lucro por Ação, ROI, ROA e ROCE. O resultado encontrado foi que apenas a Margem Líquida explica as variações no preço da ação e que a maior parte advém do contexto macroeconômico que envolve as taxas de juros, de câmbio e políticas econômicas, dentre outros. Apesar da variável independente Lucro por Ação não ser significativa neste estudo, a Margem Líquida, tendo como base o Lucro Líquido, corrobora com estudo realizado em que se verificou que o Lucro Líquido por Ação explicou melhor as variações no preço da ação em função do processo de convergência contábil internacional.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Demonstrações Contábeis. Preço da Ação.

ABSTRACT

Corporate governance has emerged to protect minority shareholders and resolve management failures and give the company greater credibility. Due to the growth of public interest in the financial statements and because of the convergence of international accounting standards, there is need for greater transparency in the operations, taking into consideration the stakeholders involved in the business. Therefore, this study aimed to examine the possibility of showing the influence of the operating profit in the stock price based on the corporate governance developed by the company researched. The method used for analysis was a multiple linear regression in which the independent variables were: EBITDA, Operating Margin, Net Margin, Return on PL, Earnings per Share, ROI, ROA and ROCE. The result was found that only the net margin explains the variations in the share price and that the majority comes from the macroeconomic context involving interest rates, exchange rates and economic policies, among others. Despite the independent variable earnings per share is not significant in this study, the net margin, based on the Net, corroborates study where it was found that the net income per share best explained the variations in share price due to the process international accounting convergence.

Keywords: Corporate Governance; Financial Statements; Share Price.

1 INTRODUÇÃO

A prática da governança corporativa tem ganhado espaço no contexto atual por suas premissas básicas no inter-relacionamento dos envolvidos nos negócios que podem afetar direta ou indiretamente as decisões do conselho administrativo.

Em decorrência do conflito entre agentes internos e externos, ou seja, executivos e outras partes interessadas, a governança corporativa surgiu para proteger as partes a fim de dirimir falhas na gestão e dar maior credibilidade a empresa (IBGC, 2012). É colocada como uma base no contexto mercadológico em virtude do posicionamento competitivo empresarial, “dos processos de gestão de ativos físicos, financeiros e intangíveis e dos relacionamentos à qualidade das informações que sustentam as decisões e que orientam os investidores” (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 20).

De acordo com Shleifer e Vishny (2012), os mecanismos de governança corporativa são instituições econômicas e legais que podem ser modificadas por processos políticos, sendo que no longo prazo, a concorrência no mercado força as empresas a minimizarem custos permitindo que levem capital externo para seu financiamento.

Com a crescente demanda dos usuários das demonstrações contábeis em função da convergência dos padrões contábeis internacionais, como fonte de orientação/decisão em relação ao mercado de capitais (WEFFORT, 2005, p. 75), há crescente necessidade de segurança, transparência, *disclosure*, *accountability*, entre outros, como forma de garantir resultados operacionais que alcancem os objetivos empresariais levando em consideração os *stakeholders* envolvidos no negócio (LODI, 2000, p. 19).

O processo decisório através dos demonstrativos contábeis não se limita apenas internamente, quer sejam diretores, gerentes, administradores, mas é estendido aos funcionários, acionistas/investidores, fornecedores, Bancos, governo e demais interessados (MARION, 2007, p.24).

Quando uma empresa promove a abertura de seu capital possibilita a participação de diversos tipos de investidores, desta forma, “[...] capta recursos para aplicar, para investir esses recursos nos seus negócios, nas suas atividades, com o objetivo de gerar retorno aos seus investidores”. (ROSSETTI *et al*, 2008, p. 55). Mas, mesmo possuindo flexibilidade, os gestores, o conselho administrativo passa por desafios quanto a geração de “valor no curto e longo prazo” e, equilibrar os desejos dos *stakeholders* (ROSSETTI *et al*, 2008, p. 162).

Conforme Sengupta (1998) há relação entre a qualidade da divulgação corporativa e os rendimentos percebidos nos títulos da empresa, insinuando que os mecanismos de governança podem afetar os títulos e rendimentos indiretamente em consequência de reduzida informação disponibilizada.

Assim, o principal indicador da qualidade da governança corporativa transmitidas aos acionistas é a cotação da ação. Os vários aspectos que permeiam a gestão, os fatos relevantes e a expectativa de retorno do capital influenciam a posição no mercado e preço final da ação (ANDRADE, ROSSETTI, 2004, p. 117-118).

Percebe-se desta forma, que o mercado e a sociedade contribuem para que a empresa alcance a satisfação como retorno operacional para o meio em que atua, flexionando-se para grandes negócios internos e externos ao país. Esta, fazendo parte do mercado de capitais exige-se um maior posicionamento e práticas confiáveis que sejam voltadas a boa governança corporativa, assim sendo, transparência de sua gestão e operação.

Portanto, este trabalho busca responder ao seguinte questionamento: é possível evidenciar a influência do resultado operacional no preço das ações tendo como base a governança corporativa desenvolvida pela Natura S.A.?

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa e o mercado de capitais

O mercado de ações é desde seus primórdios, “talvez na Antiguidade greco-romana”, como se refere Kerr (2011, p. 92), instigante, e vem se tornando amplamente discutido sobre questões como as formas legais que o embasam, os contratos, as particularidades e proteção dada aos acionistas das empresas, as obrigações e direitos dos CEO's (*Chief Executive Officer*), além da governança corporativa.

Inicialmente tem-se um comentário da cartilha disponível no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a respeito da governança corporativa como base para o mercado de capitais:

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2012).

A governança corporativa resume-se na transparência desenvolvida pela gestão, no que se refere a direção, controle e responsabilidades “que envolvem toda a sociedade” (ASSAF NETO, 2010, p. 129).

Um dos pilares da governança corporativa é a criação dos Comitês direcionados a controlar as diversas áreas da empresa. Uma dessas áreas selecionadas é a Auditoria, que revela grande importância, pois é responsável pela qualidade das informações econômico-financeiras da sociedade refletidas nos demonstrações contábeis (ASSAF NETO, 2010, p. 129).

Conforme Kerr (2011, p. 5), mercado de capitais é onde se realizam as operações de longo prazo através de intermediação bancária com as empresas “que necessitam de recursos e investidores interessados em aplicações de longo prazo. Este segmento faz o elo entre os poupadores e os investidores”.

Para Assaf Neto (2010, p. 69), o mercado de capitais é de suma importância para o desenvolvimento econômico. Perpetua a ligação entre os agentes capacitadores de poupança (investidores) e os que necessitam de recursos de longo prazo.

Para Kerr (2011, p. 93):

As bolsas de valores podem desempenhar um importante papel social, beneficiando todos os agentes econômicos e a sociedade, pois ajudam as empresas a levantar capital para aplicá-lo em projetos de investimento, e permitem que pequenos investidores sejam acionistas de grandes empresas, participando, portanto, desses projetos de investimento e tornando mais equitativa a distribuição de renda de uma sociedade.

Quando o acionista compra ações de uma empresa está fazendo com que o potencial da mesma seja alavancado. E se esta possui um quadro benéfico em relação ao seu crescimento, de maneira especial “a empresa estará gerando uma perspectiva otimista no mercado, acarretando um incremento de valor e, conseqüentemente, da riqueza de seus proprietários”. (ASSAF NETO, 2002, p. 47).

De acordo com Forker (2012), a decisão sobre a qualidade da divulgação das informações permite uma melhor visão do investidor e influencia quanto as suas opções de ações, o que propicia eficiência na utilização do potencial da empresa para aumentar seus benefícios e desempenho.

Internamente, ou seja, no âmbito da gestão empresarial, o valor das ações individuais demonstra a importância do voto do acionista que lhe é inerente e a proteção ao acionista minoritário garante que aqueles que têm controle compartilhem os benefícios com a minoria (SHLEIFER e VISHNY, 2012).

Quando se faz uma análise do mundo econômico, tem-se que as decisões são tomadas em função do consumidor. “A abertura de mercados e o crescimento da competitividade entre as unidades produtivas foram marcas impostas pela globalização da economia, exigindo maior nível de qualidade e eficiência de seus agentes”. (ASSAF NETO, 2002, p. 21). As empresas têm preocupado mais quanto aos seus investimentos no mercado para que ganhe valorização em seu nicho de atuação “enfocando seus objetivos de longo prazo” (ASSAF NETO, 2002, p. 26).

2.2 Convergência Contábil Internacional e mercado de capitais

Com o advento da Lei 11.638 de 28/12/2007, e a convergência do sistema contábil pelo IASB – *International Accounting Standard Board Committee* – e pelo IFRS – *International Financial Reporting Standards*, as grandes empresas tiveram que se adequar e transmitir suas informações

padronizadas, devido a globalização e atendimento dos vários usuários de seus demonstrativos (GIMENEZ e OLIVEIRA, 2011, p. 4).

Em virtude da diversificação destes usuários para entendimento do processo econômico-financeiro da empresa que se situa no mercado de capitais, averigua-se a relação entre a internacionalização das práticas de divulgação das demonstrações e a governança corporativa. Desta forma, as empresas que fazem parte da Bolsa de Valores, ou seja, têm ações negociadas no mercado de capitais, possuem uma maior exigência em suas práticas gerenciais como transparência, evidenciação. (WEFFORT, 2005, p. 86-87).

Conforme Fernandes (2012, P.1), a adoção das práticas de normas internacionais influencia diretamente as práticas de governança corporativa. Além disso, comenta:

Chamo a atenção para dois critérios centrais do padrão IFRS ausente da cultura contábil brasileira: o julgamento e a primazia da essência sobre a forma. [...] Tome-se o agora obrigatório ajuste a valor presente de ativos e passivos, que tem impacto direto no resultado da empresa. [...] Outro ponto é a constituição de provisão para contingências, também impacto direto no lucro do período. [...] A constituição de uma provisão inadequada quanto à sua ocorrência ou mensuração (para mais), em decorrência, muitas vezes, do excesso de conservadorismo, pode reduzir ou inviabilizar a distribuição de dividendos, prejudicando os titulares de ações preferenciais e/ou minoritários.

Com relação as mudanças ocorridas em função das normas do IFRS, Meirelles (2012), também explica que em decorrência da adoção do valor justo para os bens patrimoniais que antes eram registrados pelo valor histórico, “e de acordo com as novas normas, passaram a ser atualizados por valores superiores aos até então registrados”, fizeram com que patrimônio líquido seja aumentado.

Mas, se ocorrendo este registro pelo *fair value* (valor justo) o ativo imobilizado ficar maior, as depreciações também crescerão na proporção, diminuindo o lucro, conseqüentemente, a distribuição de dividendo mínimo obrigatório. Porém, a CVM lançou nota informando que “as empresas poderão tirar esse efeito do lucro ajustado para pagar dividendos, mas isso não será uma obrigação” (TORRES, 2012).

De acordo com Orsi (2012), as empresas que promovem a governança corporativa em suas operações devem ter seus relatórios e demonstrações financeiras íntegras conforme este padrão, confirmando exatidão das informações prestadas aos *stakeholders*.

Segundo Orsi (2012) se a empresa matriz determina um relatório de governança corporativa em seu exercício ou mesmo no relatório da administração, a auditoria responsável deve efetuar seu parecer, tendo em vista o controle interno e a gestão de risco com base nas contas consolidadas, verificar se é condizente com as informações prestadas nas demonstrações financeiras do exercício. Havendo inconsistência, estas últimas ou a declaração de governança corporativa precisam ser revistas.

As decisões gerenciais baseiam-se na avaliação do desempenho da empresa e a contabilidade se constitui como ferramenta primordial no processo de gestão, visando “o planejamento, execução e controle. [...] Requerendo a mensuração ou quantificação de um desempenho planejado e um realizado. A informação contábil tem como sua principal característica a mensuração econômica [...]” (PADOVEZE, 2009, p. 262).

“A principal forma de comunicação da contabilidade com seus usuários são as Demonstrações Contábeis, compostas pelo Balanço Patrimonial, Demonstrações de Resultado de Exercício, Demonstrações de Fluxo de Caixa e as Notas Explicativas”, a fim de propiciarem o conhecimento aos gestores e a gama de investidores (GIMENEZ, OLIVEIRA, 2011, p. 10).

Conforme Póvoa (2004) as demonstrações contábeis, principalmente o Balanço Patrimonial e o Fluxo de Caixa são fortes influências na precificação de ativos para o mercado de capitais. “Possibilitam ainda informações preditivas para sustentar as decisões dos usuários sobre investimentos [...], recuperação de recursos financeiros emprestados a empresa, distribuição de lucros e dividendos” (GIMENEZ, OLIVEIRA, 2011, p. 112).

Lucro e fluxo de caixa são influenciados por diversas variáveis, positivas ou negativas, sobre muitas das quais o gestor não tem controle, precisando reagir para responder aos problemas ou desafios, aproveitando a oportunidade ou enfrentando adversidades. São exemplos: mudança no

comportamento do consumidor, produtos sucedâneos, políticas econômicas, flutuação no valor da moeda ou taxa de câmbio (GIMENEZ, OLIVEIRA, 2011, p. 188).

Segundo Forker (2012), quando a empresa promove a divulgação de informações, pode influenciar os investidores em estimar benefícios de opções de ações. A evidenciação das informações contábeis por meio de relatórios e demonstrativos pode gerar benefícios em relação aos investidores, credores e outros interessados, fortalecendo a imagem da empresa (SILVA, 2005, p. 47).

Gimenez e Oliveira (2011, p. 11), propõem que a convergência internacional da contabilidade traduz a importância no contexto no mercado de capitais, uma vez que se têm as mesmas regras para o negócio mundial, transportando a facilidade aos investidores para comunicação e oportunidades de retorno dos recursos aplicados nas empresas em vários países. Afirmam ainda, que “para as empresas, é uma oportunidade de captar recursos [...]. Para os países, é uma oportunidade de receberem investimentos para crescerem e melhorarem o bem-estar e a qualidade de vida de suas populações”.

2.3 Governança Corporativa e o ambiente econômico

De acordo com Andrade e Rossetti (2004, p. 121-122) “[...], ainda no campo do controle da boa governança pelo mercado, cabe registrar o uso de mecanismos externos cujos efeitos podem ser tão eficazes quanto os das aquisições hostis: as disputas abertas por procurações de voto”, assim, a governança corporativa tenta aproximar a relação de interesses dos *insiders* e *outsiders*. Portanto, o papel dos investidores é de suma importância quando possuem capacidade de voto, pois, agem de certa forma no controle das empresas, e influenciam as decisões corporativas por meio dos proprietários institucionais.

Internamente, tendo bons dispositivos de controle – comitês de auditoria, separação dos papéis administrativos (presidente, diretor, conselhos...), aumentam a qualidade da divulgação das informações, ou seja, diminuem os riscos de omissões das mesmas. Quando se traduz nos demonstrativos contábeis, o vigor das informações há influência direta nos investidores, diminuindo seu grau de incertezas quanto aos investimentos (FORKER, 2012).

Assim, há empresas que têm consciência da qualidade das divulgações como meio de comunicação com os usuários o que faz com haja criação de valor por este reconhecimento (SILVA, 2005, p. 47).

O conceito de criação de valor da companhia é fundamental para sua missão e retorno aos acionistas, demonstrado no Balanço Patrimonial no Patrimônio Líquido e “a geração básica de valor se dá por meio do lucro obtido na venda dos produtos e serviços. [...] E deve ser suficiente para justificar o investimento dos acionistas na empresa” (PADOVEZE, 2009, p. 573).

Cada produto tem um valor agregado o que configura eficiência no desenvolvimento das atividades empresariais e “a possibilidade de criação de valor, que se traduz no lucro operacional”, assim para o acionista, é importante a avaliação das atividades envolvidas no mercado que representam seu custo de oportunidade, ou seja, a mensuração do seu retorno mínimo do investimento realizado. (PADOVEZE, 2009, p. 574-575). “A criação de valor pela empresa, através de seus produtos, é operacionalizada pelo ativo. A criação de valor para os acionistas é parametrizada pelo custo de oportunidade capital desses acionistas [...] na figura do passivo” (PADOVEZE, 2009, p. 579).

Um mecanismo eficaz de governança corporativa reduz os riscos de ambição/expropriação/oportunismo, ou má alocação de recursos, aperfeiçoando a produtividade da empresa e divulgações, além de fornecer uma gestão alinhada no longo prazo em função do planejamento (BHOJRAJ E PARTHA, 2012).

A satisfação com relação aos benefícios futuros de um bom controle empresarial e informações divulgadas com presteza diminuem os riscos operacionais e melhoram os preços das ações realizadas no mercado; se há divulgação em menor quantidade, o controle é prejudicado e ocorrem as possibilidades de oportunismo, ou seja, o requerimento de vantagens por parte dos *shareholders* (executivos, controladores, acionistas) (FORKER, 2012).

Conforme Williamson (1985) oportunismo é quando há distorção das informações em detrimento de benefícios próprios, que servem para enganar, confundir os usuários destas.

O mercado acionário envolve riscos, os quais o investidor requer esta compensação na “remuneração oferecida pelo papel”, portanto, deve ser observado o “*timing* (momento oportuno) de entrar e sair do mercado”, em função das oscilações que podem ocorrer devido a desvalorização, por

exemplo. (ASSAF NETO, 2010, p. 170-171). “A identificação desse *timing* exige acompanhamento e análises de cenários econômicos, do mercado financeiro e desempenho da empresa e seus concorrentes” (ASSAF NETO, 2010, p. 170-171).

As variações em consequência dos fatos apontados acima, são ponderados em virtude das incertezas no processo do negócio e mostra a reação da empresa frente a estas forças internas e externas ao seu ambiente, impactando nos preços ofertados doravante estas provocações (GIMENEZ, OLIVEIRA, 2011, p. 194).

Para tanto, o investidor tem benefícios quanto a sua participação na empresa por meio da compra de ações, em forma dos dividendos distribuídos ou da valorização da ação, assim, há investimento em projetos que atraem positividade no mercado, concomitantemente, eficiência operacional e melhor preço para as ações. Quando um investidor possui ações de uma empresa, ele deve se “preocupar com três dimensões do investimento [...]: rentabilidade, risco e liquidez”, sendo estes relacionados ao retorno que terão (KERR, 2011, p. 98).

Este contexto de mudanças quer sejam institucionais ou de mercado, impactam nas decisões a serem tomadas pelo conselho de administração e podem modificar o ambiente interno redefinindo as práticas de governança corporativa. E este avanço pode ser percebido em seus resultados de balanço, em seu valor patrimonial, sua marca (ANDRADE, ROSSETTI, 2004, p. 311).

Uma empresa se torna eficaz a partir do momento que consegue remunerar todos os *stakeholders* envolvidos em seu negócio (clientes, fornecedores, investidores, governo – pelos fatos geradores de impostos), em função da utilização e transformação de seus recursos em trocas monetárias acima dos seus custos, gerando um ciclo virtuoso para a economia (GIMENEZ, OLIVEIRA, 2011, p. 196).

3 METODOLOGIA

Quanto aos meios, a pesquisa desenvolvida é um estudo de caso, documental e bibliográfica, pois, foram analisados os demonstrativos contábeis e relatórios gerenciais da empresa em questão e consulta a bibliografias físicas e virtuais a respeito do assunto. Conforme Vergara (2005, p.49) o estudo de caso “é o circunscrito a uma ou poucas unidades, entendidas essas como pessoa, família, produto, empresa, órgão público, comunidade ou mesmo país. Tem caráter de profundidade e detalhamento”. Alega que uma pesquisa documental “é realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza, ou com pessoas, registros, anais, balancetes,... e outros” (Vergara, 2005, p. 48). Já Bibliográfica “é o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral”. (VERGARA, 2005, p. 48).

Quanto aos fins é quantitativa, qualitativa, analítico-descritiva, uma vez que, foram identificados métodos a serem empregados a fim de verificar, se, à luz da governança corporativa, as informações contábeis/financeiras - com relação ao resultado operacional - influenciam nas decisões de investimento relacionadas aos *stakeholders*, consequentemente a movimentação no mercado de capitais, no que se refere ao preço das ações. “Abordagem quantitativa e abordagem qualitativa, [...] cabe referir-se a conjuntos de metodologias, envolvendo, eventualmente, diversas referências epistemológicas”. (SEVERINO, 2007, p. 119). Uma pesquisa descritiva visa pormenorizar características de uma população. Analisando-se relações entre variáveis/níveis em que se encontram, conforme indica Gil (2010, p. 27-28).

Conforme cita Assaf Neto (2010, p. 182) “a adoção de boas práticas de Governança Corporativa proporciona maior confiança aos investidores, com reflexos sobre o valor de mercado das ações”.

Os fatores internos podem ser analisados com base em suas demonstrações financeiras, sendo obrigatória a sua divulgação por parte das empresas listadas na Bolsa de Valores. Os fatores externos são os que influenciam direta ou indiretamente o seu desempenho, sendo o retorno do mercado, a demanda, o crescimento do PIB, as taxas de inflação, câmbio, moeda estrangeira, o mercado acionário, enfim, todo o contexto macroeconômico (KERR, 2011, p. 99).

Silva, Carvalho e Nunes (2012), também observaram que as variações no preço de uma ação e as que afetam os ativos desenvolvem-se em função de condições macroeconômicas e ainda em relação as notícias divulgadas e o controle da administração.

Silva e Lopes Fávero (2012) trabalharam duas teorias, sendo: a Teoria Convencional e Teoria da Confiança, em que a primeira

diz que a variação do preço das ações ocorre em consequência da tentativa de antecipação às alterações na rentabilidade da empresa. Já a segunda

[...] diz que o fator que leva a alteração do preço das ações é na verdade o aumento ou a diminuição da confiança dos investidores no futuro do preço da ação, da rentabilidade da empresa e dos dividendos [...].

Assim, assumindo as premissas acima em relação a governança corporativa e sua influência na gestão e no mercado, foram estabelecidas as seguintes hipóteses:

H₀: Tendo como base a governança corporativa, há influência no resultado operacional, porém não influencia diretamente os investidores e consequentemente o retorno no preço das ações.

H₁: Tendo como base a governança corporativa, há influência no resultado operacional e influencia diretamente os investidores e consequentemente o retorno no preço das ações.

Para a análise dos dados utilizou-se o modelo de regressão linear múltipla, representado pela equação a seguir, que é uma expansão da regressão linear simples, conforme Rossetti *et al* (2008, p. 177). Para tanto, o modelo por ser expandido para mais variáveis explicativas que demonstram que a variável dependente pode ser influenciada por outras (ROSSETTI *et al*, 2008, p.117):

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \varepsilon_i \quad (1)$$

“Em que y é a variável dependente, x₁ e x₂ são as variáveis explicativas, ε é o termo de erro ou perturbação estocástica” (ROSSETTI *et al*, 2008, p. 177).

Desta forma, a variável dependente é o preço da ação em função do seu retorno pelos investidores. E para as variáveis independentes temos o Quadro 1, pela inter-relação dos índices propostos com a governança corporativa em função do objetivo de longo prazo, como informado por Rossetti *et al* (2008, p. 9).

Quadro 1: Variáveis independentes de relação com a Governança Corporativa

Indicadores	Índice	Fórmula	Fonte
Lucratividade	Margem EBITDA	EBITDA/Receita Líquida	ROSSETTI <i>et al</i> , 2008, p. 73-74.
	Margem operacional	EBIT/Receita Líquida	ROSSETTI <i>et al</i> , 2008, p. 74.
	Margem líquida	Lucro Líquido / Vendas Líquidas	RIBEIRO, 1999, p. 146-147.
Rentabilidade	Rentabilidade do PL	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	RIBEIRO, 1999, p. 149-150.
	Lucro por ação	Lucro líquido/nº ações emitidas	ROSSETTI <i>et al</i> , 2008, p. 74.
	Retorno sobre o investimento (ROI)	Lucro líquido/ investimento médio	ROSSETTI <i>et al</i> , 2008, p. 74.
	Retorno sobre o ativo (ROA)	Lucro líquido / ativo total médio	ROSSETTI <i>et al</i> , 2008, p. 74-75.
	Retorno do capital empregado (ROCE)	Margem de Lucro X Giro do Ativo	ROSSETTI <i>et al</i> , 2008, p. 516.

Fonte: Elaborado pelos autores

Onde a Margem de Lucro no ROCE é: NOPLAT / Receita Líquida (ROSSETTI *et al*, 2008, p. 516). Sendo NOPLAT: Lucro operacional após o imposto de renda e contribuição social sobre o lucro (ROSSETTI *et al*, 2008, p. 514).

Para minimizar as distorções em função dos desvios entre os valores observados, utilizou-se o método dos mínimos quadrados (ROSSETTI *et al*, 2008, p. 174). Analisou-se também o Coeficiente de determinação (R^2), em que é “uma medida útil à regressão. [...] Esse coeficiente mede a porcentagem da variação de y que pode ser explicada pela variação de x na equação [...]” (KERR, 2011, p. 53). Além de permitir “que se conheça a parte do risco de uma empresa explicada pelas condições de mercado, o denominado risco sistemático (taxas de juros, política econômica, etc.) [...]” (ASSAF NETO, 2010, p. 253).

Os dados foram coletados do banco de dados Economatica® e submetidos às análises de regressão linear múltipla e testes para validação das hipóteses por meio do programa estatístico Stata™ e funções de análises do Excel®.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Inicialmente tem-se uma análise resumida da estatística descritiva para progredirmos no desenvolvimento da pesquisa e verificarmos se as informações em relação ao resultado operacional agem com influência para a tomada de decisões dos *stakeholders* provocando impacto no preço das ações.

Considerando um nível de significância de $\alpha = 0,05$, para validação da hipótese nula e com base no teste-*t* e no valor-*p*, foi feita uma regressão para cada variável, a fim de uma melhor comparação e consequentemente melhor explicação para o preço da ação.

Tabela 1 – Estatística descritiva para as variáveis em estudo

Variável	Obs	Média	Desvio padrão	Mín	Máx
Preço da ação	8	23,60875	11,53749	9,67	40,12
Margem EBTIDA	8	24,1	0,8451543	22,8	25,5
Margem Operacional	8	22,025	1,041633	20,4	23,5
Margem líquida	8	15,7375	1,210593	14,3	17,4
Rentabilidade do PL	8	68,125	6,137415	59,2	76,1
Lucro por ação	8	2,10418	1,307770	1,08	4,67
ROI	8	44,29875	8,855027	34,1	55,99
ROA	8	25,77375	3,142165	21,91	29,67
ROCE	8	9,39125	0,7449724	8,22	10,23

Fonte: Adaptado do programa estatístico Stata™

Conforme os dados apresentados na TAB. 1, a amostra possui desvios padrões baixos em relação à média indicando baixa dispersão a esta. Exceto para o Preço da Ação e o Lucro por Ação em que os níveis foram maiores, evidenciando os riscos do mercado de capitais e do contexto macroeconômico – taxas de juros, de câmbio, políticas econômicas desenvolvidas pela empresa a fim de maximização do resultado, o que aumenta os investimentos e produção, entre outros – a que estão sujeitas a variável dependente. Evidenciando que os riscos afetos ao contexto econômico também surtem grandes efeitos no preço das ações e no resultado econômico da empresa.

A variabilidade do preço da ação é maior no ano de 2004 em relação à média aritmética, provavelmente em função da abertura de capital da empresa neste ano, e consequentemente há maior expectativa em relação ao retorno esperado pelos acionistas. Concomitantemente a variável Lucro por Ação surte efeito e há da mesma forma uma dispersão maior à média, o que se verifica no resultado do desvio-padrão de 1,31 para 2,10 o valor da média. Assim, mesmo com o IPO, os investidores se sentem inseguros quanto à sua remuneração conforme o capital investido.

Em relação ao Teste-*t*: duas amostras presumindo variâncias equivalentes, de acordo com TAB. 2 e TAB. 3, analisou-se a influência de cada variável independente em relação ao preço da ação ficando apontado o seguinte resultado: com um nível de significância de $\alpha = 0,05$, a hipótese nula é rejeitada, uma vez que o valor de *t* foi menor em relação ao *t* crítico para seis variáveis (Margem EBTIDA, Margem Operacional, Margem Líquida, Rentabilidade do PL, ROI e ROA), mas se em relação ao valor-*p* que foi maior que a significância para metade das variáveis (Margem EBITDA, Margem operacional, Margem líquida e ROA), aceitamos a hipótese nula, demonstrando que pode não haver relação da variável preço da ação com estas.

Tabela 2 - Teste-*t*: duas amostras presumindo variâncias equivalentes
(variáveis que não rejeitaram H_0)

	<i>Preço da ação X Margem Ebtida</i>	<i>Preço da ação X Margem Operacional</i>	<i>Preço da ação X Margem Líquida</i>	<i>Preço da ação X ROA</i>
Média	23,60875	23,60875	23,60875	23,60875
Variância agrupada	66,91393482	67,09929196	67,28955982	71,49919027
Stat t	-0,120108647	0,386685293	1,919109955	-0,51235133
P(T<=t) bi-caudal	0,906103728	0,704802964	0,075588879	0,6163924
t crítico bi-caudal	2,144786688	2,144786688	2,144786688	2,144786688

Fonte: Adaptado do programa estatístico Stata™

Tabela 3 - Teste-*t*: duas amostras presumindo variâncias equivalentes
(variáveis que rejeitaram H_0)

	<i>Preço da ação X Rentabilidade do PL</i>	<i>Preço da ação X Lucro por ação</i>	<i>Preço da ação X ROI</i>	<i>Preço da ação X ROCE</i>
Média	23,60875	23,60875	23,60875	23,60875
Variância agrupada	85,39072054	67,41192359	105,7623083	66,83311194
Stat t	-9,634811654	5,238325236	-4,023416318	3,477855714
P(T<=t) bi-caudal	1,47799E-07	0,000125489	0,001257011	0,00369428
t crítico bi-caudal	2,144786688	2,144786688	2,144786688	2,144786688

Fonte: Adaptado do programa estatístico Stata™

Assim, há evidências para que a hipótese nula não seja rejeitada, fazendo-se acreditar que o preço da ação não tenha se alterado em função do resultado operacional por estes índices.

Na estatística de regressão linear múltipla foi realizada primeiramente para os índices que rejeitaram a H_0 conforme teste-*t*, e depois para as variáveis que não rejeitaram a hipótese nula, pois, não foi possível se chegar a um resultado explicativo empregando todas as variáveis juntas, em função de restrição da quantidade de variáveis independentes pelos programas utilizados.

De acordo com a TAB. 4, percebe-se a baixa correlação existente entre essas variáveis, como demonstrado no R^2 ajustado, em que somente 0,61% do preço da ação é explicado pela variação de Rentabilidade do PL, Lucro por ação, ROI e ROCE. E os outros 94% são em virtude das condições de mercado, portanto, tem-se baixa interpretação deste resultado, insignificante para a inter-relação e verificação da influência. Em relação a média do preço da ação de R\$ 23,61, o erro de R\$ 11,50 para o desvio-padrão desta variável, indica grande dispersão em relação a reta estimada, em decorrência dos fatos já mencionados.

Tabela 4 - Estatística de regressão para variáveis que rejeitaram H_0

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,757664768
R-Quadrado	0,574055901
R-quadrado ajustado	0,006130436
Erro padrão	11,50206676
Observações	8

Fonte: Adaptado do programa Excel®

Em relação a primeira confrontação de dados, conforme TAB. 5, a análise de regressão para estas variáveis que rejeitaram H_0 pelo teste-*t*, não foram significativas uma vez que t_7 = 1,8946, pela tabela de probabilidade para um nível de significância de 0,05 e 7 graus de liberdade ($n - 1$), além do valor-*p* maior que 0,05, a hipótese nula não é rejeitada. Com 95% de confiança, conclui-se que para estas variáveis explicativas não há influência diretamente no preço da ação, desta forma, estas informações não são tomadas individualmente como base para as decisões de investimentos dos acionistas, em geral os *stakeholders*, mesmo que se perceba a governança corporativa como centro dos negócios.

Tabela 5 - Resultado da reta estimada para variáveis que rejeitaram H_0

<i>Variáveis</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-p</i>
Interseção	1,726859605	0,182646999
Rentabilidade do PL	-0,771509266	0,496603528
Lucro por ação	0,617171642	0,580800177
ROI	-0,693875837	0,537661669
ROCE	-0,668326208	0,551749482

Fonte: Adaptado do programa Excel ®

Para as variáveis explicativas da TAB. 6 que não rejeitaram H_0 pelo teste- t (Margem EBTIDA, Margem Operacional, Margem Líquida e ROA), foi apresentado uma explicação de 54% para a variação no preço da ação e baixa dispersão à média, com erro de 7,83. O resultado evidenciou na TAB. 7 para o valor- p maior que 0,05 e menor que 95% de confiança, exceto para a Margem Líquida, temos que não há influência destas que impactam no preço da ação. Porém, a Margem Líquida rejeita a hipótese nula o que indica que para esta a hipótese alternativa é verdadeira. Desta forma esta variável é significativa, assumindo que há influência do Lucro Líquido, em virtude dos bons resultados no desempenho da empresa.

Tabela 6 - Estatística de regressão para variáveis que não rejeitaram H_0

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,895769089
R-Quadrado	0,80240226
R-quadrado ajustado	0,538938607
Erro padrão	7,83412627
Observações	8

Fonte: Adaptado do programa Excel ®

Tabela 7 - Resultado da reta estimada para variáveis que não rejeitaram H_0

<i>Variáveis</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-p</i>
Interseção	0,708824707	0,529550602
Margem EBITDA	-1,056638507	0,368239102
Margem operacional	1,369966415	0,264222344
Margem líquida	0,050060495	0,963220749
ROA	-1,389830662	0,258757854

Fonte: Adaptado do programa Excel ®

Apesar da variável independente Lucro por Ação não ser significativa neste estudo, a Margem Líquida, tendo como base o Lucro Líquido, corrobora com os resultados obtidos por Gonçalves *et al* (2012) em que verificou-se que o Lucro Líquido por Ação explicou melhor as variações no preço da ação em função do processo de convergência contábil internacional. Sendo verificado também por Macedo, Machado e Machado (2011) que

dentre outros argumentos, ressaltam que o ganho informacional do LLPA pode estar associado à redução no conservadorismo e a introdução do conceito do valor justo na prática contábil, que, de maneira geral, tendem a deixar o Lucro mais próximo da realidade econômica da empresa, rompendo o paradigma de que o Lucro Líquido é uma cifra “meramente contábil”.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo objetivou verificar se para o mercado de capitais em razão da Governança Corporativa praticada pela empresa, o resultado operacional por meio dos índices explanados, influenciam os *stakeholders* o que provocaria um impacto no preço das ações. Diante do exposto, o

resultado obtido demonstrou que o reflexo na variável dependente surtiu efeito significativo apenas da variável explicativa: Margem Líquida.

Percebe-se que as informações referentes a Governança Corporativa vivida pela gestão são relevantes para o mercado de capitais, o que pode ser verificado no aprofundamento das literaturas físicas e virtuais do presente estudo e nos resultados conforme divulgação das Demonstrações Contábeis.

Assim, em razão da melhor explicação por parte desta variável, presume-se a possibilidade de maior retorno para os acionistas devida a valorização da marca, posicionamento competitivo favorecido no *Market share*, investimento em tecnologia e eficiência para produção, apoiados na Governança Corporativa como meio de melhorar o relacionamento com o público (clientes, fornecedores, governo...), transparência da gestão, conforme divulgados nos relatórios da administração anuais da empresa (NATURA RI, 2012). O que garante maiores vendas, aumento do capital circulante líquido em função de uma maior rentabilidade e alavancagem operacional conseguida pela abertura de capital, conseqüentemente, uma valorização no retorno esperado.

Condizente com o estudo realizado por Santos e Lustosa (2012), em que ficou evidente que as variações das despesas são mais efetivas no preço da ação que a variação das receitas, portanto, o resultado operacional deve ser desmembrado para uma melhor constatação do impacto deste perante as decisões dos *stakeholders*.

Ou seja, as despesas para operacionalização importantes como as que envolvem aumento e eficiência de produtividade, gastos com publicidade e propaganda e outros, valorizam a marca, atraem positividade aos seus produtos e consolidação do mercado de que faz parte, gerando um ciclo virtuoso economicamente e atrativo para o mercado de capitais que reflete na valorização do preço da ação negociada.

Como houve limitação do estudo de apenas uma empresa analisada, os resultados ficaram aquém do esperado. Sugere-se ampliação por setor ou mesmo das empresas que fazem parte de um determinado nível de governança corporativa para verificação dos resultados se há impacto significativo das variáveis explanadas.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004. 412p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2002. 320p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 9ª ed. 3. reimpr. São Paulo: Atlas, 2010. 318p.

BARBEIRO, Heródoto. **CBN Mundo Corporativo**. São Paulo: Futura, 2006. 175p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em <www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>. Acesso em 09 ago. 2012.

FERNANDES, Edison Carlos. Governança Corporativa vai muito além da transparência. **Jornal Valor Econômico**, nº 15, out. 2009. Disponível em: <<http://www.fipecafi.org/news/2009-10/informativo-quinzenal-fipecafi-15.htm>>. Acesso em 10 ago. 2012.

FORKER, John J.. *Corporate Governance and Disclosure Quality*. **Accounting and Business Research**. Vol. 22. No. 86. pp. 111-124, 1992. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.1992.9729426>>. Acesso em 08 ago. 2012.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2010. 184p.

GIMENEZ, Levi; OLIVEIRA, Antônio Benedito Silva. **Contabilidade para gestores: uma abordagem para pequenas e médias empresas**. São Paulo: Atlas, 2011, 226p.

GONÇALVES, João Constantino *et al.* Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12., 2012. São Paulo, **Anais...**

São Paulo: USP, 2012. Disponível em: <http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos122012/404.pdf>>. Acesso em 03 set. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em 10 ago. 2012.

KERR, Roberto Borges. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Pearson Prentice, 2011. 230p.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa**: o governo da empresa e o conselho de administração. 8ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000. 190p.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. **Análise da Relevância da Informação Contábil no Brasil num Contexto de Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade**. In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS – ADCONT, 2, 2011, Rio de Janeiro, Disponível em: <http://www.facc.ufrrj.br/ocs/index.php/adcont/adcont2011/paper/view/341>>. Acesso em: 27 jan 2012.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**: contabilidade empresarial. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2009. 289p.

MEIRELLES, Guilherme. Estudo da FGV-EASP mostra incremento no lucro e no PL nos balanços: mudanças ampliam base para a distribuição de dividendos. **Jornal Valor**, seção: Especial IFRS, pág. H12, 31 jan. 2012. Disponível em <http://www.fipecafi.org/news/2012-03/informativo-mensal-fipecafi-43.html>>. Acesso em 10 ago. 2012.

NATURA RI. Disponível em: <http://natura.infoinvest.com.br/?language=ptb>>. Acesso em 14 ago. 2012.

ORSI, Siobhan. *New Responsibilities on Auditors to Assess Consistency of Corporate Governance Statement with the Financial Statements*. **Chartered Accountants Ireland. Corporate Governance Articles**. Disponível em : <http://www.charteredaccountants.ie/Members/Technical/Corporate-Governance/Corporate-Governance-Articles/New-Responsibilities-on-Auditors-to-Assess-Consistency-of-Corporate-Governance-Statement-with-the-Financial-Statements---Siobhan-Orsi-FCA/>>. Acesso em 10 ago. 2012

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Contabilidade gerencial** : um enfoque em sistema de informação contábil. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2009, 629p.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. 2a. edição revisada e atualizada. São Paulo: Globo, 2007.

RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e análise de balanços fácil**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 1999. 269p.

ROSSETI, José Paschoal *et al.* **Finanças Corporativas**: teoria e prática empresarial no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. 604p.

BHOJRAJ Sanjeev; PARTHA Sengupta. *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*. **The Journal of Business**, Vol. 76, No. 3 (July 2003), pp. 455-475. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/10.1086/344114>>. Acesso em 14 set. 2012.

SANTOS, Mateus Alexandre Costa dos; LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. O efeito dos componentes do lucro contábil no preço das ações. **Revista UnB Contábil** – Universidade de Brasília. v. 11, n. 1-2, p.87-103, Jan./Dez. 2008. Disponível em: <http://www.cgg-amg.unb.br/index.php/contabil/article/view/30>>. Acesso em 03 set. 2012.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The accounting Review** 73. 1998.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do trabalho científico**. 23 e. rev. e atual. São Paulo: Cortez, 2007. 304p.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*. **The Journal of Finance**, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), pp. 737-783. HARVARD UNIVERSITY DEPARTMENT OF ECONOMICS – Faculty. Disponível em: <<http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/SurveyCorpGov.pdf>>. Acesso em 10 set. 2012.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; CARVALHO, Claudilene Chaves de; NUNES, Danielle Montenegro Salomé. O que move o preço da ação? Uma abordagem sobre a influência das notícias no mercado acionário. **REUNIR** – Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade. Vol. 2, nº 3, p. 1-13, Mai-Ago/2012. Disponível em: <<http://150.165.111.246/revistaadmin/index.php/uacc/article/view/50>>. Acesso em 16 ago. 2012.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2005. 535p.

SILVA, Ricardo Franceli da; LOPES FÁVERO, Luiz Paulo. O impacto da divulgação das informações contábeis na variação do preço de ativos no mercado financeiro. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 7., 2007. São Paulo, **Anais...** São Paulo: EAC/FEA/USP, 2007. Disponível em: <www.congressousp.fipecafi.org/artigos72007/40.pdf>. Acesso em 26 set. 2012.

TORRES, Fernando. Ativo maior, dividendo menor: nova norma contábil muda critérios de depreciação e deverá ter impacto negativo sobre o resultado das empresas. **Jornal Valor Econômico**. Disponível em <<http://www.fipecafi.org/news/2009-12/informativo-quinzenal-fipecafi-17.htm>>. Acesso em 10 ago. 2012.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005. 96p.

WEFFORT, Elionor Farah Jreige. **O Brasil e a harmonização contábil internacional**: influência dos sistemas jurídico e educacional, da cultura e do mercado. São Paulo: Atlas, 2005. 231p.

WILLIAMSON, O. E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes', **Journal of Economic Literature**, December, 1985.