

OS IMPACTOS DA DIVULGAÇÃO FINANCEIRA NA PRECIFICAÇÃO DAS AÇÕES DAS INDÚSTRIAS AGROPECUÁRIAS PARTICIPANTES DA BOVESPA

THE IMPACT OF FINANCIAL DISCLOSES ON THE STOCKS PRICES OF BOVESPA'S AGRIBUSINESS COMPANIES

ANA LARISSA ALENCAR SANTANA¹
ANDRÉ MACHADO²

RESUMO: A teoria da divulgação é um assunto que já vem sendo abordado na pesquisa positiva internacional em Contabilidade desde a década de 80. Dentro desta teoria está a linha de pesquisa sobre divulgação baseada em associação. A relevância da informação contábil nos mercados financeiros é uma das áreas mais estudadas na academia da contabilidade por ser um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, pesquisadores, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos e outros agentes. O setor da agropecuária foi o que teve maior crescimento na economia brasileira em 2007 e nos últimos anos tem obtido um PIB superior ao PIB total do país. O objetivo deste estudo é verificar os efeitos da divulgação financeira na precificação das ações das indústrias agropecuárias participantes da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Para isso, o critério utilizado foi o cálculo dos indicadores econômico-financeiros das empresas com base nas demonstrações contábeis publicadas em 2006 e 2007. Para o levantamento dos dados foi utilizado o software Economática®. Os resultados apontam que há uma relação entre os indicadores econômico-financeiros e a valorização das ações.

Palavras-Chaves: Agronegócio, informação contábil, precificação de ações

ABSTRACT: The disclose theory has been discussing in the international accounting positive approach since the 80's. Inside this theory lie the studies based on financial rates and their associations. The relevancy of accounting disclosure it is one of most area in the accountant academy because the necessity of use from practitioners, stocks brokers, researchers, corporate and private investiture, bank of investments and others agencies. The agribusiness had the biggest growth in the 2007's Brazilian Economic and lately has been getting a GDP (Gross Domestic Product) higher than the total Brazilian's GDP. The objective of the papers is verify the effect of discloses in the stock price of BOVESPA's listed agribusiness companies. Therefore, the criteria used were companies' financial ratios based on financial information between 2006 and 2007. For data research collection were used the Economática® software. The results point for the relation between the financial ratios and the stock's value.

Key-words: Agribusiness, Accounting discloses, stocks prices

Sumário: Introdução - 1 Teoria Positiva da Contabilidade - 1.1 As pesquisas no Brasil envolvendo a Teoria da Divulgação - 2 Revisão de Literatura - 3 A Relevância da Informação Contábil nos Mercados Financeiros - 3.1 Análise das Demonstrações Contábeis - 4 As Indústrias Agropecuárias participantes da Bovespa em 2008 - 5 Delineamento da Pesquisa e Questões Metodológicas - 5.1 Natureza do Estudo - 5.2 População e Plano Amostral - 5.3 Coleta de Dados e Instrumento - 5.4 Variáveis de Interesse na Pesquisa - 5.4.1 Indicadores Econômico-Financeiros - 5.4.2 A Hipótese de Mercado Eficiente e o Preço das Ações - 6 Análise dos Resultados - Considerações Finais - Referências.

¹Mestranda em Controladoria e Contabilidade pela USP FEA-RP, graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará, e-mail: lalialencar@yahoo.com.br

²Mestrando em Controladoria e Contabilidade pela USP FEA-RP, graduado em Ciências Contábeis pela PUCAMP, e-mail: amachado48@hotmail.com

INTRODUÇÃO

A abordagem positiva da Contabilidade, ao contrário da abordagem normativa, aproxima o estudo da Contabilidade com o da Economia e procura através de estudos empíricos explicar como os fenômenos realmente acontecem. Na abordagem positiva a ênfase da contabilidade está na perspectiva baseada na informação.

A teoria da divulgação em sua linha de pesquisa sobre a divulgação baseada em associação procura examinar a relação entre a divulgação e as mudanças nas atividades dos investidores e competidores no mercado de capitais visando maximizar suas riquezas individuais.

A agropecuária é um dos setores que mais vem se destacando na economia brasileira apresentando nos últimos anos o PIB Agropecuário superior ao PIB Total. Segundo o IBGE a agropecuária foi a atividade de maior crescimento em 2007. Atualmente, na Bovespa, existem 3 (três) empresas participantes do subsetor agropecuário: a Rasip Agro Pastoril S/A, a Renar Maçãs e a SLC Agrícola S.A.

O objetivo deste estudo é verificar os efeitos da divulgação financeira na precificação das ações das indústrias agropecuárias participantes da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). O trabalho divide-se da seguinte forma: primeiramente, são abordadas as teorias da contabilidade relacionadas ao tema. Alguns estudos realizados sobre o tema são relatados. Posteriormente, são detalhados o delineamento da pesquisa e suas questões metodológicas, para finalmente serem apresentados os resultados e algumas considerações finais.

1 TEORIA POSITIVA DA CONTABILIDADE

As pesquisas em Contabilidade com uma abordagem positiva são relativamente recentes e têm como fator determinante o rompimento com a tradição normativa, aproximando o estudo da contabilidade com o da economia.

A abordagem normativa preocupa-se com as recomendações contábeis advindas de órgãos reguladores e teóricos da contabilidade como, por exemplo, a questão do reconhecimento de receitas.

Na abordagem positiva a ênfase da contabilidade está na perspectiva baseada na informação, conhecida como *informational approach*.

Yamamoto e Salotti (2006, p.2) citam que “ao contrário das pesquisas normativas em teoria contábil e das práticas contábeis anteriores, a pesquisa positiva começa a utilizar as variações nos preços dos títulos como um objetivo, consequência externa para inferir se as informações das demonstrações contábeis são úteis para os participantes do mercado”.

Para Lopes e Martins (2005) nas proposições normativas procura-se o ideal,

enquanto nas positivas discute-se o que realmente acontece com os agentes econômicos.

Por exemplo, podemos discutir a questão da qualidade do lucro do ponto de vista normativo, isto é, endereçando aspectos como o conservadorismo no reconhecimento de receitas, etc. Ou podemos conduzir a discussão do ponto de vista positivo, verificando, por exemplo, o impacto da divulgação do lucro no comportamento do preço das ações da empresa (LOPES e MARTINS, 2005, p.4)

Proposições normativas e positivas possuem abordagens diferentes, sendo esta a que representa uma verdadeira “revolução” na pesquisa em ciências contábeis dada a sua característica de ser voltado para o fornecimento de informações aos usuários, um dos principais objetivos da contabilidade. Segundo Ludícibus (2006, p. 25) “O objetivo básico da Contabilidade, portanto, pode ser resumido no fornecimento de informações econômicas para os vários usuários, de forma que propiciem decisões racionais”.

Dentre as críticas em relação à abordagem normativa pode-se citar a falta de capacidade preditiva.

Na abordagem positiva (...) a preocupação está focada no entendimento do porquê da utilização do princípio pelas empresas. A estrutura normativa não possui capacidade preditiva devido à ausência de preocupação com o entendimento das práticas existentes. Pesquisas normativas não se propõem a prever o que ocorrerá com a contabilização de dado item; elas estão, normalmente, direcionadas à avaliação do tratamento dentro de critérios qualitativos. (LOPES e MARTINS, 2005, p.15)

Hendriksen (1999, p. 519) reforça a importância da capacidade preditiva mencionando que na divulgação financeira os investidores estão interessados principalmente nas perspectivas futuras da empresa, reforça esta idéia ao dizer que “uma maneira de ver as coisas diz que os contadores devem apresentar somente informações históricas e correntes que permitam aos investidores fazer suas próprias predições do futuro”.

Lopes e Martins (2005) comentam que a nova visão de uma perspectiva baseada na informação teve seu pilar fundamental estabelecida pelo FASB em 1987 no *Statement of Financial Accounting Concepts* nº 1, que afirmou:

Os relatórios financeiros devem fornecer informações que sejam úteis para os investidores atuais e futuros, credores e outros usuários na verificação dos montantes, periodicidade e incerteza relacionados aos seus recebimentos futuros de caixa... Uma vez que os fluxos de caixa dos investidores e dos credores estão relacionados aos fluxos de caixa da instituição, os relatórios

financeiros devem fornecer informações para ajudar os investidores, credores e outros usuários a verificar os montantes, periodicidade e incerteza relativos aos fluxos futuros de caixa da entidade relacionada (FASB apud Lopes e Martins, 2005, p. 13)

De acordo com a citação verifica-se que a ênfase das demonstrações financeiras está num modelo baseado na utilidade da informação para determinada finalidade tendo em vista um tipo de usuário. Esta é uma das facetas da abordagem positiva.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através da deliberação CVM nº 539/08 aprovou o Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis que dispõe sobre a Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, documento este elaborado a partir do *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements* (IASB). Este documento define os objetivos das demonstrações contábeis como sendo o de “fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica.” Através desta recente publicação nota-se, mais uma vez, a ênfase na utilidade da informação.

Percebe-se que com a abordagem positiva da Contabilidade, focada na informação, esta disciplina que antes era basicamente normativa, preocupada, por exemplo, com quais métodos contábeis utilizar, transformou-se numa disciplina mais “científica” abrangendo questões econômicas e fundamentações estatísticas.

Lopes e Martins (2005, p.5) mencionam que a abordagem da informação foi fortemente influenciada por dois modelos desenvolvidos pela economia financeira: “1. O modelo de precificação de ativos financeiros (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*)³; e 2. A hipótese dos mercados eficientes (*efficient market hypothesis, EMH*)^{2,4}.”

Esses dois modelos forneceram as bases para que os pesquisadores verificassem como o mercado reage à informação emanada pela contabilidade e o quanto o mercado é eficiente em termos da informação contábil.

Entende-se a hipótese do mercado eficiente como sendo aquela na qual toda informação disponível, seja ela passada, pública ou privada, está refletida nos preços. Campell (apud Lopes e Martins, 2005, p.5) seguindo a hipótese da eficiência na sua forma semiforte diz que “um mercado pode ser dito eficiente se os preços existentes nesse mercado refletem todo o conjunto de informações públicas passadas e presentes, de forma que é impossível a realização de qualquer tipo de lucro anormal (acima da remuneração pelo risco do título) usando esse conjunto de informações”. Assim, na hipótese semiforte os preços no mercado devem refletir toda informação

³Modelo de precificação de ativos financeiros – modelo que define o retorno esperado de um ativo em função de seu risco sistêmico.

⁴Hipótese do mercado eficiente – hipótese na qual toda informação disponível (dentro de três níveis, informação passada, pública e privada) esta refletida nos preços.

disponível imediatamente.

Lopes e Martins (2005, p.6) levantam duas questões fundamentais para a contabilidade: será a contabilidade relevante para investidores no mercado financeiro? Será o mercado financeiro eficiente com respeito à informação contábil?

Yamamoto e Salotti (2006, p.1) comentam que a abordagem positiva traz novos desafios, bem como a busca da explicação das relações existentes entre a contabilidade e o valor das empresas no mercado de capitais. Ainda reforçam que as pesquisas contábeis internacionais passam a empregar intensamente a abordagem positiva, assumindo que o papel da contabilidade não é somente normativo.

Baseando-se no exposto o foco desta pesquisa está na abordagem positiva da contabilidade e tem como questão orientadora: *Quais os impactos da divulgação financeira na precificação das ações no mercado financeiro?*

1.1 As pesquisas no Brasil envolvendo a Teoria da Divulgação

A teoria positiva da Contabilidade, ao contrário do enfoque normativo, sugere a construção da teoria baseada em evidências empíricas, procurando descrever as situações que realmente estão ocorrendo e, além disso, fornecer capacidade preditiva, ou seja, prever o que irá ocorrer.

Segundo Yamamoto e Salotti (2005, p.54) “à luz dessa metodologia, diversas questões passaram a ser examinadas com maior rigor científico. Como exemplo, citaríamos a relevância das informações contábeis para determinados agentes econômicos, o papel da regulamentação...”. Assim, a pesquisa positiva em contabilidade objetiva explicar os fenômenos que estão acontecendo.

A teoria da divulgação é um assunto que já vem sendo abordado na pesquisa positiva internacional em Contabilidade desde a década de 80. Yamamoto e Salotti (2005) citam diversos exemplos sobre *papers* escritos sobre esse tema nos principais *journals* internacionais, tais como o trabalho de Verrecchia (1983) e Dye (1985).

O principal objetivo dessa linha de pesquisa é explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras, a partir de diversas perspectivas, como por exemplo, determinar qual é o efeito da divulgação de demonstrações contábeis no preço das ações, explicar quais as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente etc. (Yamamoto e Salotti, 2005, p.54)

Pela definição acima sobre o objetivo da teoria da divulgação percebe-se que esta e a teoria positiva da Contabilidade estão diretamente relacionadas, sendo a primeira uma corrente da segunda.

O estudo de Yamamoto e Salotti (2005) sobre a teoria da divulgação baseia-se nas principais idéias de Robert E. Verrecchia (2001), pesquisador incumbido de escrever o *survey* sobre o estado da arte da pesquisa contábil relacionada à Teoria da

Divulgação.

Uma das pretensões do estudo de Yamamoto e Salotti (2005) era fornecer subsídios de cunho teórico para que a teoria da divulgação fosse desenvolvida no Brasil, segundo comentários dos autores:

No Brasil, essa tendência de substituição do enfoque normativo pelo positivo também tem sido verificada, porém, esse processo é mais lento do que o ocorrido internacionalmente e ainda se verificam trabalhos de cunho normativo (...). Tendo em vista a importância e o desenvolvimento amplo do tema em nível internacional, aliados à discreta (ou ínfima) utilização dessas pesquisas para explicar fenômenos de divulgação de informações contábeis no Brasil, o presente artigo objetiva resumir as principais idéias de Verrecchia (2001), fornecendo, desse modo, subsídios de cunho teórico para que esse assunto seja desenvolvido também em âmbito nacional. (Yamamoto e Salotti, 2005, p. 54)

Verrecchia (apud Yamamoto e Salotti, 2005, p. 56) iniciou o seu *paper* argumentando que não há uma teoria da divulgação abrangente ou unificada e que na literatura da pesquisa sobre a divulgação não há nenhum paradigma central ou teoria bem integrada. Assim, o autor destaca que seu trabalho é um passo inicial em busca de uma teoria abrangente.

Em seu *paper* Verrecchia (apud Yamamoto e Salotti, 2005, p. 56) categorizou vários modelos que tratam da divulgação, propondo uma taxonomia a qual engloba três categorias amplas de pesquisa sobre divulgação em Contabilidade (Quadro 1).

Categorização dos Modelos de Pesquisa envolvendo a Teoria da Divulgação	
Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação (association-based disclosure);	Pesquisas com objetivo principal de investigar a relação ou associação entre a divulgação (o que sendo um processo exógeno) e as mudanças no comportamento dos investidores, os quais competem no mercado de capitais na forma de agentes individuais que maximizam a sua riqueza. É o estudo dos efeitos da divulgação nas mudanças das ações dos investidores, principalmente através do comportamento dos preços dos ativos em equilíbrio e o volume de negociação.
Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento (discretionary-based disclosure);	Pesquisas que identificam quais os motivos da divulgação, ou seja, procuram examinar como os gestores e/ou as empresas decidem divulgar determinadas informações.
Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência (efficiency-based disclosure).	Pesquisas sobre quais configurações de divulgação são as preferidas, na ausência de conhecimento passado sobre a informação, isto é, a divulgação ainda não ocorreu e, portanto, pode ser caracterizada como <i>ex ante</i> . Trabalhos classificados nesta categoria discutem quais os tipos de divulgação mais eficientes, ou seja, aqueles incondicionalmente preferidos.

Quadro 1: Categorização dos Modelos de Pesquisa envolvendo a Teoria da Divulgação segundo Verrecchia
Fonte: Elaborado pelos autores com base no estudo de Yamamoto e Salotti (2005, p.55)

O presente estudo enquadra-se na categoria “pesquisa sobre divulgação baseada em associação” objetivando estudar os efeitos da divulgação na precificação das ações das indústrias agropecuárias participantes da Bovespa.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Os estudos relativos a associação da divulgação de informações com o preço das ações podem ter um forte embasamento teórico com a teoria da divulgação que na linha de pesquisa sobre a divulgação baseada em associação procura examinar a relação entre o fenômeno da divulgação e as mudanças nas atividades dos investidores diversificados e competidores no mercado de capitais visando maximizar suas riquezas individuais.

Yamamoto e Salotti (2005, p. 56) em relação à realização da pesquisa sobre a divulgação baseada em associação explicam que “esse exame é realizado por meio da caracterização dos efeitos da divulgação nas ações cumulativas dos investidores individuais no momento em que a divulgação ocorre. Um exemplo particularmente interessante de relação analisada nesse tipo de pesquisa é a verificada entre a divulgação e a mudança de preços”.

Leão (apud Fassina et. al., 2006) observa que questões como a influência das demonstrações contábeis nos preços das ações, ou até que ponto essas demonstrações refletem adequadamente a gestão e são observadas pelos investidores como instrumento ativo no seu processo de decidir, entre as várias alternativas de aplicação financeira, fazem parte do cotidiano de vários centros de pesquisa nos países onde o mercado de capitais tem atuação significativa.

Fassina et. al (2006) realizaram um estudo sobre os indicadores econômico-financeiros e preço de ações, com uma abordagem na hipótese de mercado eficiente em empresas de carnes de aves e suínos no Brasil, algumas participantes da Bovespa, e chegaram a conclusão de que os preços das ações se alteram em proporções diferentes aos efeitos dos resultados contábeis evidenciados nas demonstrações contábeis. O critério utilizado foi o cálculo dos indicadores econômico-financeiros de cada empresa, com o objetivo de comparar entre os quatro períodos analisados, a evidenciação, ainda, que de forma simplificada, se os efeitos das informações e dos resultados contábeis influenciam ou não na variação do preço das ações destas empresas.

Hand (1990) em seu estudo demonstra que o preço das ações é determinado pelo investidor marginal. O investidor profissional, como os fundos de investimentos, são mais sofisticados e melhores para fazer análises de empresas com ações no mercado do que os não-profissionais. O preço das ações não sofrem alterações drásticas por profissionais que não respondem a informação a eventos que não tem efeito no valor da companhia. Uma vez que o investidor tem conhecimento, como experiência profissional e outras características pessoais, a precisão e interpretação da informação publicada refletem na sua própria capacidade de compreender a informação.

Bruni e Famá (1998, p. 77) em estudo sobre eficiência, previsibilidade dos preços e anomalia dos mercados de capitais discorrem sobre as anomalias de

calendário sobre o preço das ações dentre estas estão: a) o efeito janeiro, no qual as ações em geral, e especialmente, as ações de empresas com baixo valor de mercado, apresentariam retornos anormais durante o mês de janeiro; b) o efeito da mudança do mês, no qual as ações têm apresentado maiores retornos no último e quatro primeiros dias do mês; e c) o efeito segunda-feira, no qual as segundas seriam os piores dias para investimentos em ações.

Ainda no estudo de Bruni e Famá (1998, p. 79) os autores comentam o efeito de anúncios (*announcement based effects*) citando que “as mudanças de preços tendem a persistir após o anúncio oficial de novas informações. Ações com surpresas positivas tendem a apresentar subidas vagarosas de preços, da mesma forma que surpresas negativas acarretariam movimentos lentos para baixo”.

3 A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL NOS MERCADOS FINANCEIROS

A relevância da informação contábil nos mercados financeiros é uma das áreas mais estudadas na academia da contabilidade por ser um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos e outros agentes.

De acordo com Lameira (apud Fassina et. al., 2006), para que os investidores possam realizar investimentos e estudar as rentabilidades e as variabilidades dos retornos de determinado ativo financeiro, é necessário que existam informações disponíveis e que estas sejam confiáveis, tornando isso passível de ser executado.

Lopes e Martins (2005, p.9) mencionam que “... o mercado financeiro transforma-se em um “laboratório” para o teste do papel da contabilidade e de como essas informações interagem com os participantes desse próprio mercado. Teorias podem ser testadas e a tradicional abordagem normativa pode ser abandonada, pelo menos nesse nível.”

Logo, informações publicadas pelas empresas e a capacidade de interpretação por parte dos investidos são os dois elementos chaves que talvez resultem na alteração do preço da ação. Para se avaliar a interpretação do investidor faz-se necessário considerar as seguintes observações: a precisão da interpretação ou percepção, e novos julgamentos ou informações privilegiadas antes da divulgação ao público em geral.

3.1 Análise das Demonstrações Contábeis

Dentre as informações apresentadas pelas empresas aos seus investidores estão às demonstrações financeiras.

Leão (2001) comenta que a influência das demonstrações contábeis nos preços das ações é uma das questões que faz parte do cotidiano de vários centros de pesquisa nos países onde o mercado de capitais tem atuação significativa.

A análise das demonstrações financeiras abrange diversos critérios e tem como característica fornecer visão ampla da situação econômica ou financeira da empresa.

Assaf Neto (2006, p. 104) menciona que existem muitos critérios sofisticados de análise de balanços. Conforme Matarazzo (2007, p. 147) a análise de índices constitui a técnica de análise mais empregada.

Matarazzo (2007, p. 148) explica que o importante não é o cálculo de um grande número de índices, mas de um conjunto que permita conhecer a situação da empresa, segundo o grau de profundidade desejada da análise. Nesse sentido, como o objetivo do presente trabalho está em analisar a precificação das ações das indústrias agropecuárias participantes da Bovespa, o usuário que mais se destaca é o investidor participante do mercado de capitais.

Assaf Neto (2006) destaca que o enfoque segundo o qual a análise das demonstrações financeiras é desenvolvida pode variar conforme o interesse do analista e faz comentários quanto aos interesses dos acionistas:

Para os acionistas atuais da empresa (ou interessados em investir em suas ações), o objetivo da análise centra-se com maior nível de preferência sobre seus lucros líquidos e desempenho de suas ações no mercado e dividendos. Evidentemente, demonstram interesse também no risco financeiro (visualizado pelo dimensionamento de alavancagem financeira), como formas de melhor avaliar a taxa de retorno exigida, e na liquidez que fornece a capacidade financeira da empresa em distribuir dividendos (Assaf Neto, 2006, p. 104)

Para Fassina et. al (2006) os indicadores contábeis é um dos instrumentos de apoio ao processo decisório e objetivam evidenciar determinados aspectos da situação financeira ou econômica da empresa, considerada por Matarazzo (2007) a característica fundamental dos índices.

4 AS INDÚSTRIAS AGROPECUÁRIAS PARTICIPANTES DA BOVESPA EM 2008

O Brasil, no passado, chegou a ter nove bolsas de valores, mas atualmente a principal é a BM&FBOVESPA (fusão da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA) e da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F)). A BM&FBOVESPA é a maior bolsa de valores da América Latina e uma das maiores do mundo.

Conforme Andrezzo e Lima (2002, p. 328) bolsa de valores é o local aonde os investidores podem negociar seus títulos e valores mobiliários anteriormente emitidos,

permitindo maior liquidez a esses papéis e maior transparência, ou seja, são locais aonde a oferta e demanda por ações e títulos mobiliários possam ser realizados pelo melhor preço disponível, não pertencendo a órgãos públicos, mas as sociedades corretoras membros.

Atualmente na BOVESPA estão listadas 681 ações divididas em 10 Setores, conforme gráfico abaixo⁵:

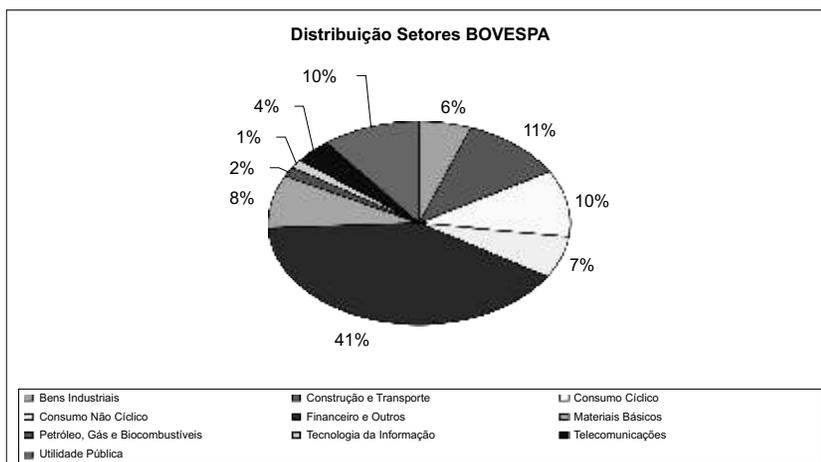


Gráfico 1: Classificação setorial das empresas participantes da Bovespa.
Fonte: Bovespa (2008)

Cada setor é dividido em subsetores os quais, por sua vez, são divididos em segmentos. A amostra deste trabalho encontra-se no setor “Consumo Não Cíclico”, subsetor “Agropecuária”, segmento “agricultura”, dentro do qual fazem parte 3 indústrias: Rasip Agro Pastoral S.A, Renar Maçãs S.A e SLC Agrícola S.A.⁶

A Rasip Agro Pastoral S/A dedica-se a produção e comercialização de maçãs e mudas de macieiras e videiras, e através de sua controlada, Randon Agropecuária Ltda, produz queijo e outros subprodutos derivados do leite⁷.

A Renar Maçãs além do fornecimento da fruta fresca e do mel faz o processamento de maçãs para a indústria alimentícia (clientes: MacDonald's, Ritter, Nutrimental, Cassineli, etc.) através da polpa de maçã congelada e desidratada⁸.

A SLC Agrícola S.A. tem como seus principais produtos o algodão, a soja e o milho. A empresa ainda produz café em uma de suas fazendas localizadas em Goiás⁹.

⁵<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>, acessado em 23/05/2008 às 20:00 hs

⁶<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>, acessado em 07/07/2008 às 14:43 hs

⁷<http://www.rasip.com.br/ri/index.html>, acessado em 07/07/2008 às 14:48 hs

⁸<http://www.renar.agr.br/ri/#>, acessado em 07/07/2008 às 14:55 hs

⁹<http://www.slcagricola.com.br/> acessado em 07/07/2008 às 15:05 hs

5 DELINEAMENTO DA PESQUISA E QUESTÕES METODOLÓGICAS

5.1 Natureza do estudo

No que tange à teoria da contabilidade esta pesquisa caracteriza-se como positiva. Friedman (*apud* Yamamoto e Salotti, 2006, p.2) menciona que a “pesquisa positiva constitui o desenvolvimento de uma teoria ou hipótese que produz validade e significativo prognóstico sobre fenômenos a serem observados”.

Do ponto de vista da forma de abordagem do problema esta pesquisa caracteriza-se como quantitativa, classificando e analisando os dados, requerendo o uso de recursos e técnicas de análise das Demonstrações Financeiras.

Quanto aos seus objetivos esta pesquisa caracteriza-se como exploratória, que segundo Gil (1991) visa proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Assume, em geral, as formas de pesquisas bibliográficas e estudos de caso.

5.2 População e Plano Amostral

Na Bovespa, em 2008, participam 681 ações, distribuídas em dez setores. Dentro do setor “Consumo Não Cíclico” encontra-se o subsetor “agropecuária” no qual está o segmento “agricultura” onde estão classificadas as três companhias as quais fazem parte deste estudo. Essas companhias são a Rasip Agro Pastoril S.A, Renar Maçãs S.A e SLC Agrícola S.A.

Para este estudo optou-se por escolher a agropecuária por ser um segmento que nos últimos anos vem se destacando na economia brasileira, conforme o estudo de Gasques e Bastos (2003) e as recentes informações divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Gasques e Bastos (2003) apresentaram em pesquisa sobre o crescimento da agricultura¹⁰ as taxas anuais de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) Agropecuário e do PIB Total.

Taxas Anuais de Crescimento do PIB Agropecuário e do PIB Total (em %)

Anos	PIB Agropecuário	PIB Total
1990 a 2002	3,18	2,71
1995 a 2002	3,49	1,97
1997 a 2002	4,57	1,86
1999 a 2002	4,29	2,32

Quadro 2: Fonte: Gasques e Bastos (2003, p.85) *apud* FGV *Conjuntura Econômica* de fevereiro de 2003; IPEA *Boletim de Conjuntura* nº 59

¹⁰GASQUES, José Garcia. BASTOS, Eliana Teles. Crescimento da Agricultura. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, Boletim de conjuntura nº 60, p. 95-93, mar. 2003.

Gasques e Bastos (2003, p. 85) comentam que ao se observar o período de 1990 a 2002, a agropecuária cresceu a uma taxa anual média de 3,18 (Quadro 2). Nesse período, as maiores taxas de crescimento são observadas nos últimos anos do período, tais como 1997 a 2002, onde o crescimento anual médio foi de 4,29%. Em todos os períodos apresentados, o PIB agropecuário cresceu muito além do PIB Total. Observa-se que o crescimento é elevado, notadamente nos últimos anos.

Os dados apresentados da pesquisa realizada por Gasques e Bastos (2003) se referem ao período de 1990 a 2002 e poder-se-ia supor que a realidade brasileira tenha mudado, mas uma pesquisa recente do IBGE revelou que o crescimento da agropecuária continuou em 2007.

Segundo o IBGE (2008), em 2007, o PIB cresceu 5,4%, sendo a agropecuária a atividade de maior crescimento em 2007, conforme o IBGE (2008)¹¹ “O resultado do valor adicionado decorreu do desempenho da agropecuária (5,3%), indústria (4,9%) e serviços (4,7%). O crescimento da agropecuária deveu-se principalmente à lavoura, com destaque positivo para trigo (62,3%), algodão herbáceo (33,5%), milho em grão (20,9%), cana (13,2%) e soja (11,1%). Os produtos em queda foram café em grão (-16,7%), arroz em casca (-3,7%) e feijão (-4,4%)”.

Assim, mostra-se que a relevância da agropecuária para a economia brasileira é constante.

5.3 Coleta de dados e Instrumento

Definidas as variáveis de interesse na pesquisa coletaram-se as demonstrações financeiras anuais das empresas nos anos de 2006 e 2007. Em seguida, foram calculados os indicadores econômico-financeiros dos anos, assim como as respectivas cotações das ações das empresas. Após esse levantamento, aplicou-se a análise dos dados obtidos.

5.4 Variáveis de Interesse na Pesquisa

5.4.1 Indicadores econômico-financeiros

A definição das variáveis contábeis que impactam os preços das ações é de difícil escolha dado que existem diversos itens além daqueles abrangidos pela contabilidade que podem influenciar na precificação, esta é uma das principais dificuldades deste tipo de pesquisa.

Uma difícil resposta para isso são as dificuldades encontradas para explicar quais variáveis contábeis impactam, de fato, os preços das ações, de que forma isso acontece ou com que intensidade e em que tempo, pois o grande desafio está em identificar a influência da contabilidade na formação do preço da

¹¹http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/noticia_visualiza.php?id_noticia=1106&id_pagina=1, acessado em 07/07/2008 as 15:57

ação, considerando a existência de outros itens, tais como variáveis macroeconômicas e políticas governamentais, as quais também interferem nos preços das ações e, conseqüentemente, no valor de mercado das empresas (YAMAMOTO e SALOTTI, 2006, p.1)

O critério utilizado foi o cálculo dos indicadores econômico-financeiros de cada empresa, com o objetivo de comparar entre os dois períodos analisados. A escolha destes indicadores foi influenciada por estudo realizado por Fassina et. al (2006) que teve como objetivo discutir alguns aspectos da relação existente entre os indicadores econômico-financeiros e a variação do preço de ações com base na Hipótese do Mercado Eficiente em empresas líderes do setor de processamento de carnes de aves e suínos do Brasil. Apesar da pesquisa ter sido realizada em setor diferente do que está sendo estudado neste artigo, nada impede que as variáveis aplicadas naquele estudo, os indicadores econômico-financeiros, sejam aplicadas no setor agropecuário dado que os indicadores econômico-financeiros são instrumentos de apoio ao processo decisório dos usuários da Contabilidade de forma generalizada, não sendo a sua utilização restrita a determinado setor.

A análise das demonstrações financeiras da qual se obtém os dados para obtenção dos indicadores econômico-financeiros desperta enorme interesse tanto para os administradores internos da empresa, como para os diversos segmentos de analistas externos, conforme Assaf Neto (2006, p.102) que ainda explica que “a análise das demonstrações financeiras visa fundamentalmente ao estudo do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período do passado, para diagnosticar, em conseqüência, sua posição atual e produzir resultados que sirvam de base para a previsão de tendências futuras”. Assim, este tipo de análise é útil para aos investidores, maiores interessados em empresas participantes do mercado de capitais, dado que a previsão do que irá ocorrer ou não em determinada empresa pode afetar a decisão do mesmo.

5.4.2 A Hipótese de Mercado Eficiente e o Preço das Ações

Para execução deste trabalho adota-se a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), onde segundo Fama (apud Bruni e Famá, 1998, p.71):

O mercado seria um local onde empresas poderiam tomar decisões de produção e investimentos e investidores poderiam escolher ativos que representassem a posse destas empresas (de suas atividades e decisões tomadas) sob a prerrogativa de que os preços dos ativos sempre refletiriam inteiramente todas as informações relevantes disponíveis.

Yamamoto e Salotti (2006 p.3) defendem o uso da hipótese da eficiência de mercado para determinados estudos apesar das críticas de alguns pesquisadores.

Observa-se que a hipótese da eficiência de mercado é apenas teórica, utilizada como recurso para racionalização de modelos; alguns estudos mais recentes têm assumido a hipótese de eficiência fraca e semiforte, pois, na prática, nem mesmo no mercado norte-americano a eficiência é observada. Se o mercado fosse totalmente racional, não haveria espaço para arbitragem; portanto, não haveria mercado. Entretanto, tal fato, que tem sido alvo de críticas de alguns pesquisadores, não limita o horizonte das pesquisas nem invalida seus resultados, até o momento.

Considerando que o preço de uma ação nada mais é que a realização de um fluxo de caixa futuro a valor presente, na HME não teríamos espaço para especulação o que corrobora a crítica de Yamamoto e Salotti (2006 p.3). Deve-se contar ainda com os custos de transação envolvidos no *disclosure* da emissão ou divulgação dos resultados, tais custos estariam embutidos no preço da mesma e, portanto, são relevantes na análise, “em busca da sua eficiência, a empresa procura reduzir o componente do custo de capital relativo a isso. Uma maneira [...] é atingindo o nível mais alto de divulgação”¹².

6 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os indicadores econômicos e financeiros e o valor das ações das empresas no período de 31 de dezembro de 2006 e 31 de dezembro de 2007 foram calculados com a ajuda do software ECONOMÁTICA®, assim como as demonstrações financeiras padronizadas (balanço patrimonial e demonstração de resultados).

Os indicadores econômico-financeiros das empresas objeto deste estudo e o valor das ações no período de 31 de dezembro de 2006 e 31 de dezembro de 2007 estão apresentados na TABELA 1, de acordo com as demonstrações contábeis (balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício).

DESCRIÇÃO INDICADORES	RASIP		RENAR		SLC Agrícola	
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2007
1. Estrutura do Capital:						
Capital de Terceiros:						
Dívida Total Bruta \$	14.833.000,00	25.125.000,00	19.195.561,60	25.662.468,00	62.393.000,00	75.938.000,00
Dívida Bruta / Atv T1 %	19,2	31,1	21,2	29,2	17,9	12,3
Dívida Bruta / Pat Líq. %	28,9	55,9	30,9	48,2	32,5	15,9
Dívida Líq. / Pat Líq. %	13,1	23,1	30,3	47,3	26,1	-12,6
Capital Próprio:						
- Patrimônio Líquido (em milhares)	46.579,60	56.291,60	62.357,60	55.145,60	191.363,60	523.085,00
2. Indicadores de Liquidez:						
Liquidez Geral (x)	1,6	1,3	0,9	0,6	0,9	2,8
Liquidez Corrente (x)	2,2	2,3	1,4	0,9	0,9	3,8
Liquidez Seca (x)	1,1	1,5	0,9	0,5	0,2	2,1

TABELA 1 – Indicadores econômico-financeiros e precificação das ações da companhia Rasip Agro Pastoral S/A, Renar Maçãs e SLC Agrícola S.A.

RASIP

A estrutura de capital a Rasip Agro Pastoral S/A apresenta que a companhia teve um aumento em sua dívida total bruta de 100,42%. Apesar de ter havido uma queda no índice de liquidez geral, os demais índices de liquidez da companhia mostram que a empresa possivelmente cumprirá os pagamentos que forem necessários, principalmente as dívidas de curto prazo. O capital de giro da empresa também sofreu aumento, como se observam nos indicadores de liquidez. Quanto à lucratividade os indicadores demonstram que houve uma queda, no entanto esse dado assim como os outros não impactou negativamente no preço de venda da ação que cresceu em 26,79%, enquanto o valor patrimonial por ação subiu apenas 3,52%, provavelmente sofrida pela queda do Lucro por ação de -37,55%.

RENAR

A estrutura de capital da companhia Renar Maças revela um aumento de recursos de terceiros e um decréscimo de recursos próprios, basicamente em função do resultado negativo de 2007. Os indicadores de liquidez evidenciam que a capacidade de pagamento da empresa diminuiu entre 2006 e 2007. Ao se observar a liquidez corrente conclui-se que o capital circulante líquido da empresa é negativo, e provavelmente a companhia terá maiores dificuldades em cumprir seus pagamentos de curto prazo. Não é diferente quanto à capacidade de pagar as obrigações de longo prazo tendo-se um índice de liquidez geral de 0,60. Destaca-se entre os indicadores de liquidez o capital de giro que teve um decréscimo bastante significativo, passando de um saldo positivo de R\$ 5.665.232,00 para um saldo negativo de R\$ 1.236.737,00. Quanto aos indicadores de lucratividade o EBITDA teve também uma queda relevante. Observando-se esses indicadores conclui-se que a empresa teve prejuízo em 2007. Todas essas informações negativas afetaram a valorização das ações no que tange ao lucro por ação, valor patrimonial por ação e o EBITDA por ação negativamente, no entanto, o valor de venda das ações parece não ter sofrido grandes impactos, aumentando em 1,22%.

SLC Agrícola S.A.

A SLC Agrícola S.A., assim como as demais empresas pesquisadas, também teve um aumento em sua dívida bruta total, entretanto a companhia aplicou mais recursos próprios em sua estrutura de capital. Chama à atenção os indicadores de liquidez da empresa que cresceram consideravelmente e o capital de giro que em 2006 apresentava um valor negativo de R\$ 17.157.000,00 passou a ser positivo em 2007 no valor de R\$ 229.854.000,00. Ao contrário de 2006, a empresa obteve lucro em 2007.

¹²YAMAMOTO, Marina Mitiyo. SALOTTI, Bruno Meirelles. *Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais*. São Paulo: Atlas, 2006. - p.25

Essas informações bastante positivas atreladas ao bom desempenho da empresa e do setor aonde ela esta inserida podem ter afetado positivamente o valor de venda das ações que aumentaram em 26,25%.

Analisando-se as três empresas a conclusão que se observou foi que a companhia que apresentou mais resultados negativos, a Renar Maçãs, foi a que apresentou um menor aumento no valor de venda de suas ações, ou seja, enquanto seu aumento foi de apenas 1,22%, o aumento das demais foram de 26,79% e 26,25%.

Além disso, a companhia SLC Agrícola que apresentou os índices e valores mais positivos que as demais companhias foi a que teve uma maior valorização no preço de venda da ação. Assim, a análise por indicadores econômico-financeiros deste estudo revela que companhias com resultados mais positivos tendem a ter uma maior valorização no preço de suas ações.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise por indicadores econômico-financeiros extraídos das demonstrações contábeis de 2006 e 2007 das três empresas participantes do subsetor agropecuário da Bovespa mostraram que as companhias que apresentam informações mais positivas, tais como índices de liquidez e lucratividade tem um maior aumento no preço de suas ações. No entanto, é preciso que se considerem algumas questões.

Para que se possa afirmar que as conclusões as quais esta pesquisa alcançou sejam verdadeiras é preciso considerar a hipótese de mercado eficiente, no qual todas as informações estão disponíveis de maneira igual aos participantes, as taxas de retorno são constantes e estão em equilíbrio. Neste caso, não há assimetria de informações e é difícil poder afirmar que na realidade não existam participantes com informações privilegiadas, parte-se do pressuposto que todos os *players* estejam de acordo com as normas e práticas que regem a boa governança corporativa.

Apesar do fato que este estudo ter concluído que há uma relação, mesmo que fraca, entre a divulgação das informações financeiras e a valoração das ações, devemos comentar que se pode tratar de mera coincidência ou de especificidades do setor ou mesmo da fase que bonança que viveu o mercado acionário brasileiro no período da análise (índice médio do IBOVESPA fechou o ano de 2007 acumulado em 39,6%), dado que Fassina et. al (2006) quando realizou o mesmo estudo em três empresas líderes do setor de processamento de carnes de aves e suínos do Brasil, sendo duas participantes da Bovespa, concluiu que não existe relação direta entre os indicadores econômico-financeiros e a valoração das ações, mesmo porque temos a natural especulação de mercado uma vez que o setor agropecuário teve um vigoroso crescimento no período da análise.

Assim como expôs Fassina et. al (2006) vale ressaltar que os indicadores contábeis são parte de um contexto que contribui na definição do preço das ações, além

das questões sociais, políticas, ambientais e mercado. Ou seja, é preciso que se considerem outros fatores em estudos que tratam da precificação das ações. Além disso, o estudo de Fassina et. al (2006) abrangeu o período de 4 anos, enquanto que este analisou apenas os anos de 2006 e 2007. Conclui-se que estudos mais aprofundados em outros setores em conjunto com o do agropecuário sejam necessários, com períodos maiores para que se possam confrontar os resultados e alcançar uma conclusão mais precisa.

REFERÊNCIAS

ANDREZZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro** – Aspectos Históricos e Conceituais. 2. ed. Revisada e Ampliada, Ed IOB Thompson, 2002

ASSF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 2.ed. – São Paulo, Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 1999.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – **BOVESPA**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>.

BRUNI, Adriano Leal. FAMÁ, Rubens. Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercado de capitais: teoria e evidências. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v.1, nº 7, p. 71-85, 2º trim. 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – **CVM**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

FASSINA, Paulo Henrique. GRUNOW, Aloísio. SABADIN, Anderson Léo. HEIN, Nelson. Indicadores econômico-financeiros e preço de ações: uma abordagem a hipótese de mercado eficiente. **II Seminário de Ciências Contábeis**. Blumenau/SC: agosto de 2006.

GASQUES, José Garcia. BASTOS, Eliana Teles. Crescimento da Agricultura. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, **Boletim de conjuntura**. nº 60, p. 95-93, mar. 2003.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1991.

HAND. R. M. (1990). **A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis**. The Accounting Review, 65, 740-763.

HENDRIKSEN, Elson S. BRENDA, Michael F. V. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – **IBGE**. Disponível em: <Http://www.ibge.gov.br>

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

LEÃO, Luciano C. G. Resultados contábeis e preços de ações: a hipótese do mercado eficiente em uma abordagem positiva. **Revista econômica e gestão**. Belo Horizonte, v. 1, nº 1, p. 89-120, 2001.

LOPES, Alessandro Broedel. MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços**: abordagem básica e gerencial – 6. ed. – São Paulo: Atlas, 2007.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa Social**: métodos e técnicas. São Paulo: Atlas, 1999.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo. SALOTTI, Bruno Meirelles. **Ensaio sobre a teoria da divulgação**. Brazilian Business Review, Vitória, v.2, nº 1, p. 53-70, jun.2005.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo. SALOTTI, Bruno Meirelles. **Informação Contábil**: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

Artigo recebido em: Agosto/2008

Aceito em: Novembro/2008