

INFLUÊNCIA DOS DIVIDENDOS SOBRE A INFORMATIVIDADE DOS LUCROS CONTÁBEIS DIVULGADOS PELAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA.

Talles Vianna Brugni

Mestrando em Ciências Contábeis - Universidade Federal do Espírito Santo - UFES
Endereço: Av. Fernando Ferrari, nº 514, Goiabeiras. Vitória - ES
email: tallesbrugni@hotmail.com – (27) 9203-3747

Alfredo Sarlo Neto

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo – UFES
e-mail: sarloneto@ccje.ufes.br – (27) 9973-1446

Patrícia Krauss Serrano Paris

Mestranda em Ciências Contábeis - Universidade Federal do Espírito Santo - UFES
Al. Mary Ubirajara, 70 /401, Santa Lúcia - Vitória/ES
patksparis@hotmail.com - (27) 3235-2478

Ricardo Furieri Bastianello

Mestrando em Ciências Contábeis - Universidade Federal do Espírito Santo - UFES
Endereço: Av. Fernando Ferrari, nº 514, Goiabeiras. Vitória - ES
email: ricardobastianello@hotmail.com (27) 9999-9978

RESUMO

Este artigo tem como objetivo verificar se os dividendos aumentam a informatividade dos lucros de empresas com ações negociadas na BOVESPA. O estudo é baseado no trabalho desenvolvido por Francis, Schipper e Vicent (2005), e adiciona uma variável de interação entre lucros e dividendos a fim responder o problema de pesquisa, que por sua vez suscita a possibilidade dos dividendos aumentarem a informatividade dos lucros contábeis. A pesquisa é caracterizada como explicativa, tem abordagem positiva e produz resultados empíricos a partir de informações disponíveis no banco de dados Economática®. Realizada no período compreendido entre os anos de 2000 a 2009, utiliza regressão linear múltipla de dados em painel para análise de uma amostra de 229 empresas através de 969 observações. Seus achados indicam que os lucros, quando interagidos com os dividendos, são mais informativos para explicar/prever o preço das ações do que quando analisados individualmente. Assim, os resultados evidenciam que os dividendos contribuem positivamente para a informatividade do lucro como variável explicativa do retorno das ações.

Palavras-chave: Informatividade; Lucros Contábeis; Dividendos; Bovespa; Dados em Painel.

1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Com o forte movimento de inter-relação entre mercados e a evolução da economia ao longo das últimas décadas, a informação passou a ter um papel ainda mais importante no processo de desenvolvimento econômico. É sabido que um dos principais objetivos da contabilidade é produzir informação aos seus usuários para que estes tomem decisões. A partir do conceito de *Information Approach* (abordagem da informação), Lopes (2001, p.20) afirma que a contabilidade deve ser enxergada pela sua capacidade de promover informações

úteis aos agentes econômicos. Sendo assim, no que tange o aspecto da pesquisa em contabilidade, o mercado de capitais pode ser considerado um celeiro de informações e possibilita que diversas pesquisas com abordagem positiva sejam feitas na área contábil. Apesar de a contabilidade ter nascido gerencial (MARTINS; MARTINS; MARTINS, 2007, p.9), é a contabilidade para usuários externos que possibilita a realização de testes mais abrangentes acerca das práticas contábeis desenvolvidas pelas empresas ao longo de uma série histórica.

Uma gama de pesquisas empíricas foi realizada ao longo de décadas e muitas delas dizem respeito ao mercado de capitais. Em meados da década de 60 alguns pesquisadores chegaram a obter, por meio de técnicas econométricas, resultados distintos daqueles regulamentados pelas normas contábeis, fazendo então com que surgisse uma maior preocupação com pesquisas que pudessem explicar a prática, revelando a utilização da abordagem positiva na pesquisa contábil. Para Iudícibus (1996, p.23):

O enfoque positivo da teoria contábil é a antítese do enfoque normativo, pois as normas contábeis estabelecidas não têm preocupação com a validade empírica das hipóteses, limitando-se apenas fornecer prescrições.

Segundo Sarlo Neto *et. al* (2003, p.2), dentro da perspectiva da abordagem informativa os lucros e outras variáveis contábeis devem possuir capacidade informacional. Nesse contexto surgiu no cenário internacional, na década de 60, o primeiro trabalho empírico envolvendo variáveis da contabilidade para demonstrar seus poderes informativos, com autoria de Ray Ball e Philip Brown. Ball e Brown (1968, p.160) argumentaram que o lucro líquido é um número de particular interesse dos investidores e que este poderia ser um bom critério de decisão de investimento, chegando à conclusão empírica de que as demonstrações contábeis têm relevância significativa para fornecer informações que explicam o retorno das ações (BALL; BROWN, 1968, p.164-165).

Trabalhos posteriores ao de Ball e Brown foram surgindo com o objetivo de estudar o poder explicativo e preditivo das variáveis contábeis, suas relações entre si e com o retorno das ações. No Brasil, assim como na maioria dos países com mercado de capitais menos desenvolvidos – se comparados com os Estados Unidos, Inglaterra e Austrália –, relativamente poucos são os trabalhos que utilizaram este enfoque, como os trabalhos recentes de Freire (2004), que buscou estudar relações entre lucros anormais (variável dependente) e dividendos (variável independente), Sarlo Neto *et. al* (2003) e Sarlo Neto (2004), que relacionou o lucro contábil com o preço das ações e posteriormente incluiu outras variáveis como estrutura de propriedade e concentração de votos para verificar sua influência sobre a informatividade¹ dos lucros (SARLO NETO, 2009).

Ball e Brown (1968, p.160)² definiram os lucros líquidos em seu trabalho como sendo “... o resultado da aplicação de um conjunto de procedimentos [...] a um conjunto de eventos...” e nesse contexto entende-se que esses diversos procedimentos contábeis podem influenciar no poder explicativo/preditivo dos lucros, podendo fazer com que os investidores adotem também outras variáveis, além dos lucros, para tomar suas decisões de investimento como, por exemplo, os dividendos. Nesse sentido percebe-se a necessidade de mais estudos na área, principalmente no Brasil, referentes à informatividade dos lucros contábeis, no sentido de verificar o comportamento informacional dos lucros quando interagidos com outras variáveis.

¹ Admite-se neste artigo que a palavra informatividade diz respeito à capacidade informacional de uma variável e é uma tradução literal da palavra *informativeness*.

² “...net income can be defined only as the result of the application of a set of procedures [...] to a set of events...”

Na literatura americana, os achados referentes à predição dos lucros contábeis são menos relevantes do que dos dividendos, quando relacionados ao nível de informatividade dos preços das ações para empresas que têm duas classes distintas, conforme afirma Francis, Schipper e Vicent (2005, p.1) ao analisar demonstrações anuais de uma amostra com 205 empresas detentoras de duas classes de ações. Partindo dessa premissa, surge o seguinte questionamento: no Brasil, os dividendos contribuem positivamente para a informatividade do lucro como variável explicativa do retorno das ações?

A relevância do estudo se aplica ao fato de que no Brasil a distribuição de dividendos é obrigatória, diferentemente de outros países mais desenvolvidos e, portanto, essa rubrica pode provocar um comportamento diferenciado em relação a outros países quando do seu poder informativo. O trabalho parte da premissa de que os dividendos podem influenciar, se analisado sua interação com os lucros, no poder informativo dos resultados contábeis - ou seja, quanto maiores os dividendos, mais alavancado poderá ser o valor informativo dos lucros com relação ao preço das ações - e busca contribuir com o conhecimento científico na medida em que adiciona valor empírico sobre o papel informativo da contabilidade no mercado de capitais nacional. O objetivo do presente estudo é verificar se os dividendos aumentam a informatividade dos lucros para explicar o retorno das ações. Tem característica positiva, analisa uma amostra de 969 observações de 229 empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) durante o período compreendido entre os anos de 2000 e 2009 e utiliza um modelo de regressão em painel para evidenciar empiricamente os resultados, que estarão voltados para a interação entre o lucro líquido e os dividendos.

A estrutura do trabalho segue com a seção 2 apresentando uma breve revisão sobre as características da informatividade dos lucros e as características do mercado financeiro a fim de sustentar a importância do estudo. A seção 3 aborda sobre a figura dos dividendos e apresenta um quadro informativo sobre as peculiaridades do Brasil em relação a países como Estados Unidos. A seção 4 apresenta a hipótese do trabalho, seguido da seção 5 que trata dos procedimentos metodológicos. Na seção 6 são apresentados os resultados encontrados e as discussões e por fim, na seção 7 são expostas as conclusões e sugestões para futuras pesquisas.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Características da Informatividade dos Lucros Contábeis e do Mercado Financeiro

A abordagem deste campo de estudo da contabilidade perpassa por alguns assuntos indispensáveis para o entendimento do que vem a ser a informatividade dos lucros contábeis. Os conceitos sobre mercado financeiro, tipos de eficiência de mercado e as características da abordagem positiva servem de base para elucidar a importância deste tipo de trabalho bem como para dar suporte ao entendimento dos objetivos propostos pelo artigo e da relevância de seus resultados.

2.2 A Abordagem Positiva e sua Influência para a Pesquisa Sobre Informatividade Contábil.

As pesquisas que circundam o tema de *informativeness*, tanto no âmbito internacional como recentemente no âmbito nacional, só puderam ser realizadas graças ao conhecimento por parte dos pesquisadores da área contábil e financeira acerca da importância da abordagem positiva - fato que ocorreu somente na década de 1960.

O positivismo é uma abordagem "contábil" de pesquisa que tem uma proposição simples: prever e explicar um determinado comportamento. Este rótulo de "positivo" foi adotado da ciência econômica para distinguir a pesquisa contábil que visa à explicação e a

predição de fatos, da pesquisa cujo objetivo é fazer prescrições de como proceder contabilmente.

O estopim para o surgimento da teoria contábil positiva se deu com Ball e Brown (1968), Beaver (1968) e outros que introduziram métodos financeiros empíricos na contabilidade financeira e a partir de então as literaturas passaram a adotar o pressuposto de que a contabilidade fornecia subsídios para as decisões de investimento no mercado de capitais e usavam essa “perspectiva informacional” para investigar a relação entre números contábeis e os preços das ações (WATTS; ZIMMERMAN, 1990, p.132).

Diversos são os campos de estudo nessa área e diversas são as relações feitas entre rubricas contábeis e retornos de ações. Existe uma série estudos empíricos, por exemplo, que apresenta evidências de relevância do patrimônio líquido como instrumento informativo, como os de Barth, Beaver e Landsman (1992), bem como outros estudos que visam o foco no *timeliness*³ do lucro (BEAVER, 1968) (SANTOS; COSTA, 2008). As evidências algumas vezes são controversas entre os autores (ROSS; WASTERFIELD; JAFFE, 2009, p. 412), mas um dos pilares deste tipo de literatura é o de que variações no resultado (lucro) estão correlacionadas com as variações nos preços das ações (LOPES; MARTINS, 2007, p.78).

Segundo Sarlo Neto, Galdi e Dalmacio (2009, p.24):

Muitas pesquisas realizadas constataram que a divulgação dos lucros contábeis impacta os preços das ações, porém nos resultados encontrados não foi observada uma correlação perfeita. As evidências encontradas indicam que os preços seguem a mesma direção dos lucros, mas não variam com a mesma escala.

A assertiva do autor refere-se ao fato de que o lucro não explica em sua totalidade a variação do preço das ações, isso por uma série de motivos tais como fatores econômicos diversos que não estão presentes nos demonstrativos, qualidade das demonstrações contábeis, gerenciamento de resultado, regulamentação entre outros. Essa falta de correlação perfeita permite que uma série de pesquisas sejam feitas sobre o tema e suas evidências “...servem como suporte para construções de hipóteses de pesquisa sobre as influências dos mais diversos tipos de elementos quanto a relação entre lucros e preços.” (IBID, 2009, p.24).

No Brasil, algumas peculiaridades podem afetar características qualitativas das demonstrações e concomitantemente a importância de suas informações para o mercado, como a regulamentação governamental excessiva e a pouca participação dos profissionais no processo de regulamentação das práticas contábeis, como pode ser demonstrado no quadro seguinte:

CARACTERÍSTICAS RELEVANTES PARA A INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO BRASIL	
CARACTERÍSTICAS	COMENTÁRIOS
Regulamentação	A contabilidade financeira no Brasil é extensamente regulamentada. As empresas com ações negociadas em bolsa de valores (sociedades anônimas) devem seguir a Lei nº 6.404 de 1976, a Lei nº 11.638 de 2007 e a Lei nº 11.941 de 2009, que fornecem conceitos e diversas práticas que devem ser utilizadas na contabilização das operações realizadas por essas instituições, o que, algumas vezes, acaba por dificultar processos para aumentar a qualidade das informações divulgadas. Além das Leis supracitadas, instituições atuando em setores específicos de atividade no Brasil possuem contabilidade regulamentada e por esse motivo seguem algumas regras próprias, como por exemplo o setor de energia elétrica regulamentado pela ANEEL e as entidades de seguros reguladas pelo SUSEP.

³ Entende-se por *timeliness* a característica do estudo focado no efeito das variações dos preços das ações na data de publicação das demonstrações contábeis.

Participação da profissão no processo de regulamentação	A participação da profissão contábil no processo de regulamentação da contabilidade no Brasil ainda é pequena. Somente após 2005, com a criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que a participação dos profissionais contábeis vem aumentando, porém, dada a estrutura jurídica nacional (<i>code law</i>), as normas contábeis no Brasil dependem de fontes governamentais para suas aprovações.
Impacto da legislação tributária na contabilidade	A legislação tributária também impacta fortemente a formação das informações contábeis no Brasil. Isso ocorre via utilização de métodos contábeis determinados pela autoridade fiscal no processo de evidenciação para o mercado de capitais. O caso mais clássico desse fenômeno no Brasil é a utilização de limites fixos para a constituição de provisão para devedores duvidosos (PDD).

Fonte: Adaptado de Freire (2004, p.29)

Quadro 1: Características relevantes para a informação contábil no Brasil.

O enfoque deste artigo é iniciar uma discussão no Brasil e apresentar resultados empíricos acerca do comportamento informativo dos lucros quando interagidos com os dividendos e, para isso, se faz necessário revisar alguns conceitos econômicos como os de mercado e sua eficiência.

2.3 O Mercado Financeiro e suas Características

De acordo com Gitman (2004, p.19), mercados financeiros são “...foruns nos quais os fornecedores e os demandantes de fundos podem transacionar diretamente” e principalmente o mercado de capitais “é de interesse especial para os contadores” (HENDRIKSEN; BREDA, 1999, p.116).

Partindo da premissa de que uma empresa, para financiar seu crescimento, pode oferecer dois tipos de títulos a seus investidores – o título de dívida e o título de propriedade –, o mercado financeiro é subdividido em dois outros mercados: o mercado monetário e o mercado de capitais. O mercado monetário é aquele que negocia títulos de dívida, ou seja, títulos emitidos por empresas em que, por força contratual, o investidor tem o direito de receber e a empresa tem a obrigação de pagá-lo pela transação. Já o mercado de capitais é aquele que negocia os títulos de propriedade (ações⁴ ordinárias e preferenciais) que não necessariamente (a depender do mercado, dos estatutos e dos resultados de cada empresa investida) geram uma obrigação de transferência de fluxo de caixa da empresa para o investidor.

Para Assaf Neto (2003), as ações ordinárias são aquelas que têm em sua principal característica o direito de voto, ou seja, possui a capacidade de influenciar nas decisões da empresa. Os investidores que detêm este tipo de ação podem decidir (os que estiverem presentes nas assembleias de votação) sobre a destinação dos lucros, sobre a atividade da companhia, aprovar as demonstrações contábeis, e são responsáveis pela eleição da diretoria e pelas alterações nos estatutos.

As ações preferenciais são formas diferenciadas de participação que concedem privilégios ao acionista, como promessa de dividendo periódico fixo e acumulação (GITMAN, 2004, p.268). Portanto, a diferença básica entre as ações ordinárias e preferenciais são que as ações ordinárias dão direito a voto e as ações preferenciais dão o direito de “preferência” no recebimento de fluxos de caixa na forma de dividendos.

⁴ Ações, segundo Assaf Neto (2003, p. 97), são “a menor parcela (fração) do capital social de uma sociedade anônima. São valores caracteristicamente negociáveis e distribuídos aos subscritores (acionistas) de acordo com a participação monetária efetivada”.

Principal instituição de intermediação de operações no mercado de ações e a única bolsa de valores em operação no Brasil, a BM&FBOVESPA é responsável pela divulgação das informações de suporte ao mercado e as empresas com ações listadas nela serão objeto de estudo do presente artigo.

2.3.1 Eficiência de Mercado e suas Hipóteses

Basicamente todas as pesquisas que abordam o tema de informatividade contábil partem do princípio de que o mercado estudado segue a hipótese de mercado eficiente (HME). Essa discussão passou a ser mais contundente a partir do seminal trabalho de Eugene Fama na década de 1970, intitulado de “Efficient Capital Markets”, que atribuiu a ausência de correlação entre o preço das ações ao fato de que seus preços a qualquer momento refletiam integralmente as informações disponíveis (FAMA, 1970, p.413-415). Ao fato de que o mercado refletiria integralmente as informações disponíveis e que nenhuma informação relevante seria ignorada pelo mercado, foi atribuído ao que é conhecido hoje como Hipótese de Mercado Eficiente.

Um mercado não pode ser considerado, de forma empírica, como sendo plenamente eficiente⁵, pois, tais testes baseiam-se em modelos teóricos de formação de preço e os preços de mercado não são totalmente “verdadeiros” porque exprimem apenas o *feeling* dos investidores (HENDRIKSEN; BREDA, 1999, p.119). Portanto, ao analisar a eficiência de um mercado, atualmente a informação tem sido classificada em três categorias, conforme pode ser demonstrado no quadro seguinte:

HIPÓTESES DE MERCADO EFICIENTE	
CATEGORIAS	CARACTERÍSTICAS
Fraca	Os preços refletem informações obtidas de séries históricas de preços.
Semi-forte	Os preços refletem informações que estão <u>publicamente</u> disponíveis para o mercado.
Forte	<u>Todas</u> as informações são consideradas quando do reflexo dos preços, desde preços anteriores de ações, informações públicas e até informações privilegiadas.

Fonte: Adaptado de Fama (1970 , p.388)

Quadro 2: Hipóteses de mercado eficiente.

Em outras palavras, uma pesquisa empírica que busca estudar o nível ou a qualidade da informatividade contábil deve considerar que o mercado estudado é eficiente (no mínimo em sua forma semi-forte) e que as informações contábeis divulgadas são relevantes para que o estudo tenha validade.

O presente artigo considera que o mercado brasileiro é eficiente e tem característica semi-forte, similarmente ao trabalho desenvolvido por Sarlo Neto (2009) e justificado por

⁵ Existem estudos que testam a eficiência de um determinado mercado, como no caso do trabalho de Raja, Sudhahar e Selvam (2009) que, ao testar a forma semi-forte de eficiência informacional do mercado de capitais indiano para o anúncio de desdobramento de ações⁴ no setor de TI (tecnologia de informação), concluíram que o mercado de ações, no setor estudado, demonstrou-se eficiente, mas não em sua forma perfeita. No Brasil trabalhos semelhantes foram realizados, como o de Camargos e Romero (2006), que analisaram a reação do mercado de capitais a eventos corporativos, revelando uma reação ineficiente na forma semi-forte para este tipo de evento.

⁴ Desdobramento de ações (*stock split*) é a divisão de uma ação em várias outras sem afetar o valor dos investimentos de um investidor, através de uma emissão de ações sem aumento de capital. Acontece usualmente quando a empresa quer atrair novos investidores (pois o custo da aplicação desses papéis diminui) e aumentar o volume das ações.

Ross, Wasterfield e Jaffe, (2009, p.292) e Ross *apud* Sarlo Neto (2009, p.18) quando diz que “entre as formas indicadas pela Hipótese de Mercado Eficiente, a forma semi-forte possui uma significativa importância para a contabilidade”, pois deste modo qualquer variação nos lucros contábeis provocaria uma variação nos preços das ações. Entende-se por forma semi-forte de mercado eficiente quando “os preços se ajustam de forma eficiente a informações à disposição do público” (FAMA 1970, p. 383)⁶.

2.4 Dividendos no Brasil e no Mundo

Os dividendos nada mais são do que um pagamento feito por empresas a investidores que adquiriram ações emitidas por estas. Para Ross, Wasterfield e Jaffe (2009, p. 306) “os dividendos pagos aos acionistas representam um retorno sobre o capital fornecido direta ou indiretamente à sociedade pelos acionistas”.

A política de dividendos no Brasil é diferenciada quando comparada com outros países desenvolvidos como Estados Unidos e Inglaterra. Configurações de obrigatoriedade no pagamento de dividendos, aspectos de contabilização de operações e tributação sobre este tipo de rendimento são exemplos de diferenças comparativas, conforme pode ser evidenciado no Quadro 3⁷.

CARACTERÍSTICAS DOS DIVIDENDOS	
PAÍSES DESENVOLVIDOS	BRASIL
A menos que um dividendo seja declarado pelo conselho de administração de uma sociedade por ações, ele não é uma obrigação da empresa.	No Brasil, a Lei nº 6.404/76 em seu art. 202 com redação dada pela Lei nº 10.303/01 estabelece que "os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo...", a parcela referente a 25% de metade dos lucros deduzidos da constituição de reserva legal e reservas para contingências (inciso I). Caso a empresa, quando omissa no estatuto, deseje alterar sua forma de pagamento de dividendos, esta não poderá estabelecer um percentual inferior a 25%. O entendimento da lei sugere que dividendos inferiores a 25% só podem ocorrer quando estabelecidos na fase inicial do estatuto.
O pagamento de dividendos pela sociedade por ações não é uma despesa da empresa. Os dividendos são dedutíveis para fins de imposto de renda de pessoa jurídica. Em resumo, os dividendos são pagos com os lucros da sociedade depois de descontado o imposto de renda.	A partir da promulgação da Lei nº 9.249/95, foi criada a possibilidade de as empresas remunerarem seus acionistas através do pagamento de “Juros Sobre o Capital Próprio - JSCP”. Tal lei permite que os pagamentos efetuados a esse título sejam considerados como despesas dedutíveis no cálculo do imposto de renda e da contribuição social incidentes sobre os lucros das empresas. (SANTOS, 2007, p.33)
Os dividendos recebidos por pessoas físicas são, em grande parte, tratados como rendimento ordinário pela Receita Federal, sendo integralmente tributáveis. (Empresas que possuem ações de outras empresas pagam somente 30% do tributo).	De acordo com a Lei nº 9.249/05 art. 10, dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, tanto para investidores caracterizados como pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3: Características dos dividendos.

Sustentado pela obrigatoriedade na distribuição de dividendos no Brasil, diferentemente de mercados mais desenvolvidos, o presente artigo está voltado para o estudo

⁶ “...in which the concern is whether prices efficiently adjust to other information that is obviously publicly available...”

⁷ Considera-se as características de mercados desenvolvidos aquelas descritas por Ross, Westerfield e Jaffe (2009, p. 306).

da interação entre esses dividendos e os lucros divulgados nas demonstrações a fim de encontrar evidências empíricas de um possível efeito de alavancagem no poder informativo dos lucros.

3 HIPÓTESE

Desde o seminal trabalho de Ball e Brown em 1968, diversas pesquisas internacionais e pesquisas nacionais vêm confirmando o poder informativo dos lucros no mercado de capitais. Outras diversas pesquisas, após o também seminal trabalho de Litner (1956), apontam evidências de um poder informativo dos dividendos sobre o retorno das ações, como afirmam Francis, Schipper e Vincent (2005, p.27) ao relatar que⁸:

Globalmente, os resultados dentro de amostras para as empresas com uma classe são consistentes com pesquisas anteriores na medida em que mostram que os lucros são mais informativos do que os dividendos para estas empresas. No entanto, para as empresas de duas classes, nós achamos que os dividendos e os ganhos são igualmente informativas. [...] podemos interpretar estes resultados como uma demonstração da importância relativa dos dividendos em estruturas de duas classes, onde os lucros são mais propensos a serem percebidos como um indicador relativamente pobre de pagamentos futuros.

Considerando as evidências no mercado brasileiro que indicam existir influências positivamente correlacionadas – tanto dos lucros quanto dos dividendos, individualmente – sobre a reação dos preços das ações à divulgação de demonstrativos contábeis, espera-se que a análise interativa dos lucros com a figura do dividendo mínimo obrigatório – característica peculiar do mercado nacional – aumente o poder informativo dos lucros para explicar o retorno das ações. Nesse sentido surge a seguinte hipótese de pesquisa:

H₀: Os lucros, quando interagidos com os dividendos, são mais informativos para explicar/prever o retorno das ações do que quando analisados individualmente.

4 METODOLOGIA

Considerando a classificação da pesquisa em contabilidade, este estudo tem característica positiva. Para Martins e Théophilo (2007, p.41), o positivismo “... tem suas raízes no empirismo...” e tem por característica a “busca da explicação dos fenômenos a partir da identificação de suas relações”.

Devido às características inerentes à pesquisa de tradição positiva, o presente estudo adotou a abordagem metodológica empírico-analítica no sentido de buscar explicação para o preço das ações através da variável de interação entre lucros e dividendos. Estudos dessa natureza se utilizam de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados e são bastante quantitativos, além de privilegiar estudos práticos e se preocupar com relações causais entre variáveis (MARTINS, 2002, p.34).

Quanto ao objetivo da pesquisa, esta é classificada como pesquisa explicativa. A pesquisa explicativa tem por finalidade aprofundar o conhecimento da realidade e explicar o porquê das coisas. Para Gil, (2009, p.42), este tipo de pesquisa “... tem como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.

⁸ Overall, the within-sample results for single class firms are consistent with prior research in that they show that earnings are more informative than dividends for these firms. However, for dual class firms, we find that dividends and earnings are equally informative. [...] we interpret these results as demonstrating the relative importance of dividends in dual class structures, where earnings are more likely to be perceived as a relatively poor indicator of future payouts.

Quanto aos procedimentos técnicos utilizados, esta pesquisa pode ser classificada como bibliográfica, por tratar-se de pesquisa que utiliza material já elaborado por outros autores, como livros e artigos científicos; e *ex-post-facto* que, segundo Gil (2010, p.54) caracteriza-se por uma “...investigação sistemática e empírica na qual o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes...”.

4.1 Seleção da Amostra e Tratamento de Dados

Foi utilizado neste estudo o software Stata® para as análises econométrica de dados, que por sua vez foram gerados através de informações contidas na base de dados do software Economática®. Foi abrangida uma série histórica compreendida entre o ano 2000 a 2009, adotando, para efeito de divulgação das demonstrações contábeis e para o cálculo do Retorno anormal e variação de mercado, o último dia de pregão do mês de março – por representar a melhor data, em média, para dias em que suas demonstrações foram divulgadas. Primeiramente, das 1.037 ações (de empresas não financeiras) cadastradas no software e listadas na BOVESPA, foram consideradas as classes de ações (preferencial ou ordinária) mais líquidas de cada empresa no período analisado para que assim não houvesse duplicidade de observações sobre uma mesma empresa em um mesmo período.

Ademais, similarmente ao trabalho desenvolvido por Sarlo Neto (2009), foram consideradas empresas com presença em bolsa⁹ superior a 80%. Dentre as 593 ações restantes, cerca de 21% em média tiveram negócios em mais de 80% dos dias de funcionamento do pregão em cada ano, conforme pode ser demonstrado na Tabela 1.

Tabela 1 – Quantidade de ações negociadas em mais de 80% dos dias do pregão.

PRESEÇA EM BOLSA > 80%			
Ano	Nº de ações	% de ações do período com presença > 80%	% de ações do total de observações
2000	97	16,36%	7,81%
2001	88	14,84%	7,09%
2002	83	14,00%	6,68%
2003	89	15,01%	7,17%
2004	93	15,68%	7,49%
2005	98	16,53%	7,89%
2006	110	18,55%	8,86%
2007	170	28,67%	13,69%
2008	209	35,24%	16,83%
2009	205	34,57%	16,51%
TOTAL	1.242	-	100,00%
MÉDIA	124,20	20,94%	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Do total de 1.242 observações para uma série temporal de 9 anos, a amostra incorporou 969 delas após uma filtragem de outlier – para eliminar possíveis casos que pudessem comprometer as análises – e exclusão das empresas que não apresentaram todos os dados necessários para os devidos cálculos da regressão em algum exercício do período compreendido, como o preço da ação (empresas que não tinham capital na bolsa em determinado exercício por exemplo), e dividendos a pagar.

⁹ A presença em bolsa corresponde à razão entre o número de dias em que a ação da empresa *i*, no período *t*, registrou negócios e o número total de dias que o pregão registrou negócios no ano.

O tratamento de *outlier* utilizado na pesquisa foi o Escore Z, que segundo Levine *et. al* (2008, p.99), é útil “... no sentido de identificar valores extremos”. Para o autor, um outlier “...é um valor localizado bem distante da média aritmética” e pode provocar distorções nos resultados encontrados.

4.2 Definição das Variáveis

4.2.1 Variável Dependente – Retorno Anormal (RA)

Como variável dependente, foi adotado o retorno anormal para medir o retorno das ações. O retorno anormal é o excesso de retorno da ação da empresa em relação ao mercado em um dado período. Existem algumas formas de cálculo do retorno anormal, como o modelo de retorno ajustado ao mercado, de retorno ajustado ao risco e de retorno ajustado ao risco e ao mercado (SOARES; ROSTANO; SOARES, 2002, p.1) e dentre elas foi utilizado o retorno anormal ajustado pelo retorno de mercado, similarmente aos procedimentos adotados por Francis, Schipper e Vincent (2005) e Sarlo Neto (2009). O retorno anormal pode ser representado pela seguinte equação:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - RIBOV_t \quad (\text{E.1})$$

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ; $R_{i,t}$ = Retorno da ação da empresa i no período t ; $RIBOV_t$ = Retorno do mercado¹⁰ no período t .

O retorno da ação foi calculado da seguinte forma:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (\text{E.2})$$

Em que: $R_{i,t}$ = Taxa de retorno da ação da empresa i no período $[t,t-1]$; $P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i na data t ; $P_{i,t-1}$ = Preço da ação da empresa i na data $t-1$.

O retorno do mercado (RIBOV) foi calculado da mesma forma do retorno da ação, conforme exposto abaixo:

$$RIBOV_t = \frac{IBOV_t - IBOV_{t-1}}{IBOV_{t-1}} \quad (\text{E.3})$$

Em que: $RIBOV_t$ = Taxa de retorno do IBOVESPA no período $[t,t-1]$; $IBOV_t$ = Preço do IBOVESPA na data t ; $IBOV_{t-1}$ = Preço do IBOVESPA na data $t-1$.

4.2.2 Variáveis Independentes

- **Lucro Líquido Ajustado (LLA)**: representado pelo lucro líquido divulgado ajustado pelo valor de mercado.

$$LLA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{VM_{i,t-1}} \quad (\text{E.4})$$

Em que: $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t ; $LL_{i,t}$ = Lucro Líquido da empresa i no período t ; $VM_{i,t-1}$ = Valor de Mercado¹¹ da empresa i , no período $t-1$.

Ao considerar que o mercado brasileiro é eficiente na sua forma semi-forte, os retornos das ações foram calculados em um período de 12 meses, em que a data final foi a data de divulgação das demonstrações contábeis (adotado neste estudo a data 31 de março como a melhor proxy para a data de divulgação das demonstrações, por considerar que a

¹⁰ Variação do IBOVESPA

¹¹ Adotou-se como métrica de valor de mercado o produto da quantidade de ações disponíveis em 31 de março (ou última data anterior de negociação no pregão) e o valor da ação com data de fechamento no mesmo dia.

divulgação das demonstrações de uma empresa para o mercado representa uma sinalização das suas expectativas futuras).

- **Dividendo Ajustado (DIVA):** total de dividendos divulgados no exercício ajustados pelo valor de mercado da empresa.

$$DIVA_{i,t} = \frac{DIV_{i,t}}{VM_{i,t-1}} \quad (E.5)$$

Em que: $DIVA_{i,t}$ = Dividendo ajustado da empresa i no período t; $DIV_{i,t}$ = Dividendo divulgado da empresa i no período t; $VM_{i,t-1}$ = Valor de Mercado da empresa i, no período t-1.

- **Tamanho (TAM):** Para a *Proxy* do tamanho da empresa foi adotado o logaritmo natural do Ativo total da empresa, conforme evidenciado abaixo:

$$TAM_{i,t} = \ln(AT_{i,t})$$

- **Endividamento (END):** *Proxy* do nível de endividamento da empresa representado pela relação entre o capital de terceiros e o Passivo Total:

$$END_{i,t} = \frac{CT_{i,t}}{PT_{i,t}}$$

Em que: $END_{i,t}$ = Endividamento da empresa i no período t; $CT_{i,t}$ = Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Passivo não Circulante) da empresa i no período t; $PT_{i,t}$ = Passivo Total da empresa i, no período t.

4.3 Métrica Utilizada

Para testar a hipótese formulada, utilizou-se o seguinte modelo de regressão múltipla linear:

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \beta_2 DIVA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t} \cdot DIVA_{i,t} + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (E.6)$$

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t; α_0 = Intercepto; β_1 = Coeficiente angular entre o Lucro Líquido Ajustado e o Retorno Ajustado; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t; β_2 = Coeficiente angular entre o Dividendo Ajustado e o Retorno Ajustado; $DIVA_{i,t}$ = Dividendo ajustado da empresa i no período t; γ_1 = Coeficiente angular entre a interação do LLAJ e DIVAJ e o Retorno Ajustado; $LLA_{i,t} \cdot DIVA_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o Dividendo Ajustado; ω_1 = Coeficiente angular entre a variável Tamanho e o Retorno Ajustado; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t; ω_2 = Coeficiente angular entre a variável Endividamento e o Retorno Ajustado; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t; $\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do modelo.

Nesse sentido, o modelo utilizado nesta pesquisa parte do pressuposto de que a informatividade dos lucros está condicionada à distribuição dos dividendos. Para avaliar essa condição foi utilizada uma variável multiplicativa (termo de interação) sobre a informação contábil (lucro líquido). Este termo de interação está representado na equação (E.6) ($\gamma_1 LLA_{i,t} \cdot DIVA_{i,t}$) e está comparativamente de acordo com outros trabalhos como o de Sarlo Neto (2009), que utilizou variável multiplicativa entre a informação contábil e a estrutura de propriedade e Francis, Schipper e Vicent (2005) que utilizaram variáveis multiplicativas para

analisar a interação entre lucros e dividendos (com enfoque para as diferenças entre classes de ações).

Portanto, a pesquisa tem interesse especial no termo de interação do modelo. O coeficiente angular γ_1 representa o grau de interação entre o retorno da ação ($R_{i,t}$) e o lucro líquido ($LL_{i,t}$) e, caso seja positivo e significativo, sinalizará que a distribuição de dividendos proporciona um aumento na informatividade dos lucros. Do contrário, caso seja negativo e significativo, apresentará um sinal de redução na informatividade.

Ademais, duas variáveis de controle presentes na literatura internacional foram inseridas no sentido de expurgar o efeito do tamanho ($TAM_{i,t}$) e do grau de endividamento ($END_{i,t}$) nas variáveis dependente e independentes do modelo, que por ventura poderiam afetar os resultados da análise, conforme podem ser

4.4 Algumas Considerações Econométricas

Pelo fato de apresentar dados em duas dimensões, uma temporal e outra espacial, foi utilizado o modelo de regressão¹² com dados em painel de modo a se considerar efeitos de variáveis não observáveis em dados *cross-section*¹³ (corte transversal), como mudança de perspectivas econômicas ou até mesmo mudanças de política contábil de um ano para o outro, reduzindo uma eventual colinearidade existente entre variáveis em função da maior quantidade de observações estudadas, produzindo dados mais informativos e eficientes. Os dados em painel são uma junção entre as técnicas de *cross-section* e séries temporais, pois analisam mais de um tipo de empresa ao longo de um período.

Segundo Gujarati (2006, p.514), o estudo repetido de uma amostra de empresas ao longo de uma série temporal é mais adequado quando aplicados sob a técnica de estimação de dados em painel, pois levam em consideração, de forma explícita, variáveis individuais específicas, tornando mais “adequado ao estudo da dinâmica da mudança”. O painel é configurado com sendo um painel desbalanceado, pois o número de observações não é o mesmo para cada unidade de tempo da dimensão temporal.

Existem três abordagens mais comuns de análise de dados em painel: a POLS (*pooled ordinary least squares*) que é a forma mais convencional de análise de dados e considera o beta de uma variável explicativa igual para todas as observações ao longo do tempo; Efeitos Fixos (*Fixed-effects*) que, ao contrário da POLS, considera as alterações em cada observação ao longo do tempo; e a de Efeitos Aleatórios (*Random-effects*), que refletem as diferenças individuais do intercepto de cada empresa no termo do erro. (FÁVERO *et. al* 2009, p.382)

Para definir a abordagem utilizada nesta pesquisa, foi feito inicialmente o teste de Breusch-Pagan para avaliar a adequação dos parâmetros do modelo para efeitos aleatórios. O resultado foi de não rejeição da hipótese nula de que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero, indicando que a abordagem POLS é mais indicada para o modelo em face da abordagem de efeitos aleatórios, conforme demonstrado na Figura 1.

¹² Entende-se aqui que todas as regressões do trabalho foram aplicadas com a correção de White para que fossem corrigidos eventuais problemas de heterocedasticidade.

¹³ Dados em *Cross-section* consideram um conjunto de observações (como empresas ou grupo de empresas) durante um trimestre, semestre ou ano).

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

ra[obs,t] = Xb + u[obs] + e[obs,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
ra	.4399775	.663308
e	.3066202	.553733
u	.1286132	.3586268

```

Test:  Var(u) = 0
      chi2(1) = 0.46
      Prob > chi2 = 0.4983

```

Fonte: Elaboração própria, com o uso do software Stata®.

Figura 1: Resultado do teste de Breusch-Pagan.

Posteriormente foi aplicado o teste de Hausman para definir qual o melhor modelo entre efeitos fixos e aleatórios. O resultado, conforme figura abaixo, demonstra que a abordagem de efeitos fixos é mais indicada, pois a hipótese nula de que o modelo de correção de erros é adequado foi rejeitada, conforme exposto abaixo:

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) .		
l1a	.5869829	.4340851	.1528978	.1075103
diva	.5766223	1.512414	-.935792	.5015495
l1adiva	1.641483	3.200891	-1.559408	.9346018
tam	-.4302964	-.04039	-.3899063	.055975
end	.5493644	.138123	.4112414	.2327263

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 51.53
Prob>chi2 = 0.0000

```

Fonte: Elaboração própria, com o uso do software Stata®.

Figura 2: Resultado do teste de Hausman.

Por fim foi aplicado o teste de Chow (figura 3) para definir qual das abordagens entre POLS e efeitos fixos é a mais adequada para o modelo. A rejeição da hipótese nula de que os interceptos são iguais para todas as *cross-sections* confirmou que a melhor abordagem para o modelo é a de efeitos fixos. Pelo fato da análise por esta abordagem não apresentar resultados estatisticamente significativos, adotou-se o modelo POLS por representar a melhor abordagem em comparação com a abordagem de efeitos aleatórios, consubstanciando uma limitação da pesquisa, visto que a hipótese de considerar intercepto e betas constantes para todas as observações pode ser restritiva para eventuais inferências, mas não são restritivas para a resposta do problema de pesquisa nem para a aceitação/rejeição da hipótese levantada no trabalho, visto que o objetivo do estudo não é analisar o efeito das mudanças de políticas de dividendos, mas sim analisar a influência dos dividendos para a informatividade dos lucros. Todas as evidências e resultados desta pesquisa foram apresentados sob a perspectiva das três abordagens e comentadas com base na abordagem POLS pelos motivos supracitados.

```

( 1) l1a = 0
( 2) diva = 0
( 3) l1adiva = 0
( 4) tam = 0
( 5) end = 0

      chi2( 5) = 111.56
      Prob > chi2 = 0.0000

```

Fonte: Elaboração própria, com o uso do software Stata®.

Figura 3: Resultado do teste de Chow.

5 RESULTADOS ENCONTRADOS

De acordo com os coeficientes de correlação de Pearson, todas as variáveis explicativas e o termo de interação apresentam correlação positiva com o retorno anormal das ações e são significantes a 99% de confiança, fornecendo uma visão inicial de que existe um grau de associação positiva das variáveis independentes com a variável dependente, conforme evidenciado na figura 4.

	ra	lla	diva	lladiva	tam	end
ra	1.0000					
lla	0.3196 0.0000	1.0000				
diva	0.2852 0.0000	0.3316 0.0000	1.0000			
lladiva	0.3465 0.0000	0.5193 0.0000	0.7366 0.0000	1.0000		
tam	-0.0019 0.9517	-0.0273 0.3964	0.1437 0.0000	0.0103 0.7487	1.0000	
end	-0.0228 0.4788	-0.1451 0.0000	-0.0853 0.0079	-0.1081 0.0008	0.1632 0.0000	1.0000

Fonte: Elaboração própria, com o uso do software Stata®.

Figura 4: Coeficientes de correlação de Pearson.

Ao analisar a aplicação do modelo de regressão linear (E.6), observa-se que, pela abordagem POLS, o termo de interação apresenta-se com sinal positivo (+4,0757) e estatisticamente significativo (1%), indicando que os dividendos são determinantes para explicar a relação entre o retorno das ações e o lucro líquido contábil. Estes resultados fornecem subsídios para que a hipótese da pesquisa seja aceita, por meio de evidências que demonstram que a figura dos dividendos no Brasil tem papel relevante na influência da informatividade dos lucros, tornando-os mais informativos quando interagidos com os dividendos.

Pela abordagem POLS pode-se inferir, através da rejeição da hipótese nula de que os coeficientes são conjuntamente iguais a zero, que o modelo tem significância estatística (1%), pois o resultado da estatística F foi de 26,99. A tabela abaixo apresenta um resumo comparativo entre as três abordagens de análise de dados em painel.

Tabela 2 – Resultado comparativo entre abordagens de análise de dados.

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	POLS	EFEITOS FIXOS	EFEITOS ALEATÓRIOS
Intercepto	-0,8173 (0,2945)	8,9668* (1,3105)	0,5451 (0,4869)
LLA	0,427* (0,1500)	0,587* (0,1860)	0,4341* (0,1518)
DIVA	1,1842** (0,4744)	0,5766 (0,7343)	1,5124* (0,5363)
LLA * DIVA	4,0757* (1,3277)	1,6415 (1,6784)	3,2009** (1,3942)
Var. de Controle			
Tamanho	-0,0076 (0,0138)	-0,4303* (0,0645)	-0,4040* (0,6045)
Endividamento	0,1377 (0,1306)	0,5494 (0,2922)	0,5494 (0,2922)
R² Ajust	15,16%	19,73%	14,60%
Estatística F	26,99*	24,64*	24,64*
Observações	969	969	969

Notas: (i) os asteriscos representam o nível de significância dos coeficientes, sendo * (1%) e **(5%); (ii) os valores em parênteses representam o erro-padrão robusto dos coeficientes.

Fonte: Elaboração própria.

A amostra da pesquisa também produziu resultados condizentes com diversas pesquisas internacionais quanto ao poder informativo dos lucros e dividendos, separadamente, pois seus coeficientes apresentaram-se positivos e significantes, sugerindo um poder informativo levemente maior para os dividendos quando comparado com o poder informativo dos lucros para explicar o retorno das ações.

Ao analisar a mesma amostra de trabalho de forma estratificada (por classe de ação), observa-se que tanto as ações ordinárias quanto as ações preferenciais, quando analisadas separadamente, apresentam o mesmo comportamento de aumentar a informatividade dos lucros, com a ressalva de que a interação entre lucros e dividendos torna-se estatisticamente significativa com 99% de confiança para as ações preferenciais e 95% para as ações ordinárias, conforme demonstrado na tabela abaixo:

Tabela 3 – Resultado comparativo entre amostras estratificadas por classe de ações.

	Variável Dependente (Retorno Anormal)		
	POLS	EFEITOS FIXOS	EFEITOS ALEATÓRIOS
LLA * DIVA (ON)	7,6947** (3,5157)	11,1774* (3,8802)	7,9507** (3,4606)
LLA * DIVA (PN)	4,2796* (1,3456)	1,1797 (1,7836)	3,1225** (1,4728)

Notas: (i) os asteriscos representam o nível de significância dos coeficientes, sendo * (1%) e **(5%); (ii) os valores em parênteses representam o erro-padrão robusto dos coeficientes.

Fonte: Elaboração própria.

A análise da amostra estratificada por retornos anormais positivos e negativos produz evidências de que os dividendos divulgados nas demonstrações contábeis só têm efeitos positivos na informatividade dos lucros quando os retornos anormais das ações são positivos, visto que as evidências para retornos anormais negativos apresentam resultados sem significância estatística para o coeficiente angular γ_1 , conforme evidenciado na tabela 4.

Tabela 4 – Resultado comparativo de amostras estratificadas por retornos anormais negativos e positivos.

	Variável Dependente (Retorno Anormal Positivo)		
	POLS	EFEITOS FIXOS	EFEITOS ALEATÓRIOS
LLA * DIVA	4,4914* (1,3140)	3,9911* (1,3500)	4,6470* (1,2313)
	Variável Dependente (Retorno Anormal Negativo)		
	POLS	EFEITOS FIXOS	EFEITOS ALEATÓRIOS
LLA * DIVA	0,8603 (0,9126)	1,5472 (1,6868)	0,9321 (0,9936)

Notas: (i) os asteriscos representam o nível de significância dos coeficientes, sendo * (1%) e **(5%); (ii) os valores em parênteses representam o erro-padrão robusto dos coeficientes.

Fonte: Elaboração própria.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho analisou uma amostra de 229 empresas e teve o objetivo de verificar se os dividendos aumentam a informatividade dos lucros para explicar o retorno das ações do mercado brasileiro. Confirmou a hipótese de que os lucros, quando interagidos com os dividendos, são mais informativos para explicar/prever o preço das ações do que quando analisados individualmente. Paralelamente, apresentou dados condizentes com diversas

pesquisas nacionais e internacionais quanto ao poder informativo dos lucros e dos dividendos sem o efeito de interação, onde os dividendos apresentaram-se levemente mais informativos perante os lucros.

Ao analisar separadamente a amostra de trabalho estratificada por classe de ações, verificou-se que ambas as classes, ordinárias e preferenciais, aumentam a informatividade dos lucros quando analisadas separadamente. Já pela análise estratificada por retornos anormais positivos e negativos apresentou evidências de que os dividendos só aumentam a informatividade dos lucros contábeis quando os retornos anormais são positivos, visto que para os retornos anormais negativos o efeito de interação entre lucros e dividendos não demonstraram significância estatística.

Portanto, pode-se afirmar que o fato dos dividendos serem obrigatórios no cenário brasileiro não diminui a importância dos mesmos para a informatividade contábil, sendo que os lucros, no Brasil, não podem ser avaliados de modo satisfatório sem a perspectiva das informações relacionadas aos dividendos e suas contribuições informativas para o mercado de capitais.

Sugere-se para futuras pesquisas aprimorar o modelo proposto para analisar a influência dos dividendos na informatividade dos lucros para empresas que possuem apenas uma classe de ações e para empresas que possuem duas classes de ações, ou seja, quando o direito a fluxo de caixa é separado do direito a voto.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159-178, 1968.

BARTH, M. E.; BEAVER, W.; LANDSMAN, W. Market valuation implications of net periodic pension cost. *Journal of Accounting and Economics*, p. 27-62, Mar. 1992.

BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*. (Supplement): p. 62-92, 1968.

CAMARGOS, Marcos A.; ROMERO, Julio A. R. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro a eventos corporativos: teste conjunto da hipótese de eficiência do mercado. *Revista de Gestão USP*. São Paulo, v.13, n.3, p. 57-74, jul/set de 2006.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINS, Vinícius Aversari. Hipótese de mercado eficiente e modelo de precificação de ativos financeiros. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexandre Broedel (Coords.). *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

EASTON, Peter D.; HARRIS, T. Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, v. 29 (1), p. 19-36, 1991.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, V. 25, Issue 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. pp. 383-417, May 1970.

FRANCIS, Jennifer; SCHIPPER, Katherine; VICENT, Linda. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, p. 329 – 360, 2005.

FREIRE, Hercules V. de Lima. *A relação entre lucros anormais e dividendos: um estudo empírico das empresas com ações listadas na BOVESPA*. Dissertação (mestrado profissional em contabilidade) – Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE. Vitória, 2004.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 10ª Edição. São Paulo: Pearson, 2004.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria básica*. São Paulo: Makron Books, 2006.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael E. Van. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. O verdadeiro significado de uma teoria. *Revista Brasileira de Contabilidade*, Brasília, v. 25, n. 97, p. 21-23, 1996.

LEVINE, David M.; STEPHAN, David F.; KREHBIEL, Timothy C.; BERENSON, Mark. L. *Estatística – Teoria e aplicações*. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

LITNER, John. Distribution of incomes corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, Vol 46, n° 2, Papers and Proceeding of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 97-113, May, 1956.

LOPES, Alexsandro Broedel. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado á Bovespa*. Tese de doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo, 2001.

LOPES, Alexsandro Broedel. MARTINS, Eliseu. *Teoria da contabilidade uma nova abordagem*. -2. Reimpr. - São Paulo: Atlas, 2007

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual de elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINS, Eliseu; MARTINS, Éric A.; MARTINS, Vinícius. Normatização contábil: ensaio sobre sua evolução e o papel do CPC. *Revista Informação Contábil*. Vol. 1, n. 1, p. 7-30, setembro de 2007.

RAJA, M.; SUDHAHAR, J. C.; SELVAM, M. Testing the semi-strong form efficiency of Indian stock market with respect to information content of stock split announcement – a study in IT industry. *Internacional Research Journal of Finance and Economics*. Issue 25, PP. 7-20, 2009.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira: Corporate finance*. São Paulo: Atlas, 2009.

SANTOS, Arioaldo dos. Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil?. *Revista Contabilidade e Finanças*. Edição 30 anos de dourado. p. 33-44, junho de 2007.

SANTOS, Luis Sérgio Ribeiro dos; COSTA, Fábio Moraes da. Conservadorismo contábil e timeliness: evidências empíricas nas demonstrações contábeis de empresas Brasileiras com ADRs negociados na bolsa de nova iorque. *Revista Contabilidade & Finanças*. Vol. 19 no.48 São Paulo. Set-Dez/2008. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772008000300003&script=sci_arttext>. Acesso em 30/01/2011.

SARLO NETO, Alfredo. *A relação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro*. Dissertação (mestrado em contabilidade) – Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE. Vitória, 2004.

SARLO NETO, Alfredo. *Relação entre estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros no mercado brasileiro*. Tese (doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo – USP. São Paulo, 2009.

SARLO NETO, Alfredo Sarlo; LOSS, Lenita; NOSSA, Valcemiro & TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo. Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro. In: **3º CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**, *anais em CD-ROM*, São Paulo, out. 2003

SARLO NETO, Alfredo; GALDI, Fernando Caio e DALMACIO, Flávia Zóboli. Uma pesquisa sobre o perfil das ações brasileiras que reagem à publicação dos resultados contábeis. *Revista Contabilidade de Organizações* – FEARP/USP, vol.3, n.6, pp. 22-40. ISSN 1982-6486, 2009

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTANO, Luciano Martin; SOARES, Karine Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINSITRAÇÃO – ENANPAD, 26, Salvador, 2002.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*. Vol. 65, No.1. PP. 131-156, January, 1990.