



Informatividade dos Lucros: Influência dos Dividendos e da Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras Listadas na BM&FBovespa

Silvio Freitas da Silva - Mestrando em Ciências Contábeis

Bolsista do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo

e-mail: sf.silviofreitas@gmail.com

Alfredo Sarlo Neto - Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP

Professor da Universidade Federal do Espírito Santo

e-mail: sarloneto@ccje.ufes.br

Donizete Reina - Mestre em Ciências Contábeis pela UFSC

Professor da Universidade Federal do Espírito Santo

e-mail: dreina2@hotmail.com

Bruno Fraislebem Formentini - Mestrando em Ciências Contábeis

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis Universidade Federal do Espírito Santo

e-mail: brunofrais@hotmail.com

Resumo

Este estudo tem por objetivo analisar a influência da política de dividendos e da governança corporativa na informatividade contábil das empresas listadas na BMF&BOVESPA. E ainda verificar a relação da classe das ações com a informatividade contábil dos lucros. A amostra foi composta pelos eventos de 215 ações de empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o ano de 2010 a 2013, com o total de 1075 observações. A base de dados utilizada nesta pesquisa foi obtida por meio de informações coletadas na base de dados do *software* Economática® e os segmentos de governança Corporativa no *software* Comdinheiro e na ausência verificou-se por meio de consulta do *site* da BM&Bovespa. A partir de um modelo de regressão linear múltipla busca explicar a informatividade dos lucros contábeis nos retornos anormais das ações podem ser influenciados pela governança corporativa das empresas. De acordo com as estatísticas descritivas, os resultados apontam uma maior dispersão para a variável de controle, o endividamento (ENDV) e variável explicativa Lucro líquido Ajustado (LLA). Em análise a correlação das variáveis pode-se afirmar que nenhuma apresentou uma correlação forte, a maioria grau de associação positiva e não apresentaram multicolinearidade. Os achados identificaram que a governança corporativa apresentou resultado significativo, com evidências que a Governança Corporativa tem influência no retorno anormal das ações. Esta pesquisa constata também a influência dos dividendos sobre a informatividade dos lucros. Todavia, o modelo apresentou um baixo poder explicativo, fato que pode ser atribuído à magnitude da amostra.

Palavras chave: Informatividade, Dividendos, Governança Corporativa, Mercado de Capitais.



INTRODUÇÃO

Os valores comerciais das ações levam em consideração a diversas nuances e influências como a expectativa do mercado, políticas econômicas, infraestruturas, confiança, e tantas outras peculiaridades que combinadas agregam o valor acionário. Dessa premissa, em meados da década de 60 começaram a surgir trabalhos que analisaram o impacto das políticas e distribuição dos dividendos sobre o valor de mercado das empresas. Além de analisarem se os dividendos têm ou não relevância para os preços das ações, as pesquisas buscam retratar os efeitos e causas das políticas no âmbito das empresas.

A Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos para o preço das ações proposta por Modigliani e Miller (1961) foi um dos primeiros estudos que marcam este debate. Contrapondo, Gordon (1963) e Lintner (1962) relataram o inverso, construindo a base da Teoria positiva da política de dividendos. E ainda sobre essa discussão, Brennan (1970) indica uma Teoria que sustenta a influência negativa dos dividendos.

O estudo busca analisar a influência dos dividendos na melhoria da informatividade dos lucros. Na década de 60 deu-se origem a teoria contábil positiva por meio do estudo Ball e Brown (1968), Beaver (1968), dentre outros, que buscaram analisar a relação entre variáveis contábeis e de mercado. Segundo Lopes e Iudicibus (2012) teoria positiva refere-se aquela que busca explicar e prever determinados fenômenos com base no que acontece na realidade.

Nessa perspectiva, diversos estudos começaram a utilizar informações contábeis como parâmetro para as decisões de investimentos no mercado de capitais, assim, a contabilidade passa a ter uma perspectiva informacional na exploração entre relação entre números contábeis e os preços das ações (Watts & Zimmerman, 1990).

Ball e Brown (1968) relatam que lucro líquido é uma informação contábil relevante para os investidores como critério na decisão de investir na empresa, deste modo, as informações produzidas pelas demonstrações contábeis podem explicar o retorno das ações. Nesse contexto, diversas outras variáveis contábeis podem influenciar as decisões dos investidores, inclusive os dividendos.

No que tange a questão informatividade dos lucros, pode-se verificar uma interação entre o lucro e outras informações contábeis para verificar se sua capacidade informacional pode ser melhorada. Francis, Schipper e Vicent (2005) constaram no ambiente americano que os dividendos são mais informativos que os lucros contábeis para a informatividade dos preços das ações. No Brasil, Brugni et. al. (2012) analisaram se os lucros interagidos com os dividendos tem mais capacidade informacional, os resultados apontaram que contribuem positivamente para a informatividade do lucro como variável explicativa do retorno das ações.

Pela teoria contratual da firma as relações entre as empresas e os agentes econômicos são por intermédio de um conjunto de contratos, explícitos ou não (Brito, Lopes & Coelho 2008). Sheifer e Vishny (1997) relatam que os mecanismos de governança corporativa são legais e econômicos podem mudar em um processo político. Sloan (2001) fornece uma visão geral dos papéis desempenhados no ambiente de governança corporativa: a divisão entre gestão e finanças, os órgãos reguladores (GAAP, SEC, Auditores e comitê de auditoria), os contratos, proteção legal e grandes investidores.



No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou em 2005 segmentos de listagem níveis diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado em 2000 e Bovespa Maio (Silveira, 2010).

Por conseguinte, surge à problemática da pesquisa: Empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa tem influência no poder de informatividade do lucro do retorno anormal das ações por meio das variáveis de lucro ou dividendos?

Diante disto, o presente artigo utiliza a metodologia de Brugni et. al. (2012), agora com uma perspectiva da governança corporativa. O norte deste estudo é investigar a influência das políticas de dividendos, tecendo um paralelo sobre a influência direta das políticas e distribuição de dividendos no retorno anormal das ações (retorno de lucro acima da média de mercado) e a influência na informatividade dos lucros das empresas listadas na BMF&BOVESPA no período de 2009 a 2013.

Desta forma o estudo busca expandir a literatura existente e buscar novos resultados empíricos com a intenção de mitigar os resultados contraditórios. O estudo é composto de cinco seções. A primeira trata-se desta introdução, a segunda seção da fundamentação teórica do artigo, seguida dos métodos e procedimentos utilizados na pesquisa. Na quarta seção são apresentados e analisados os resultados. E por fim são elaboradas as considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção apresentam-se os eixos teóricos com uma revisão de literatura, contemplando a informatividade contábil, as teorias sobre os dividendos, a distribuição de dividendos, as peculiaridades da legislação brasileira no tratamento dos dividendos e a Governança Corporativa.

2.2 A Teoria Positiva e a Informatividade dos Lucros Contábeis

Para iniciar o debate sobre informatividade contábil, faz necessário relacionar ao surgimento da abordagem positiva. Antigamente as pesquisas em contabilidade tinha caráter mais normativo, atualmente as pesquisas são em sua grande maioria positiva. Segundo Lopes e Iudicibus (2012) a pesquisa positiva tem a intenção de explicar e prever o que acontece na realidade das empresas, e a pesquisa normativa busca prescrever a melhor forma de mensuração de operações contábeis.

De acordo com Watts e Zimmerman (1990) explicam que a teoria positiva da Contabilidade surgiu dos estudos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), como uma forma de integrar à metodologia empírica de finanças com temas referentes à relação de mercados de capitais e contabilidade. Em outras palavras, a teoria positiva vista como uma forma de incorporar as teorias baseadas na economia explicando a relação entre contabilidade e mercados de capitais.

A contabilidade passou para a *Information Approach*, em que a pesquisa em contábil busca verificar a utilidade e a influência das demonstrações contábeis sobre as ações de seus usuários (Sarlo Neto, Loss, Nossa & Teixeira, 2003; Sarlo Neto, Galdi & Dalmacio, 2009).

Ball e Brown (1968) com o objetivo de verificar se a divulgação anual dos lucros anuais retratavam os fatores que impactavam nos preços das ações, os autores analisaram a



influência dos lucros residuais nos preços das ações negociadas na Bolsa de Nova York. O estudo de Ball e Brown (1968) forneceram evidências da utilização e da relevância das informações contábeis para os usuários participantes do mercado acionário (Sarlo Neto *et al.*, 2003).

O Lucro líquido é uma informação contábil relevante para os investidores como critério na decisão de investir na empresa e explicar o retorno das ações (Ball & Brown, 1968). No entanto ressalta-se que outras variáveis contábeis podem influenciar as decisões dos investidores, inclusive os dividendos. Uma interação entre o lucro e outras informações contábeis pode melhorar a capacidade informacional (Brugni, Sarlo Neto, Bastianello & Paris 2012).

Sarlo Neto, Galdi e Dalmácio (2009) afirmam que vários estudos constaram que a divulgação dos lucros contábeis afetam os preços das ações, no entanto os achados não seguem uma correlação perfeita. Devido a isso, tornam-se necessárias novas pesquisas explorando a relação entre lucros e preços (Sarlo Neto, Galdi & Dalmácio, 2009). Além devido às características particulares do mercado acionário brasileiro: volatilidade do mercado, presença marcante do estado, excessiva regulamentação da contabilidade, mercado acionário concentrado, fraca proteção dos acionistas (Sarlo Neto, 2004).

2.1 Políticas e Teoria dos Dividendos

A discussão sobre o impacto da política e distribuição dos dividendos no valor das empresas é um assunto que tem grandes controvérsias. Diante das pesquisas existentes, uma aponta para a irrelevância da política de dividendos (Modigliani & Miller, 1961), outra se sustenta na relevância positiva dos dividendos (Gordon, 1963; Lintner, 1962), e também há relevância negativa dos dividendos (Brennan, 1970), dentre outras. A complicação de solucionar está problemática é devido à complexidade de fatores que interferem no processo de avaliação das empresas e de decisões de financiamento (Nagem & Amaral, 2013).

Modigliani e Miller (1961) propõem a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Os autores investigaram o impacto da política de dividendos no preço das ações na avaliação de uma empresa. A pesquisa detectou que uma irrelevância dos dividendos devido ao efeito duplo no preço das ações. O dividendo tem um impacto positivo ao aumentar o fluxo de caixa dos acionistas atuais, por outro lado, este impacto é anulado devido aporte para pagamento dos dividendos ocasionarem futuramente a necessidade de emitir novas ações para financiamento da empresa (Modigliani & Miller, 1961).

A pesquisa de Modigliani e Miller (1961) sustenta-se que não existe uma estrutura financeira ótima entre capital próprio e de terceiros que impacte positivamente no valor das ações. E que o estudo é respaldado na teoria na hipótese de mercado perfeito, a racionalidade dos agentes do mercado e que não existe custos de transação (Loss & Sarlo Neto, 2003; Kuronuma, Lucchesi & Famá, 2004).

Ross, Westerfield e Jaffe (2002), destacam que a ideia da teoria da irrelevância da política de dividendos, proposta por Modigliani e Miller, refere-se ao aspecto que os investidores podem criar uma política de dividendos por si só, onde em uma posição insatisfeita pode desfazer a política de dividendos da empresa reinvestindo dividendos ou vendendo ações.

Contrapondo Modigliani e Miller (1961), Gordon (1963) e Lintner (1962) defendem a Teoria da influência positiva de dividendos (Teoria do Pássaro na Mão). Esta teoria baseia-se no ponto central de que é melhor assegurar um valor presente do que aguardar por mais no futuro. *Kuronuma et al.* (2004) a teoria sugere que há uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e seu valor de mercado.

Lintner (1956) afirma que os investidores preferem retornos advinhos dos dividendos aos originados de ganho de capital, devido ao risco e estabilidade relacionados. Em vista disso, a teoria também é conhecida como Teoria do “Pássaro na Mão”.

Segundo Nagem e Amaral (2013), os estudos de Gordon e Lintner supõem que o preço de uma ação não é sobre das expectativas de retorno da empresa, e sim, devido à expectativa de pagamento de dividendos futuros a valor presente.

Já a Teoria da influência negativa dos dividendos na avaliação do valor das empresas é sustentada inicialmente por Brennan (1970). O autor apresenta a partir de um modelo econométrico os efeitos dos impostos e da valorização da empresa sobre a política financeira da empresa. Brennan (1970) inclui no modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM) uma taxa de rendimento dos dividendos em relação ao preço das ações, se a taxa de *dividend yields* de determinada ação é alta, logo esta deve ser considerada no cálculo do retorno do ativo. Deste modo, no caso de dividendos altos é necessário um retorno maior para ações com a finalidade de compensar a desvantagem fiscal no ambiente americano para os investidores.

Loss e Sarlo Neto (2003) complementam com a teoria da preferência tributária, uma vez que se tem taxação de impostos de forma diferenciada sobre ganhos de capital e dividendos, os acionistas tenderão a escolher a que tiver menor encargo tributário.

2.3 Dividendos na Legislação Brasileira

Ross, Wasterfield e Jaffe (2002) relatam que os pagamentos de dividendos aos acionistas constituem um retorno do capital investido direta ou indiretamente pelos acionistas. Os dividendos é parcela do lucro paga pelas empresas aos acionistas que possuem ações das mesmas.

A legislação societária brasileira regulamenta que o estatuto da empresa poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, e que na omissão do estatuto o dividendo obrigatório não pode ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado (LEI Nº 6.404/76, Art.202). As ações preferenciais tem prioridade de na distribuição dos dividendos, fixo ou mínimo; prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou na acumulação das preferências e vantagens (LEI Nº 6.404/76, Art. 17).

A política de dividendos no Brasil é diferenciada comparada a outros países desenvolvidos como Estados Unidos e Inglaterra. Particularidades brasileiras, tais como: obrigatoriedade no pagamento de dividendos, aspectos de contabilização de operações e tributação sobre este tipo de rendimento são exemplos de diferenças (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002; Brugni *et al.*, 2012).

A legislação societária brasileira ainda determina que a remuneração dos acionistas pode ser efetuada de duas formas: dividendos ou juros sobre capital próprio (LEI Nº 9.249/95, Art. 9; Sarlo Neto, 2009). Os dividendos e juros sobre capital próprio diferem entre

principalmente quanto à base de cálculo e definição. Os juros sobre capital próprio são uma remuneração capital próprio dos acionistas com base de cálculo do patrimônio líquido; e os dividendos são os lucros distribuídos aos acionistas apurados a partir do próprio lucro líquido (Sarlo Neto, 2009).

Rolim (1996) destaca que a remuneração pelos juros sobre capital próprio trata-se de um incentivo no autofinanciamento das empresas, reduzindo diferenças entre financiamento de terceiros e próprio.

A criação dos juros sobre capital próprio foi destinado a minimizar os efeitos da extinção da correção monetária, diminuindo a carga tributária nas empresas (Carvalho, 2003; Sarlo Neto, 2009). A contabilização dos juros deve ser como despesa financeira na demonstração do resultado do exercício, e a Comissão dos valores mobiliários (CVM) regulamenta que devem ser estornados para fins de cálculo do lucro líquido (Sarlo Neto, 2009).

Pressi (2003) retrata a natureza jurídica do JSCP em duas vertentes: primeiro, a imputação do JSCP como despesa financeira (pessoa jurídica) e rendimento financeiro (beneficiário); segundo, que não passa de uma maneira de distribuição de resultados. O cálculo do JSCP podem ser a taxa que a empresa considerar adequada (Carvalho, 2003).

Destaca-se que a legislação societária determina a faculdade de imputação dos JSCP aos dividendos. Desta maneira, os JSCP podem ser incorporados nos valor do dividendo mínimo obrigatório (Carvalho, 2003; Sarlo Neto, 2009).

2.4 Governança Corporativa

Segundo a teoria contratual da firma as relações entre as empresas e os agentes econômicos são por intermédio de um conjunto de contratos, explícitos ou não (Brito, Lopes & Coelho 2008). Peleias, Segreti e Costa (2009) definem a governança corporativa como um conjunto de práticas que objetivam o desenvolvimento econômico-financeiro das empresas por intermédio de mecanismos que harmonizem as relações entre as partes.

Sheifer e Vishny (1997) relatam que os mecanismos de governança corporativa são legais e econômicos podem mudar em um processo político. Sloan (2001) fornece uma visão geral dos papéis desempenhados no ambiente de governança corporativa: a divisão entre gestão e finanças, os órgãos reguladores (GAAP, SEC, Auditores e comitê de auditoria), os contratos, proteção legal e grandes investidores.

Já Beuren, Nass, Theiss e Cunha (2013) asseguram que a governança corporativa é de suma importância para as organizações que possuem ações negociadas em bolsas de valores, por garantir maior transparência e confiabilidade aos negócios e relatórios contábeis, com o objetivo de mitigar fraudes e estabelecer um código de conduta nas empresa.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou em 2005 segmentos de listagem níveis diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado em 2000 e Bovespa Maio (Silveira, 2010).

Dada à importância da governança corporativa e a influência que pode ocasionar no ambiente empresarial. Este estudo a partir dos em níveis diferenciados de governança corporativa estabelecidos pela BM&FBovespa e aderido espontaneamente por parte das

empresas, buscar-se-á averiguar a se possui influência no poder de informatividade do lucro do retorno anormal das ações por meio das variáveis de lucro ou dividendos.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Com a finalidade de atingir o objetivo de analisar a influência da política e distribuição dos dividendos no retorno anormal das ações e da governança na informatividade dos lucros das empresas listadas na BMF&BOVESPA. Segundo Campbell, Lo & MacKinlay (1997), em virtude da racionalidade do mercado, os efeitos de um evento são imediatamente refletidos nos preços das ações.

A partir de um modelo de regressão linear múltipla busca explicar a informatividade dos lucros contábeis pode ser influenciada pela governança corporativa das empresas.

3.1 População e Amostra

A população deste artigo são as empresas que possuem ações em negociação na BM&BOVESPA. A pesquisa abrange o ano de 2009 a 2013. A base de dados utilizada nesta pesquisa foi obtida por meio de informações coletadas na base de dados do *software Economática®* e os segmentos de governança Corporativa no *software Comdinheiro* e na ausência verificou-se por meio de consulta do *site* da BM&Bovespa.

A população inicial perfazia o total de 1722 ações. Destas foram consideradas empresas com presença em bolsa superior a 80%, passando para 231 ações. Por falta de dados de algumas empresas, optou pela exclusão de 16 ações, assim restou o saldo de 215 ações.

Dessa forma, a amostra foi composta pelos eventos de 215 ações de empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o ano de 2010 a 2013.

3.2 Procedimentos de Coleta e Análise dos Dados

3.2.1 Modelo de Regressão – Informatividade dos Lucros

Utilizou-se um modelo de regressão múltipla Linear para testar a hipótese formulada da informatividade do lucros interagida com os dividendos, desenvolvido por Brugni et. al. (2012), incluindo no modelo a *dummy* de governança corporativa. Inclui-se também a variável *dummy* de ações ordinárias, dado a distinção entre os interesses das ações, seja as ações ordinárias com o direito ao voto e as ações com direito preferencial aos dividendos (Sarlo Neto, 2004; Lopes & Walquer, 2008).

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \beta_2 DIVA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t} \cdot DIVA_{i,t} + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END_{i,t} + DNDG + DONE_{i,t}$$

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 LLA e DIVA 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;
DNGC = Variável *Dummy* que assume valor de 1 para empresas listadas em algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa do Bovespa;
DON = Variável *Dummy* que assume valor de 1 para ações ordinárias e 0 para ações preferenciais;
 $\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do Modelo.

O modelo apresenta como variável dependente o retorno anormal do preço das ações.

O retorno anormal da ação dado pelo fórmula com base em pesquisa de Sarlo Neto (2009) e Francis, Schipper e Vincent (2005) e Brugni *et. al.* (2012) e Considerou-se.:

$$RA_i = R_{it} - RIBOV_t \quad \text{Equação 1}$$

Em que:

RA_i = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t;

R_{it} = Retorno da ação da empresa i no período t;

$RIBOV_t$ = Retorno do mercado no período t (retorno do mercado a variação do IBOVESPA);

A apuração do retorno da ação e do retorno do mercado (RIBOV) foram calculados similarmente, de acordo com equação 8 e 9 abaixo:

$$R_{it} = \frac{P_{it} + P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad \text{Equação 2}$$

e

$$RIBOV_t = \frac{IBOV_{it} + IBOV_{t-1}}{IBOV_{t-1}} \quad \text{Equação 3}$$

Quanto as variáveis independentes: LLA trata-se do lucro líquido divulgado ajustado pelo valor de mercado; DIVA é representada pelo Total de dividendos divulgados no exercício, ajustados pelo valor de mercado da empresa. Utilizam-se duas variáveis de controle tamanho e endividamento. A *proxy* do tamanho da empresa foi utilizado o logaritmo natural do Ativo total da empresa, já para o endividamento representada pela relação entre o capital de terceiros (passivos operacionais e não operacionais, de curto e longo prazo) e o Passivo Total (Brugni *et al.*, 2012).

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Informatividade dos Lucros: Interação com Dividendos e Governança Corporativa.

A primeira hipótese retrata Empresas listadas em alguns níveis diferenciados de governança corporativa do tem influência no poder de informatividade do lucro do retorno anormal das ações por meio das variáveis de lucro ou dividendos. E ainda inclui se no modelo uma *dummy* de ações ordinárias.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
RA	1075	0.172276	0.607351	-1.45378	5.268697
LLA	1075	-0.24053	4.504263	-114.531	6.670087
DIVA	1075	0.072052	0.199952	-0.00174	3.077869
lladivas	1075	0.024241	1.048753	-28.8084	15.7017
TAM	1075	6.627392	0.92898	2.542825	9.115249
END	1075	1.54038	15.50838	0	487.224

Fonte: Elaborada pelo Autores.

Nota-se na Tabela 1, que os resultados apontam que a estatística descritiva apresentou o maior valor de desvio padrão, respectivamente para: a variável de controle, o endividamento (ENDV) e variável explicativa Lucro líquido Ajustado (LLA).

Segue Tabela 2 com os coeficientes de Correlação de Pearson.

Tabela 2 - Coeficientes de Correlação de Pearson.

	RA	LLA	TAM	END	GOV	ON	DIVA
LLA	0.0126						
TAM	-0.0863	0.1444					
END	0.1086	-0.4238	-0.1922				
GOV	0.0675	0.1197	0.3184	-0.0969			
ON	0.0729	0.0889	0.0136	-0.054	0.2545		
DIVA	0.0914	0.0462	0.0926	-0.0231	0.0061	0.0034	
LLADIVA	0.0022	0.0898	0	-0.0015	-0.0186	-0.303	-0.0423

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Com os resultados da correlação de Pearson pode-se afirmar que nenhuma das variáveis apresentaram correlação forte. E que a correlação fornece evidências iniciais de que existe um grau de associação positiva entre as variáveis independentes e a variável dependente, com execução do tamanho. A Seguir a Tabela 3 que apresenta o grau de multicolinearidade, aplicou-se o teste de inflação de variância entre as variáveis independentes analisadas os Fatores de Inflação de Variância (FIV).

Tabela 3 – Teste de Estatística *Variance Inflation Factor* (VIF)

Variable	VIF	1/VIF
LLA	1.25	0.800058

END	1.25	0.801323
DGOV	1.2	0.832274
TAM	1.17	0.857221
DON	1.08	0.924388
LLADIVA	1.01	0.986377
DIVA	1.01	0.987291
Mean VIF	1.14	

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Conforme Favero, Belfiore, Silva e Chan (2010) a estatística VIF mede quanto à variância de cada coeficiente de regressão estimado aumenta por causa da multicolinearidade. Gujarate (2006) se algum valor possuir VIF maior que 10 tem problema de multicolinearidade. Conforme os resultados apresentados na Tabela 3, os resultados abaixo de 10, as variáveis não apresentam problemas de grau de multicolinearidade.

Para poder auferir sobre a informatividade nos resultados contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa, foi utilizado o modelo de dados em Painel balanceado. Posteriormente, realizou-se o teste de *Breusch-Pagan* para poder estimar por modelo de POLS ou efeitos aleatórios, com o aceite da hipótese nula do modelo de estimação POLS, de acordo com verificabilidade os modelos utilizados foram estimados com dados em painel com *Pooled*.

Segue Tabela 4 com os resultados da regressão múltipla.

Tabela 4 – Resultados da Regressão com Governança

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão
LLA	0.0083343*	.0045133
DIVA	0.307263***	.091524
LLADIVA	0.0025511*	.0174577
TAM	-0.0723986***	.0211412
ENDV	0.005002***	.0013098
DNDG	0.1243359**	.0433794
DON	0.0650652*	.0392111
Constante	0.496285	.1378706
Número de Obs	1075	
Prob > F	0.0000	
R ²	0.0436	
R ² Ajustado	0.0373	

Nível de Significância: *** 1%; **5%; *10.

Fonte: Elaborada pelo Autor.



Por meio da Tabela 4, podemos auferir que o modelo tem um baixo poder explicativo. Fato que pode ser atribuído ao número de grande número de observações. Entretanto, a variável de Dividendos Ajustados (DIVA), e as variáveis de controle apresentaram significância a 1%. Importante destacar que a variável *dummy* (DNDG) apresentou significância a 5%. No geral todas as variáveis foram significantes ao nível de significância de 10%.

Segundo Brugni et. al. (2012) indicam que os lucros, quando interagidos com os dividendos, são mais informativos para explicar/prever o preço das ações do que quando analisados individualmente. Esta pesquisa constata também a influência dos dividendos sobre a informatividade dos lucros.

Assim, constata-se que existem evidências que os níveis diferenciados de governança corporativa podem influenciar a informatividade sobre o retorno anormal das ações. Outro ponto, é que há evidências que as classes de ações apresentam influência na informatividade dos lucros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS

Este estudo tem por objetivo analisar a influência da política de dividendos e da governança corporativa na informatividade contábil das empresas listadas na BMF&BOVESPA no período de 2009 a 2013.

A partir de um modelo de regressão linear múltipla busca explicar a informatividade dos lucros contábeis nos retornos anormais das ações podem ser influenciados pela governança corporativa das empresas. E ainda verificar a relação da classe das ações com a informatividade contábil dos lucros.

De acordo com as estatísticas descritivas, os resultados apontam uma maior dispersão para a variável de controle, o endividamento (ENDV) e variável explicativa Lucro líquido Ajustado (LLA). Em análise a correlação das variáveis pode-se afirmar que nenhuma apresentou uma correlação forte. E que a correlação fornece evidências de um grau de associação positiva entre as variáveis independentes e a variável dependente, com execução do tamanho. As variáveis também não apresentaram multicolinearidade.

Os achados apontaram que a governança corporativa apresentou resultado significativo, com evidências que a Governança Corporativa tem influência no retorno anormal das ações, e as demais variáveis do modelo também apresentaram significância estatística. Há evidências que as classes de ações possuem influência na informatividade dos lucros. Esta pesquisa constata também a influência dos dividendos sobre a informatividade dos lucros. Todavia, o modelo apresentou um baixo poder explicativo, fato que pode ser atribuído à magnitude da amostra.

Desta forma, sugere-se para pesquisas futuras verificar em sub-amostras setoriais a influência dos níveis diferenciados de governança corporativa das empresas listadas na BM&FBovespa, dada as regulamentações específicas de cada setor.

REFERÊNCIAS



- Ball, R.; Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 159-178.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, Supplement, p. 62-92.
- Beuren, I. M., Nass, S., Theiss, V. & Cunha, P. R. (2013). Caracterização proposta para o comitê de auditoria no código de governança corporativa do Brasil e de outros países. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, 7(4), 407-423, out./dez.
- BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm. Acesso em: 03/01/2015.
- _____. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm. Acesso em: 03/01/2015.
- Brennan, M. (1970) Taxes, market valuation and financial policy. **National Tax Journal**, v.23, p.417-429, dec.
- Brito, G. A. S.; Lopes, A. B. & Coelho, A. C. D. (2008). **Conservadorismo nos resultados contábeis de instituições financeiras estatais e privadas**. In: ENANPAD, 32., 2008. **Anais...** Rio de Janeiro: Setembro.
- Brugni, Talles Vianna, et al. (2012). "Influência De Dividendos Sobre A Informatividade Dos Lucros: Evidências Empíricas na BM&FBOVESPA." **Revista Universo Contábil**, 8(3), p. 82-99, jul./set.
- Campbell, John Y., Lo, Andrew W., & Mackinlay, A. (1997). Craig. "The econometrics of Financial Markets", Cap. 4. Princeton University Press.
- Carvalho, E. R. A. (2003). Política De Dividendos E Juros Sobre O Capital Próprio: Um Modelo Com Informação Assimétrica. Dissertação (Mestrado, Administração de Empresas) – FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo.
- Fávero, L. P; Belfiore, P; Silva, F. L. & Chan, B. L. (2009). **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Francis, J.; Schipper, K.; Vicent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. **Journal of Accounting and economics**, v.39, p.329-360.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**, v.28, n.2, p.264-272, may.
- Gujarati, D. N. (2006). **Econometria básica**. 4 ed. São Paulo: Campus.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation. **The Journal of Business**, v.34, n.4, p.411-433, oct.
- Nagem, L. M. & Amaral, H. F. (2013). Retornos Anormais das Ações Pós-Pagamento de Dividendos: Um Estudo Empírico no Mercado Brasileiro a partir de 2009 **Revista de Contabilidade e Controladoria**. Curitiba, v.5, n.2, p.61-73, maio/ago.
- Kuronuma, A.M.; Lucchesi, E.P.; Famá, R. (2004). Retornos Anormais Acumulados das Ações no Período Pós-Pagamento de Dividendos: Um Estudo Empírico no Mercado



Brasileiro. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4, 2004, São Paulo. Anais... São Paulo.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, v.46, n.2, p.97-113, May.

Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **Review of Economics and Statistics**, v.44, p.243-269, aug.

Loss, L.; Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista de Contabilidade e Finanças**, USP – São Paulo. Edição comemorativa, p. 39-53, out.

Lopes, A. B.; Iudicibus, S. (2012). Teoria Avançada da Contabilidade. 2º Ed.. São Paulo: Atlas.

Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. *Working Paper*. Recuperado em 19 september, 2009, de <http://ssrn.com/abstract=1095781>.

Mackinlay, A.C. Event studies in economics and finance. (1997). *Journal of Economic Literature*, Nashville, v.35, n.1, p.13-39, mar.

Peleias, I. R.; Segreti, J. B.; Costa, C.A. (2009). Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emitentes de American Depositary Receipts-ADRs. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, 20(1), 41-65, jan./mar.

Pressi, G. (2003). Modelo para avaliação do impacto dos juros sobre o capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas. Rio Grande do Sul, 2003. Dissertação (Mestrado em economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRS.

Rolim, J. D. (1996). Remuneração do capital próprio das pessoas jurídicas – aspectos fiscais. In: ROCHA, Valdir de Oliveira. *Imposto de Renda: Alterações fundamentais*. São Paulo: Dialética.

Ross S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. (2002). *Administração Financeira – Corporate Finance*. 2 ed. São Paulo: Atlas.

Sarlo Neto, A. (2009). 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.

Sarlo Neto, A. (2004). 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.

Sarlo Neto, A.; Loss, L.; Nossa, V. & Teixeira, A. J. C. (2003). Uma Investigação sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, São Paulo.

Sarlo Neto, A.; Galdi, F. C.; Dalmacio, F. Z. (2009). Uma pesquisa sobre o perfil das ações brasileiras que reagem à publicação dos resultados contábeis. **Revista Contabilidade e Organizações**, 3(6), p. 22-40.



Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A Survey of corporate governance, **Journal of Finance** 52, 737-783.

Silveira, A., Di M. da. (2010). **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier.

Sloan, Richard G. (2001). Financial accounting and corporate governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**. USA, n. 32. p. 335-347. January.

Watts, Ross L.; Zimmerman, Jerold L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*. v. 65, n.1, p. 131-156, January.