

A Influência da Composição da Remuneração aos Acionistas sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis

Silvio Freitas da Silva - Mestre em Ciências Contábeis UFES
Professor da Universidade Estadual do Mato Grosso do Sul - UEMS
E-mail: sf.silviofreitas@gmail.com

Alfredo Sarlo Neto - Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP
Professor da Universidade Federal do Espírito Santo - UFES
E-mail: supersarloneto@gmail.com

Jorge Vieira da Costa Junior - Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP
Professor da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ
E-mail: jorgevcosta@terra.com.br

Donizete Reina - Mestre em Contabilidade pela UFSC
Professor da Universidade Federal do Espírito Santo – UFES
E-mail: donizete.reina@ufes.br

Resumo

Este estudo tem por objetivo analisar a influência da composição de remunerações aos acionistas sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis nas ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA. A amostra foi composta por 172 ações de empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o ano de 2010 a 2014, com o total de 595 observações por variável. Os dados utilizados nesta pesquisa foram obtidos por meio de informações coletadas na base de dados do *software* Comdinheiro e *site* da BM&FBovespa. Em relação às informações principais, dividendos e juros sobre capital próprio a coleta foi realizada pontualmente nas demonstrações financeiras padronizadas e disponibilizadas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Verificou-se ao longo do estudo que a remuneração total dos acionistas, os dividendos e a remuneração futura contribuem positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações das empresas listadas na BM&FBovespa. Além disso, constatou-se que no momento da divulgação das DFPs, os juros sobre capital próprio e as remunerações passadas não contribuem para capacidade informacional dos lucros contábeis, dado que já foram refletidos nos preços das ações. O lucro líquido mostrou-se positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos, como a principal variável que impacta nos retornos das ações, este resultado é condizente com os achados de Ball e Brown (1968), Beaver (1968) e Sarlo Neto (2009).

Palavras-chave: Capacidade Informacional. Remuneração aos acionistas. Dividendos. Juros sobre capital próprio.

1 Introdução

A formação do valor das ações comercializadas em mercado financeiros reflete as diversas nuances e influências de inúmeras outras variáveis correlacionadas, tais como: a expectativa do mercado, as políticas econômicas, as infraestruturas, confiança e outras peculiaridades do mercado no qual operam as empresas, que combinadas levam os investidores a precificarem o valor das firmas. No âmbito dessa premissa, em meados da década de 1960, surgiram trabalhos que analisaram como as variáveis contábeis impactavam os preços das ações das empresas.

Dentre esses trabalhos destacam-se os realizados por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), que, ao analisarem a relação entre variáveis contábeis e de mercado, contribuíram para a formação de um escopo e vertente da Ciência Contábil que ficou conhecida como Teoria Positiva. Desde o período da ascensão positivista das Ciências Contábeis no mundo, e nos últimos anos no Brasil, as pesquisas na área de contabilidade tem incorporado sistematicamente modelos, técnicas e instrumentos matemáticos e estatísticos como forma inevitável para busca de respostas.

Assim, diversos estudos passaram a utilizar as informações contábeis como parâmetro para as decisões sobre investimentos no mercado de capitais, oferecendo a Contabilidade uma perspectiva informacional na exploração da relação entre números contábeis e os preços das ações (WATTS; ZIMMERMAN, 1990).

Ball e Brown (1968) relatam que o lucro líquido é uma informação contábil relevante para os investidores, que serve de critério na decisão sobre investir, ou não, na empresa. Deste modo, as informações produzidas pelas demonstrações contábeis podem explicar o retorno das ações. Neste contexto, outras variáveis contábeis podem influenciar as decisões dos investidores, inclusive no tocante à remuneração aos acionistas.

No que tange a capacidade informacional dos lucros, a interação entre o lucro e outras informações contábeis pode detectar a possibilidade de melhoria da capacidade informacional. Francis, Schipper e Vicent (2005) constataram, no ambiente americano, que os dividendos são mais informativos que os lucros contábeis para a formação dos preços das ações.

Estudos na literatura nacional sobre capacidade informacional dos lucros evidenciaram que o preço das ações reage à divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro (MARTINEZ, 2001; LOPES, 2001; LIMA; TERRA, 2004; SARLO NETO, 2004). Neste contexto, esse artigo contribui ao avançar na construção desse conhecimento. Inicialmente, a relevância da pesquisa está na perspectiva alternativa adotada pela análise, que se pauta na contribuição da remuneração aos acionistas para capacidade informacional dos lucros contábeis, sendo que o foco situa-se na relação entre a remuneração aos acionistas e os preços das ações.

Ressalta-se que, no contexto brasileiro, a remuneração aos acionistas diferencia-se daquelas adotadas por outros países. A legislação societária e tributária brasileira determina que a remuneração aos acionistas seja efetuada de duas formas: por dividendos (Lei n. 6.404/76, art. 202); ou por juros sobre o capital próprio (JSCP) (Lei n. 9.249/95, art. 9). Também reconhece a faculdade de imputação dos juros sobre o capital próprio aos dividendos mínimos obrigatórios estatutários. No entanto, observou-se que estudos anteriores não contemplaram este aspecto em particular, fato que motivou à problemática geral da presente pesquisa: As composições da remuneração aos acionistas contribuem para capacidade informacional dos lucros no retorno anormal das ações?

Nesta visão, essa pesquisa adota como perspectiva a remuneração aos acionistas na íntegra e por meio de seu desmembramento, sendo: ora os dividendos desconsiderando a imputação dos juros sobre o capital próprio, ora uma visão temporal, com a remuneração subdividida entre remuneração passada e futura. Logo, esse estudo busca avançar na investigação sobre a influência da composição da remuneração aos acionistas no retorno anormal das ações (retorno de lucro acima da média de mercado), nas empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro (BM&FBovespa), no período de 2010 a 2014.

2 Plataforma Teórica

2.1 Dividendos

A remuneração por dividendos no Brasil diferencia-se daquelas adotadas por países desenvolvidos, como os Estados Unidos e a Inglaterra. Dentre as particularidades brasileiras, estão: a obrigatoriedade no pagamento de dividendos; os aspectos de contabilização de

operações; e da tributação sobre este tipo de rendimento (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; BRUGNI *et al*, 2012).

No que se refere à taxonomia, os dividendos podem ser divididos em prioritário ou não prioritário, cumulativo ou não cumulativo e mínimo, fixo ou obrigatório (MARTINS *et. al*, 2013, p. 435).

No critério de prioridade, os detentores de ações que conferem aos seus titulares dividendos prioritários têm prioridade em relação aos demais acionistas sobre a parcela dos lucros sociais (MARTINS *et. al*, 2013, p. 435; COSTA JUNIOR *et. al*, 2004). Outrora, os demais acionistas não titulares de ações com direito de dividendos prioritários, são denominados não prioritários.

Em relação à sistemática de cumulativo e não cumulativo, os dividendos cumulativos são os que concedem aos titulares das respectivas ações o direito de receber os dividendos no exercício em que houver lucros suficientes para sua distribuição, quando não for possível a distribuição no exercício social de sua competência. Logo, os dividendos não cumulativos representam os que não proporcionam aos titulares de ações serem classificados de tal forma (MARTINS *et. al*, 2013, p. 436; COSTA JUNIOR *et. al*, 2004). Ainda em casos que não houver lucros suficientes para distribuição dos dividendos estatutários, os detentores de ações que fazem jus ao dividendo cumulativo não terão prejudicada sua vantagem econômica. Tais valores serão acumulados para exercícios futuros (MARTINS *et. al*, 2013, p. 436).

No que tange a taxonomia fixo e mínimo, em essência são diferenciados pelo direito aos lucros remanescentes. Salvo disposição estatutária em contrário, o dividendo fixo não permite aos seus acionistas participação em lucros remanescentes a serem distribuídos (lucros excedentes). Já os dividendos mínimos permitem aos seus acionistas participação nos lucros remanescentes a serem distribuídos (Lei n. 6.404/76, art. 17; MARTINS *et. al*, 2013, p. 436; COSTA JUNIOR *et. al*, 2004). Em suma, os dividendos mínimos são aplicados aos acionistas preferencialistas, entretanto, pode ser atribuído aos acionistas ordinários (MARTINS *et. al*, 2013, p. 436).

O dividendo obrigatório, a legislação societária brasileira regulamenta que o estatuto pode determinar este dividendo com porcentagem do lucro ou do capital social. No caso de omissão do estatuto e a assembleia decidirem alterá-lo, o dividendo obrigatório não pode ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado, sendo obrigatória a aprovação por metade dos acionistas, com direito ao voto, para redução do dividendo obrigatório (Lei n. 6.404/76, art. 202, art.136).

Ressalta-se que existem acionistas que podem ter direito ao recebimento de mínimo e obrigatório ou fixo e obrigatório. Existem casos em que o dividendo pode estar “por dentro” do dividendo obrigatório (em situações que o dividendo obrigatório for maior que o fixo ou mínimo), e outros, o dividendo obrigatório pode ficar “por dentro” do dividendo fixo ou mínimo (situações que o dividendo obrigatório for menor que o fixo ou mínimo) (MARTINS *et. al*, 2013, p. 436).

No norte de tal disposto, as retenções de lucros (exceto as reservas de legais) não prejudicarão o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos (Lei n. 6.404/76, art.203). Santos e Schmidt (2002, p. 177) relatam que o dividendo foi estabelecido pela Lei 6.404/76 com a finalidade de assegurar a distribuição dos lucros da companhia aos acionistas minoritários, ou seja, para impedir uma retenção indiscriminada dos lucros pelas companhias.

2.2 Juros sobre o capital próprio

A criação dos juros sobre o capital próprio foi destinado a minimizar os efeitos da extinção da correção monetária, diminuindo a carga tributária nas empresas (CARVALHO, 2003; MOTA, 2007; SARLO NETO, 2009).

Rolim (1996) destaca que a remuneração pelos juros sobre o capital próprio trata-se de um incentivo ao autofinanciamento das empresas, já que reduz as diferenças entre o financiamento de terceiros e o próprio. Pressi (2003) complementa que a natureza jurídica dos JSCP possui duas vertentes: a primeira defende que a imputação dos JSCP é uma despesa financeira (pessoa jurídica) e o rendimento financeiro (beneficiário); e a segunda que vê os JSCP como uma mera distribuição de resultados.

Na pesquisa que objetivou conhecer o processo decisório na distribuição de dividendos, realizada por Decourt e Procianoy (2012), identificou-se que as empresas utilizam os JSCP, com vistas ao benefício fiscal que eles suscitam. Os juros sobre o capital próprio, pagos ou creditados, geram uma dedutibilidade para fins de apuração do lucro real e para a base de cálculo da contribuição sobre o lucro líquido, definidos com base no patrimônio líquido, limitados à variação *pro rata die*, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (Lei n. 9.249/95, art. 9).

A dedutibilidade dos juros não poderá exceder a 50% dentre os maiores valores (RIR/99, art. 347, § 1º): a) do lucro líquido, referente ao período-base do pagamento ou crédito dos juros, antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros; ou b) dos saldos das contas sobre os lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores.

Neste contexto, as empresas estariam propensas a distribuir seus resultados em forma de juros sobre o capital próprio. Entretanto, observa-se certa resistência no mercado brasileiro em pagar juros sobre o capital próprio, uma vez que as expectativas dos acionistas recaem sobre o pagamento por meio de dividendos (BOULTON; ALVES; SHASTRI, 2012).

Os dividendos e os juros sobre o capital próprio diferem ainda entre a base de cálculo e a definição. Os juros sobre o capital próprio é a remuneração sobre o capital próprio dos acionistas, com base de cálculo no patrimônio líquido (Lei n. 9.249/95, art. 9); e os dividendos são os lucros distribuídos aos acionistas, apurados a partir do próprio lucro líquido. Ainda, os dividendos são tributados em nível corporativo, já os juros sobre o capital próprio são dedutíveis para a empresa, mas sujeitos a retenção na fonte para os acionistas (BOULTON; ALVES; SHASTRI, 2012).

Destaca-se que a legislação tributária determina a faculdade de imputação dos JSCP aos dividendos. Desta maneira, os JSCP podem ser incorporados no valor do dividendo mínimo obrigatório (Lei n. 9.249/95, art. 9). Costa Junior et. al (2004) destaca que os juros sobre capital próprio só podem ser imputados ao dividendo de que dispõe o artigo 202 da Lei nº 6.404/76, isto é o dividendo obrigatório.

Ressalta-se que por meio da Deliberação n. 683, da CVM, foi aprovada a Interpretação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (ICPC) 08 (RI), que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos e, por analogia, a contabilização dos juros sobre o capital próprio, imputados aos dividendos.

Salienta-se que os juros pagos ou creditados, a título de remuneração do capital próprio, somente poderão ser imputados aos dividendos obrigatórios pelo seu valor líquido no imposto de renda na fonte (Lei n. 9.249/95, art. 9; ICPC 08-R1).

Em sua pesquisa Costa Junior et. al (2004) identificaram em uma amostra de 29 companhias abertas listadas na BM&FBovespa, que a magnitude das empresas imputa os juros sobre capital próprio de forma errônea. Cabe ressaltar que esta pesquisa limita-se às informações divulgadas, sem verificação se o procedimento de cálculo das empresas está adequado ou não. Contudo, o trabalho buscou verificar o impacto das informações divulgadas sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis.

3 Hipóteses de Pesquisa

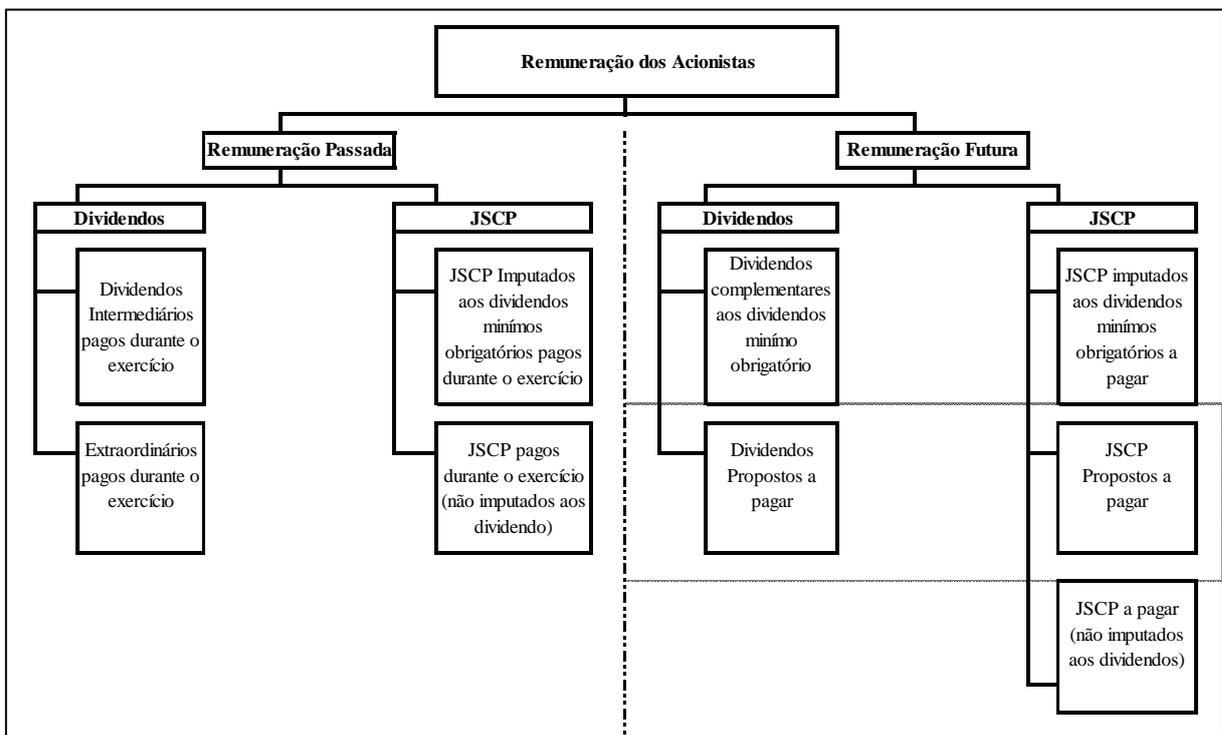
Com base na questão central desta pesquisa e no referencial teórico apresentado foram desenvolvidas as hipóteses para solucionar a problemática.

A relevância da Contabilidade está relacionada à sua capacidade de gerar informações aos usuários externos, esta capacidade informacional denomina-se informatividade (SARLO NETO, 2009). O lucro líquido é uma informação contábil relevante para os investidores como critério para a decisão de investir (ou não) na empresa (BALL; BROWN, 1968).

Deste modo, as informações produzidas pelas demonstrações contábeis podem explicar o retorno das ações. Neste contexto, diversas outras variáveis contábeis podem influenciar as decisões dos investidores, inclusive aquelas relacionadas à remuneração aos acionistas (BRUGNI *et al*, 2012).

Uma análise descritiva da composição da remuneração aos acionistas - via proventos em dinheiro - nas empresas listadas na BM&FBovespa, foi possível construir um organograma do funcionamento das práticas adotadas por essas empresas.

Figura 1 – Organograma da Composição da Remuneração aos acionistas no Brasil



Fonte: Elaborada pelos autores.

Como forma de ilustrar as hipóteses de pesquisa, a Figura 1 apresenta o organograma do funcionamento da composição da remuneração aos acionistas no ambiente brasileiro: primeiramente forma de pagamento, dividendos ou JSCP; e em uma visão temporal, dividindo-se em remuneração passada e remuneração futura.

A primeira hipótese formulada para essa pesquisa fundamenta-se na premissa de que: diante das formas para a remuneração aos acionistas - dividendos (Lei n. 6.404/76, art. 202), juros sobre o capital próprio (Lei n. 9.249/95), ou ambos - essas são as formas de remunerações dos proventos em dinheiro para os acionistas no mercado brasileiro (DECOURT; PROCIANOY, 2012).

Na teoria de agência existe um conflito de interesse entre os acionistas e os executivos, Jensen e Meckling (1976) identificaram que quanto mais proventos são distribuídos aos acionistas, menor é o fluxo de caixa livre da empresa. Diante disto, diminui os conflitos entre

executivos e acionistas, e em consequência, aumenta o valor da empresa (NOVIS; SAITO, 2003).

Em outras palavras, a distribuição dos resultados por meio de dividendos e juros sobre o capital próprio diminui o valor que depende de critérios gerenciais (discricionariedade), o que decorre que esta informação também é divulgada aos acionistas (BOULTON; ALVES; SHASTRI, 2012).

Hipótese 1 (H1): As remunerações aos acionistas contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Em uma visão temporal, os juros sobre o capital próprio são pagos em sua maioria mensalmente ou trimestralmente. Desta forma, em sua magnitude essa remuneração reflete imediatamente nos preços das ações, seguindo a hipótese do mercado eficiente, na forma semiforte (FAMA, 1970).

Por isso, acrescenta-se ao lucro contábil (BALL; BROWN, 1968), os dividendos, entretanto, agora sem o efeito da imputação dos JSCP (FRANCIS, SCHIPPER; VINCENT, 2005, p. 27). Os dividendos representam a remuneração que está sendo publicada e disponibilizada pela divulgação das demonstrações financeiras padronizadas, logo imediatamente refletirão nos preços das ações (FAMA, 1970). Neste contexto, surgem as seguintes hipóteses desta pesquisa sobre a análise temporal que caracteriza os dividendos e os JSCP:

Hipótese 2 (H2): Os dividendos puros (não enviados pelos JSCP) contribuem positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Loss e Sarlo Neto (2003) complementam com a Teoria da Preferência Tributária, onde a taxa diferenciada de impostos leva os acionistas a escolher a forma de remuneração que tiver menor encargo tributário. Entretanto, os JSCP em sua magnitude já foram distribuídos antes da divulgação das demonstrações financeiras padronizadas, assim, tem-se a terceira hipótese:

Hipótese 3 (H3): Os juros sobre o capital próprio não contribuem para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Entretanto, na análise temporal é possível considerar as informações que efetivamente foram pagas (remuneração passada) e as informações creditadas ou previstas (remuneração futura), seja por meio de dividendos, por juros sobre o capital próprio, ou por ambos; com base no organograma da composição da remuneração aos acionistas adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa.

Diante disto, seguindo o mesmo embasamento da hipótese do mercado eficiente, na forma semiforte (FAMA, 1970), considera-se que a remuneração passada já foi refletida nos preços das ações na data do anúncio do pagamento das remunerações aos acionistas. Assim, na data da divulgação das demonstrações contábeis financeiras padronizadas o elemento surpresa que impactaria é a divulgação da remuneração futura. Desta forma, seguem outras duas hipóteses desta pesquisa.

Hipótese 4 (H4): As remunerações futuras dos acionistas (valores creditados e propostos de dividendos e juros sobre o capital próprio) contribuem positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Hipótese 5 (H5): As remunerações passadas dos acionistas (valores pagos de dividendos e juros sobre capital próprio) não contribuem para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

4 Procedimentos Metodológicos

4.1 Coleta de Dados e Definição das Amostras

A população usada como amostra neste artigo é formada por empresas com ações negociadas na BM&FBovespa. A pesquisa abrange o período de 2010 a 2014. A base de dados da pesquisa foi obtida por meio do *software* Comdinheiro, das demonstrações financeiras padronizadas (DFPs) e pelos sítios eletrônicos da BM&FBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A Tabela 01 apresenta a constituição da amostra final por ano e o total das observações.

Tabela 01 - Constituição das amostras finais

Painel A - Amostra final	2010	2011	2012	2013	2014	TOTAL
Amostra geral	716	716	716	716	691	3555
(-) Exclusão das observações firma-ano nível inferior a 80% de presença na bolsa	(476)	(467)	(462)	(458)	(437)	(2300)
(-) Exclusão das observações ações duplicadas por menor liquidez	(30)	(28)	(30)	(30)	(32)	(150)
(-) Exclusão das observações firma-ano por ausência de valor (<i>miss value</i>) na base de dados	(33)	(28)	(14)	(16)	(9)	(100)
(-) Exclusão das observações firma-ano financeiras	(20)	(21)	(23)	(23)	(22)	(109)
(-)Exclusão das empresas com prejuízo e/ou sem remuneração	(43)	(58)	(68)	(65)	(67)	(301)
(=) Amostra Final por Observações	114	114	119	124	124	595
(=) Amostra Final por Empresas	114	114	119	124	124	172

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelos autores.

A amostra geral da pesquisa corresponde as empresas ativas que possuem ações negociadas na BM&FBovespa. Trata-se de um painel desbalanceado, a pesquisa compreende o total de 595 (quinhentos e noventa e cinco) observações por variável, perfazendo o total de empresas analisadas no período de 172 (cento e setenta e duas).

4.2 Definições das Variáveis

4.2.1 Variáveis Dependente

Os modelos apresentam como variável dependente o retorno anormal do preço das ações. No caso o retorno anormal da ação é ajustado pelo mercado, similarmente as pesquisas de Francis, Schipper e Vincent (2005), Sarlo Neto (2009) e Brugni *et al* (2012), conforme a fórmula:

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

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 as equações 2 e 3:

$$R_{it} = Ln \left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} \right) \quad \text{Equação 2} \quad \text{e} \quad RIBOV_t = Ln \left(\frac{IBOV_{it}}{IBOV_{t-1}} \right) \quad \text{Equação 3}$$

Conforme proposto por Fama (1965), utilizou-se a forma logarítmica para cálculo dos retornos realizados.

Vale ressaltar que adotou-se como métrica para “ t ” a data efetiva da divulgação disponível no sítio da CVM (ou data anterior disponível do fechamento de negociação no pregão), como *proxy* de divulgação das demonstrações financeiras padronizadas para preços

de fechamento das ações das empresas e índice Ibovespa, utilizados nos cálculos dos retornos. E que o preço diário de fechamento das ações são ajustado por dividendos e proventos.

4.2.2 Variáveis Independentes

Os modelos apresentam como variável comum explicativa o lucro líquido devido sua capacidade informacional (BALL; BROWN, 1968; SARLO NETO, 2004, 2009). Neste caso, o lucro líquido divulgado ajustado pelo valor de mercado, conforme proposto por Sarlo Neto (2009) e Brugni *et al* (2012), obtém-se por:

$$LLA_{it} = \left(\frac{LLA_{it}}{VM_{i,t-1}} \right) \quad \text{Equação 4}$$

Em que: Lucro Líquido Ajustado ($LLA_{i,t}$): é o lucro líquido da empresa i no período t , ajustado ao valor de mercado em $t-1$.

Para a primeira hipótese, inclui-se ao modelo a remuneração total dos acionistas, compreendendo os valores pagos e creditados de dividendos e juros sobre o capital próprio, apresentados na Figura 2. Segue fórmula:

$$REM_{it} = \left(\frac{REM_{i,t}}{LL_{i,t}} \right) \quad \text{Equação 5}$$

Em que: Remuneração aos acionistas ($REM_{i,t}$): é o percentual da remuneração aos acionistas sobre o lucro líquido da empresa i no período t .

Para responder a segunda hipótese desta pesquisa, acrescenta-se como variável independente, os dividendos puros divulgados no exercício (DVP). Os dividendos puros compreendem todos os valores pagos e creditados e/ou propostos. Vale ressaltar que para o cálculo dos dividendos puros são excluídos os juros sobre o capital próprio, imputados aos dividendos, conforme informação evidenciada nas notas explicativas das demonstrações padronizadas das empresas. Este procedimento de exclusão evita a duplicidade de valores, simultaneamente em dividendos e JSCP. Segue cálculo:

$$DVP_{it} = \left(\frac{DVP_{it}}{LL_{i,t}} \right) \quad \text{Equação 6}$$

Em que: Dividendos puros ajustados ($DVP_{i,t}$): é o percentual dos dividendos sobre o lucro líquido da empresa i no período t .

Adicionalmente, para constituir evidências para a terceira hipótese desta pesquisa, o segundo modelo contempla a variável: juros sobre o capital próprio divulgados. Os juros sobre o capital próprio compreendem todos os valores pagos e creditados e/ou propostos. Conforme cálculo abaixo:

$$JSCP_{it} = \left(\frac{JSCP_{it}}{LL_{i,t}} \right) \quad \text{Equação 7}$$

Em que: Juros sobre o capital próprio ajustados ($JSCP_{i,t}$): é o percentual dos juros sobre o capital próprio sobre o lucro líquido da empresa i no período t .

Para analisar a quarta e quinta hipóteses desta pesquisa, o terceiro modelo modifica a apresentação das variáveis: dividendos e juros sobre o capital próprio. Agora, o modelo apresenta classificações diferentes, com a dissociação dos valores pagos e valores creditados ou propostos a pagar, constituindo, respectivamente, as variáveis: remuneração passada e remuneração futura, ambas ajustadas pelo valor de mercado.

A remuneração passada é composta por pagamentos de dividendos e juros sobre o capital próprio efetuados no exercício analisado. Neste caso, compõe a remuneração passada: os juros sobre o capital próprio pagos (imputados e não imputados aos dividendos), os dividendos pagos (dividendos intermediários e dividendos extraordinários). De acordo com a Hipótese do Mercado Eficiente, tais valores já foram refletidos nos preços das ações, visto que já foram publicados (presume-se pelos pagamentos efetuados). Segue cálculo da remuneração passada.

$$RP_{it} = \left(\frac{RP_{it}}{LL_{i,t}} \right) \quad \text{Equação 8}$$

Em que: Remuneração passada ($RP_{i,t}$): é o percentual da remuneração passada sobre o lucro líquido da empresa i no período t .

A remuneração futura é composta por dividendos a pagar e juros sobre o capital próprio a pagar e proposto a pagar. Assim, compõe a remuneração futura: os juros sobre o capital a pagar e propostos (imputados aos dividendos, proposto a pagar, JSCP a pagar); e os dividendos a pagar e propostos (dividendos complementares ao mínimo a pagar e dividendos propostos). Segundo a Hipótese do Mercado Eficiente, os preços das ações refletem devidamente as informações publicamente disponíveis (FAMA, 1970). Segue cálculo da remuneração futura:

$$RF_{it} = \left(\frac{RF_{it}}{LL_{i,t}} \right) \quad \text{Equação 9}$$

Em que: Remuneração Futura ($RF_{i,t}$): é o percentual da remuneração futura sobre o lucro líquido da empresa i no período t .

4.2.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle foram escolhidas de acordo com a relação encontrada com a informatividade. Neste ponto, a intenção é isolar os efeitos sobre as variáveis dependentes da informatividade, buscando mitigar distorções nas análises.

Este trabalho utiliza como variáveis de controle: o tamanho da empresa (ATIASE, 1985; FREEMAN, 1987; COLLINS; KOTHARI, 1989; SARLO NETO, 2009); o endividamento (DHALIWAL; LEE; FARGHER, 1991; FAN; WONG, 2002; FRANCIS; SCHIPPER; VINCENT, 2005); *Market-book* (COLLINS; KOTHARI, 1989; SARLO NETO, 2009); e o prejuízo (SARLO NETO, 2009).

As variáveis de controle que serão representadas nos modelos pela seguinte expressão:

$$\sum_1^n y_n \text{Controle}_{it} = \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END_{i,t} + \omega_3 MTB_{i,t} + \omega_4 ANO_{i,t}$$

Em que:

$Controle_{i,t}$: são as variáveis de controle da empresa i no período t .

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 ;

ω_3 = Coeficiente angular entre a variável MTB e o retorno ajustado;

MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t .

ω_4 = Coeficiente angular entre a variável ANO e o Retorno Ajustado;

ANO = Variável *Dummy* que assume valor de 1 para determinado ano e 0 para os outros anos;

4.4 Métodos Analíticos e Estatísticos

4.4.1 Modelos de Regressão – Informatividade dos Lucros

Utilizou-se o modelo de regressão múltipla linear para testar as hipóteses levantadas neste trabalho.

Os modelos são estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e está configurado sob a abordagem POOLED. Utilizou-se a técnica de correção de erros pelo teste de White para corrigir problemas de heterocedasticidade nas amostras de pesquisa ao aplicar os modelos econométricos. E ressalta-se que os números das observações não são os mesmos para cada período “ t ”.

O modelo (M1) tem ênfase na remuneração total dos acionistas, variável de interesse, com o propósito de responder a primeira hipótese.

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t} \cdot REM_{i,t} + \sum_1^n y_n \text{Controle}_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(M1)}$$

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 ;

γ_1 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e REM e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t}.REM_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e a Remuneração total dos acionistas ajustada;

$Controle_{i,t}$: são as variáveis de controle da empresa i no período t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do Modelo.

O segundo modelo (M2) busca evidências para as hipóteses H2 e H3, com ênfase na influência dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio na informatividade dos lucros contábeis sobre os retornos anormais das ações das empresas.

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t}.DIVP_{i,t} + \gamma_2 LLA_{i,t}.JSCP_{i,t} + \sum_1^n \gamma_n Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (M2)$$

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 ;

γ_1 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e DIVP e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t}.DIVP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e os Dividendos Puros Ajustados;

γ_2 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e JSCP e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t}.JSCP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o JSCP Ajustado;

$Controle_{i,t}$: são as variáveis de controle da empresa i no período t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do Modelo.

Por fim, segue o modelo de informatividade (M3) para constituir evidências empíricas para as duas últimas hipóteses desta pesquisa, considerando os efeitos das remunerações futuras e passadas.

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t}.RF_{i,t} + \gamma_2 LLA_{i,t}.RP_{i,t} + \sum_1^n \gamma_n Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (M3)$$

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 ;

γ_1 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e RF e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t}.RF_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o RF Ajustado;

γ_2 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e RP e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t}.RP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o RP Ajustado;

$Controle_{i,t}$: são as variáveis de controle da empresa i no período t ;

MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do Modelo.

5 Análises de Dados e Resultados da Pesquisa

As hipóteses de pesquisa retratam a influência da composição da remuneração aos acionistas no poder da informatividade do lucro do retorno anormal das ações. Para tanto, foram construídos três modelos, que buscaram identificar a composição da remuneração que

XVII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2016
28 e 29 de outubro de 2016 - Rio de Janeiro, RJ

impacta nos preços das ações. Inicialmente, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos M1, M2 e M3.

Tabela 02– Estatística descritiva para os modelos de Informatividade

ESTATÍSTICA	RA	LLA	LLA REM	LLA DIVP	LLA JSCP	LLA RF	LLA RP	TAM	END	MTB
Observações	595	595	595	595	595	595	595	595	595	595
Média	0.0349	0.118	0.049	0.037	0.012	0.034	0.017	22.230	0.535	2.734
Desvio-padrão	0.4488	0.122	0.053	0.059	0.019	0.044	0.036	1.451	0.171	3.867
Min	-1.613	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	18.048	0.005	0.128
p25	-0.185	0.050	0.018	0.006	0.000	0.009	0.000	21.212	0.432	0.974
p50	0.0537	0.086	0.031	0.021	0.003	0.022	0.001	22.153	0.546	1.625
p75	0.2877	0.144	0.062	0.046	0.018	0.042	0.020	23.230	0.649	2.933
Max	40.212	1.154	0.459	0.452	0.166	0.421	0.452	27.347	0.931	51.752

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelos autores.

Na Tabela 02, observa-se pelas estatísticas descritivas que as variáveis de controle MTB e TAM apresentam maior dispersão dos dados, respectivamente com desvio-padrão de 3,8665 e 1,4505. Em contraponto, as variáveis explicativas LLA, LLAREM, LLADIVP, LLAJSCP, LLARF e LLARP são as que apresentam a menor dispersão de dados, quando comparadas as demais variáveis.

A seguir na Tabela 03, apresentam-se os resultados da regressão, conforme a aplicação do modelo de *Pooled*.

Tabela 03– Resultados das regressões

VARIÁVEIS	REMUNERAÇÃO TOTAL (M1)	DIVIDENDOS E JSCP (M2)	REMUNERAÇÃO FUTURA E PASSADA (M3)
LLA	0.565***	0.567***	0.505***
	-4.054	-4.101	-3.308
LLAREM	0.507*	-----	-----
	-1.924	-----	-----
LLADIVP	-----	0.475*	-----
	-----	-1.827	-----
LLAJSCP	-----	0.937	-----
	-----	(1.15)	-----
LLARF	-----	-----	0.678*
	-----	-----	-1.694
LLARP	-----	-----	0.543
	-----	-----	-1.616
TAM	-0.0218	-0.0223	-0.0212
	(-1.341)	(-1.360)	(-1.311)
END	-0.0626	-0.0555	-0.0736
	(-0.579)	(-0.505)	(-0.689)
MTB	0.00553	0.00568	0.00587
	-1.108	-1.140	-1.187
ANO2011	0.0632	0.0661	0.0619
	-1.359	-1.434	-1.329
ANO2012	0.265***	0.270***	0.270***
	-4.302	-4.324	-4.383
ANO2013	0.0340	0.0383	0.0289
	(0.659)	(0.742)	(0.562)
ANO2014	-0.153***	-0.149***	-0.162***
	(-2.876)	(-2.794)	(-3.012)
Constant	0.405	0.404	0.399

XVII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2016
28 e 29 de outubro de 2016 - Rio de Janeiro, RJ

	-1.174	-1.171	-1.159
<i>Observations</i>	595	595	595
<i>R-squared</i>	12.80%	12.90%	12.90%
<i>r2_a</i>	11.50%	11.40%	11.50%
<i>F</i>	8.827	8.010	8.247

Nota:***,**,*, significante a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelos autores.

De acordo com a Tabela 03, para modelo M1 de informatividade, com ênfase na remuneração total dos acionistas, observa-se que a variável explicativa LLA possui coeficiente positivo e estatisticamente significante no modelo, condizente com a teoria. No que tange a interação entre as remunerações aos acionistas (REM) e o lucro contábil ajustado (LLA), à variável LLAREM, de interesse neste modelo, verifica-se que o coeficiente Y_2 foi positivo e estatisticamente significante, no nível de significância de 10%, há evidências que a remuneração aos acionistas contribuem positivamente para a capacidade informacional do lucro contábil, não rejeita-se **H1**.

O segundo modelo de informatividade proposto busca evidências com ênfase nos dividendos puros e nos juros sobre o capital próprio para segunda e terceira hipótese desta pesquisa. Analisando a Tabela 03, constata-se a interação entre os dividendos puros (DIVP) e o lucro contábil ajustado (LLA), a variável LLADIVP, verifica-se que o coeficiente y_1 foi positivo e estatisticamente significante, ao nível de 10% de confiança, assim há evidências que os dividendos puros exercem influência positiva na sobre a capacidade informacional do lucro contábil, não rejeita-se a **H2**.

Em relação à variável LLAJSCP, de interesse neste modelo, verifica-se que o coeficiente y_2 não foi estatisticamente significante, logo não há evidências que os juros sobre o capital próprio exercem influência sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis, não rejeita-se a **H3**. Vale ressaltar, que os juros sobre capital próprio é pago em sua magnitude no decorrer do exercício contábil, mensalmente ou trimestralmente. Contudo, na data da divulgação da informação contábil, tal valor já foi absorvido pelo mercado.

No terceiro modelo de informatividade proposto busca evidências sobre a informatividade, com ênfase nas remunerações futura e passada para as últimas três hipóteses deste estudo. Com base no disposto na Tabela 03, a variável explicativa LLA possui coeficiente positivo e estatisticamente significante no modelo, condizente com a teoria. Em relação à variável LLARF, de interesse neste modelo, verifica-se que o coeficiente Y_2 foi positivo e significativo, ao nível de confiança de 10%, com evidências que a remuneração futura exerça influência positiva na sobre a capacidade informacional do lucro contábil, não rejeita-se **H4**.

Em consonância, o coeficiente da interação entre o percentual da remuneração passada (RP) e o lucro contábil ajustado (LLA), a variável LLARP, não foi estatisticamente significativo, logo não há evidências que exerce influência sobre a capacidade informacional do lucro contábil. Há evidências para não rejeitar a **H5**, o que indica que a informação da remuneração passada já foi absorvida pelo mercado no momento do pagamento e, agora, na divulgação dos resultados contábeis das empresas não reflete nos preços das ações.

Destaca-se que a remuneração futura contempla os valores creditados e previstos aos acionistas, constantes na divulgação das demonstrações financeiras padronizadas que ainda não foram liquidados. Estes valores são os que ainda têm poder informacional e refletiriam na divulgação das DFPs. Todavia, não significa que os valores dos proventos pagos durante o exercício não tenham poder informacional, mas que na data da divulgação anual dos números contábeis, estes já foram absorvidos pelo mercado.

Adicionalmente, verifica-se em todos os modelos (M1, M2 e M3), que os coeficientes das variáveis de controle, TAM, END e MTB não foram significativos. Em relação ao Endividamento, o resultado foi similar ao encontrado por Sarlo Neto, Bassi e Almeida (2011)

em estudo realizado em países da América Latina. Entretanto, quanto ao tamanho da empresa, os autores apontaram uma relação de influência negativa; e uma relação positiva do índice de *Market-to-book*.

6 Considerações Finais

A presente pesquisa teve por objetivo geral verificar a contribuição da composição da remuneração aos acionistas, adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa, para a capacidade informacional dos lucros para explicar o retorno das ações, na divulgação das demonstrações financeiras padronizadas anuais.

Em análise geral, o lucro líquido mostrou-se positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos testados, como a principal variável que impacta no retorno das ações, este resultado é condizente com a teoria (BALL; BROWN, 1968; BEAVER 1968; SARLO NETO, 2009).

Na hipótese 1, a interação entre lucro líquido ajustado e o percentual das remunerações aos acionistas (todos valores de proventos pagos, creditados e/ou propostos) mostraram-se significativas e positivas, indicando que a remuneração total dos acionistas contribuem positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis, confirmando a H1. Este indício é conflitante, quando comparado ao apontado por Nagem e Amaral (2013) que evidenciaram a irrelevância das remunerações no retorno das ações, ressalva-se que o período de análise dos autores contemplou um ambiente de instabilidade econômica, de 2009 a 2011.

Na hipótese 2, A interação entre o lucro líquido ajustado e o percentual dos dividendos puros (desconsiderando a imputação dos juros sobre o capital próprio) sobre os lucros líquido, foram significativos e positivos, indicando que os dividendos contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar os retorno das ações, logo confirma-se a H2. Os resultados foram similarmente encontrados no estudo Brugni *et. al* (2012) em relação a contribuição positiva dos dividendos. Entretanto, nos estudos de Brugni *et. al* (2012) no mercado brasileiro e Francis, Schipper e Vincent (2005) no mercado americano, os dividendos apresentaram mais informativos que os lucros isolados.

No que tange a hipótese 3, as interações entre o lucro líquido contábil o percentual dos juros sobre o capital próprio sobre o lucro líquido não foram significativas, indicando que não têm impacto na capacidade informacional do lucro contábil. Assim, há evidências de que essa composição de remuneração aos acionistas não impacta no retorno das ações, na data da divulgação das demonstrações financeiras anuais, não rejeita-se H3.

Neste aspecto, destaca-se que os achados da característica da amostra final desta pesquisa é similar aos resultados de Boulton, Alves e Shastri (2012), que mesmo perante a vantagem fiscal dos juros sobre o capital próprio, as empresas continuam a pagar dividendos, para atender a demanda dos acionistas.

Neste ponto, o resultado indica que a remuneração aos acionistas por juros sobre o capital próprio é uma informação já absorvida pelo mercado, dado aos pagamentos mensais e trimestrais no decorrer do exercício, condizente com HME, na forma semiforte (FAMA, 1970). Deste modo, na divulgação das demonstrações contábeis anuais, tal informação já foi refletida nos preços das ações.

Em relação à hipótese H4 e H5, as remunerações totais dos acionistas foram divididas entre: remunerações passadas (valores dos proventos pagos) e remunerações futuras (valores dos proventos creditados e propostos). Conforme se esperava, os resultados foram significativos apenas para as remunerações futuras, sinalizando que essa informação em sua magnitude que tem impacto positivo na capacidade informacional do lucro.

No geral, as composições a remuneração total dos acionistas, os dividendos e a remuneração futura contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros

contábeis para explicar o retorno das ações das empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2014. Todavia, os juros sobre capital próprio e as remunerações passadas não contribuem para capacidade informacional dos lucros contábeis, dado que já foram refletidos nos preços das ações em momento oportuno antes da divulgação das DFPs.

Referências

ATIASE, R. Predisclosure information, firm capitalization and security price behavior around earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, p. 21-36, spring 1985.

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

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

BOULTON, T. J.; ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 968-979, set. 2012.

BRASIL. Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. _____. Lei no 9.249, de 26 de dezembro de 1995. **Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências**.

BRUGNI, T. V. *et al.* Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBOVESPA. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 3, p. 82-99, jul./set. 2012.

CARVALHO, E. R. A. **Política de dividendos e juros sobre o capital próprio: um modelo com informação assimétrica**. Dissertação (Mestrado, Administração de Empresas) – Fundação Getúlio Vargas - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2003.

COSTA JUNIOR, J. V. D.; MARTINS, E.; SOUSA FILHO, R. D. C.; CARDOSO, R. L. JSCP e Dividendos: As Companhias “Vacas Leiteiras” estão Utilizando a Sistemática De Imputação Nos Termos Da Lei?. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2004.

COLLINS, D. W.; KOTHARI, S. P. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, SPECIAL ISSUE. v. 11, n. 2-3, p. 143-181, jul. 1989.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 4, p. 461-498, 24 dez. 2012.

DHALIWAL, Dan; LEE, K.; FARGHER, N. The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. **Contemporary Accounting Research**, v. 8, p. 20-41, 1991.

FAMA, E. The behavior of stock market prices. **Journal of Business**, v. 38, n.1, p. 34-105, 1965.

_____. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v. 25, n. 2, p. 383-417, maio 1970.

FAN, J.; WONG, T. J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 401-425, 2002.

- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VICENT, L. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p. 329-360, 2005.
- FREEMAN, R. The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, p. 195-228, 1987.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.
- LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In: **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD)**, 28, 2004, Curitiba. Anais... Curitiba: 2004.
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista de Contabilidade e Finanças**, Universidade São Paulo, São Paulo. Edição comemorativa, p. 39-53, out. 2003.
- LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio. "Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. Atlas, 2º Ed., São Paulo/SP, 2013.
- MOTA, D. C. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil**. 2007. 71f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Curso de Pós-Graduação da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.
- NAGEM, L. M.; AMARAL, H. F. 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. 2013.
- NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 38, n. 2, p.135-143, abr./jun. 2003.
- PRESSI, G. **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. Remuneração do capital próprio das pessoas jurídicas: aspectos fiscais. In: ROCHA, V. O. **Imposto de renda: alterações fundamentais**. São Paulo: Dialética, 1996.
- ROSS S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração financeira: corporate finance**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P. **Contabilidade societária: atualizado pela lei nº 10.303/01**. São Paulo: Atlas, 2002.

SARLO NETO, A. **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.

_____. **A relação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis**: evidências empíricas sobre 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, A.; BASSI, B. R.; ALMEIDA, A. A. Um estudo sobre a informatividade dos lucros contábeis na América Latina. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [S.l.], v. 5, n. 12, p. 4-25, ago. 2011.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**. v. 65, n.1, p. 131-156, jan. 1990.