

A relevância do dividendo adicional proposto

RESUMO

Desde o início do processo de convergência às IFRS, as empresas e o mercado passam pelo desafio de contabilizar e interpretar adequadamente as novas regras contábeis. Um deles é a contabilização do dividendo adicional proposto, conforme ICPC 08 – Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos, sendo aplicado obrigatoriamente a partir das demonstrações contábeis de 2010. Neste contexto, surgiu o interesse em verificar o impacto da informação “Dividendo Adicional Proposto” no mercado de capitais. Para tanto, foi realizado um levantamento nas demonstrações contábeis de 2010 das empresas brasileiras de capital aberto com ações na BM&FBOVESPA, com o propósito de identificar a existência do dividendo adicional proposto. A estratégia de pesquisa baseia-se em Collins, Maydew e Weiss (1997), uma adaptação do modelo de Ohlson (1995), que utiliza regressões entre dados de mercado e informações contábeis. Para isso, as variáveis do estudo foram definidas, sendo: i) variável dependente: preço das ações; ii) variáveis independentes: lucro líquido (*LL*), patrimônio líquido excluindo o efeito do dividendo adicional proposto (*PL-DAP*) e o dividendo adicional proposto (*DPA*), isoladamente. Os resultados para o período analisado e para a amostra selecionada revelam que o *DPA* exerce influência no preço das ações, inclusive com maior magnitude se comparado ao *LL* e ao *PL-DAP*, revelando informação útil para o mercado de capitais. Com estas evidências pode-se dizer que, na esfera deste estudo, foi possível detectar incremento informacional do *DAP*.

1. INTRODUÇÃO

Este artigo traz evidências empíricas que confirmam a utilidade do dividendo adicional proposto para o mercado de capitais, um resultado favorável à hipótese de sinalização estudada por Pettit (1972) e Miller e Rock (1985), na qual o dividendo é um mecanismo de transmissão de informação de boas oportunidades e crescimento futuro. Neste sentido, este estudo revela o papel do dividendo adicional proposto, e suas consequências econômicas no contexto do mercado de capitais.

Há diversos incentivos para o estudo dos dividendos no Brasil, inclusive por aspectos de normatização. A Lei nº 6.404, de 1976, e a Lei nº 10.303 de 2001 regulam a distribuição de dividendos no Brasil. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM também é responsável, mas com autoridade residual, por normatizar assuntos contábeis, dentre eles a distribuição de dividendos. É comum encontrar empresas que não estabelecem precisamente em seus estatutos o valor de dividendos a ser distribuído. Nestas situações, a legislação torna-se base e estabelece um dividendo mínimo obrigatório de 25% sobre o lucro líquido ajustado. Ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, um dos principais mercados de capitais do mundo, no Brasil não há tributação sobre a distribuição de dividendos, aumentando sua relevância no país.

Embora as empresas brasileiras tenham como principal fonte de financiamento as instituições financeiras, herança do sistema *Civil Law*, a emissão de ações no mercado de capitais também é uma forma de financiamento. No entanto, para manter sua representativa como fonte de recurso, há necessidade de disponibilização de informações transparentes, relevantes e confiáveis aos acionistas e investidores. Afinal, é por meio dessas informações que os usuários poderão avaliar o desempenho e continuidade da empresa, buscando aquelas que lhes proporcionarão maior retorno pela aplicação dos recursos. Neste sentido, a

divulgação das demonstrações contábeis pode diminuir a informação assimétrica, sendo capaz de influenciar as decisões econômicas dos usuários (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Além das demonstrações contábeis, a divulgação da distribuição de dividendos é um momento aguardado pelos acionistas, uma vez que, segundo Allen, Bernardo e Welch (2000), os investidores têm preferência pela compra de ações das empresas que distribuem dividendos. Porém, além dos dividendos obrigatórios, as empresas podem constituir dividendos adicionais propostos com base no ICPC 08, ou seja, aquele que excede ao mínimo obrigatório, não indicando necessariamente uma obrigação presente. Essa conta deve ser divulgada no patrimônio líquido, sendo que, cabe à assembleia decidir sobre a sua efetiva distribuição. Esta conta passou a aparecer nos exercícios encerrados a partir de dezembro de 2010, e em 2009 para fins de comparação, conforme Deliberação 601/09, da CVM, que referenda a interpretação técnica ICPC 08 sobre “Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos”.

Para avaliar o conteúdo informacional dos dividendos, normalmente aplica-se o método denominado estudo de evento, tal como Novis, Neto e Saito (2003), que investigaram o preço das ações durante a divulgação da distribuição de dividendos, encontrando uma relação positiva entre essas variáveis. Todavia, este artigo propõe a aplicação do método value-relevance, ou, análise da relevância da informação contábil, pautados pelo paradigma positivo. Esta abordagem pode ser operacionalizada por meio de técnicas de associação, tal como análise de regressão, cuja variável dependente é o preço das ações, e as variáveis independentes são representadas pelas informações contábeis, como: patrimônio líquido e lucro líquido (BROWN; LO; LYS, 1999). Sendo que, a identificação de uma relação positiva entre as variáveis investigadas pode confirmar a importância da informação contábil para o mercado de capitais. Neste sentido, Barth, Beaver e Landsman (2001) também afirmam que, se uma informação contábil tem impacto no preço das ações, entende-se que ela é relevante para o mercado de capitais, exercendo influência sobre as decisões dos usuários.

Esta linha de pesquisa tem se desenvolvido com proeminência em países como Estados Unidos e Inglaterra, mas em um volume inferior em países como o Brasil. Assim, com o intuito de contribuir para a literatura brasileira, e procurando entender como o mercado reage diante do dividendo adicional proposto, este artigo propõe a seguinte questão de pesquisa: **A divulgação do dividendo adicional proposto pelas empresas brasileiras de capital aberto é relevante para o mercado de capitais?** Portanto, o objetivo deste estudo é analisar se a divulgação do dividendo adicional proposto tem impacto positivo no preço das ações das empresas brasileiras de capital aberto, contribuindo com os estudos da área.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teorias de Dividendos

Os trabalhos clássicos de Lintner (1956) e Miller e Modigliani (1961) visam explicar a influência do pagamento de dividendos sobre o valor das empresas. Lintner (1956) concluiu que os dividendos do período anterior têm impacto positivo nos dividendos atuais, pois as empresas aumentam ou diminuem o volume de dividendos distribuídos menos do que proporcionalmente à variação de seus ganhos por ação, para manterem certa estabilidade em relação ao que vem sendo distribuído em períodos anteriores. O autor verificou ainda que as alterações na política de dividendos enviam sinais positivos ou negativos ao mercado, por isso a relutância em diminuir os dividendos, pois gera um sinal negativo para o mercado. Por sua

vez, Miller e Modigliani (1961) revelam que em mercados perfeitos, ou seja, onde não há impostos e custos de transação, a política de dividendos não afeta o valor das empresas, sendo irrelevante. Assim, as decisões dos administradores de pagar dividendos não são capazes de afetar o valor das ações. Esse artigo deu origem à Teoria da Irrelevância dos Dividendos, em que, as diferenças entre as políticas de dividendos praticadas, não são capazes de interferir no valor de mercado da empresa.

Santana (2006) complementa o trabalho de Miller e Modigliani (1961) definindo premissas para explicar a irrelevância dos dividendos, tais como: i) o valor da empresa depende apenas da capacidade de geração de lucros e dos riscos dos ativos; ii) caso os dividendos afetem o valor da empresa, isso ocorre em função do conteúdo informacional (sinalização) devido às expectativas de ganhos futuros, levando a acréscimos nos preços das ações; e iii) ocorrência de um efeito clientela que leva os acionistas a receberem os dividendos que esperam, pois há investidores que preferem investimentos estáveis e previsíveis como fonte de renda; assim, eles buscam ações que pagam o mesmo montante de dividendos a cada período. Por outro lado, aqueles que preferem ganhos de capital são atraídos por empresas em fase de crescimento que reinvestem grande parcela de seus lucros, revelando um padrão instável no pagamento dos dividendos.

Contrariando a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, Gordon (1963) e Lintner (1962) desenvolveram a teoria na qual se prevê uma relação direta entre política de dividendos da empresa e seu valor de mercado. Eles afirmam que os investidores evitam os riscos em situações de incerteza, ou seja, preferem dividendos correntes a dividendos futuros ou ganhos de capital. O retorno ao acionista é menor conforme aumenta a distribuição de dividendos, tendo em vista a maior certeza em receber dividendos presentes, se comparado ao eventual ganho de capital futuro. Tal observação foi intitulada de Teoria do Pássaro na Mão, fundamentando um dos principais tópicos sobre relevância da informação contábil. Neste sentido, Pettit (1972) e Miller e Rock (1985) também contribuíram para o surgimento da Teoria da Sinalização dos Dividendos, com a hipótese de que os dividendos são um dos sinalizadores de informações. Assim, o aumento na distribuição dos dividendos pode indicar, para os investidores, um sinal positivo de que lucros maiores serão realizados no futuro, enquanto que a diminuição dos dividendos pode mostrar incertezas sobre o futuro da empresa.

Outro artigo sobre a relação entre mudança da política de dividendos e a lucratividade futura é o de Nissim e Ziv (2001). Eles verificaram que mudanças de dividendos sinalizam mudanças nos ganhos futuros a partir dos dois anos seguintes à alteração na política de dividendos. Embora não haja uma política de dividendos definitiva, os autores afirmam que é possível definir uma política ótima, obtendo um equilíbrio entre os dividendos correntes e o crescimento futuro, com o intuito de maximizar o preço das ações da empresa. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) afirmam que não é possível definir a preferência dos investidores por dividendos mais elevados ou baixos, pois alguns preferem ganho de capital e outros dividendos.

2.2 Teoria Positiva da Contabilidade e *Value-relevance*

Ao final dos anos 60, a pesquisa em contabilidade tradicionalmente normativa passou a adotar uma abordagem voltada para a informação, conhecida como informational approach, cujos estudos avaliam a capacidade da informação em ser útil para a tomada de decisão de seus usuários. As pesquisas preocupavam-se com a avaliação de práticas contábeis mais adequadas para as empresas, baseadas em conceitos econômicos de lucro e riqueza (LOPES,

2002). Neste contexto, Beaver (1968) e Ball e Brown (1968) deram início aos estudos positivistas, evidenciando o impacto da informação contábil no preço das ações. Essa linha de pesquisa foi consolidada após a divulgação da obra de Watts e Zimmerman (1986), que apresentou hipóteses para explicar variações no processo contábil das empresas, as quais são fundamentas por incentivos distintos entre as partes.

Assim, os estudos de value-relevance analisam se a informação contábil provoca alguma reação no mercado de capitais. Um número contábil será considerado relevante, isto é, terá relação significativa com o preço das ações, somente se refletir informações relevantes aos investidores na avaliação das empresas (FRANCIS; SCHIPPER, 1999; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001). Por exemplo, Collins, Maydew e Weiss (1997) investigaram as mudanças sistemáticas na relevância, ou value-relevance, do lucro e do patrimônio líquido ao longo do tempo, identificando que: i) um aumento na relevância do efeito combinado PL e lucro nos últimos 40 anos; ii) a análise individual revelou que a relevância do PL tem aumentado, enquanto a do lucro líquido tem diminuído; iii) houve um aumento na relevância incremental do PL durante o período de análise. Uma explicação para estes resultados baseia-se em aumento de itens extraordinários, maior frequência de prejuízos, crescimento do número de empresa de pequeno porte na bolsa de valores, e aumento da relevância de empresa do ramo de serviço e de alta tecnologia. A fundamentação teórica para o trabalho é o modelo RIV (*Residual Income Valuation*) de Ohlson (1995), no qual se demonstra matematicamente a precificação das empresas em função das variáveis contábeis, cujos lucros são base de cálculo para o valor da empresa.

Outros trabalhos que merecem destaque são: i) Rees (1997) e Brief e Zarowin (1999), sugerindo a relevância dos dividendos e do conteúdo informacional; ii) Francis e Schipper (1999), que exploram a relevância de uma informação contábil, e sua capacidade de capturar informações que impactam os preços das ações; iii) Barth, Beaver e Landsman (2001), os quais consideram que as pesquisas de value relevance têm como foco verificar se a informação contábil reflete, minimamente, o preço das ações no mercado de capitais, demonstrando a importância dos estudos dessa natureza no estabelecimento de padrões e normas contábeis; e iv) Houlthausen e Watts (2001), que apontaram a falta de uma teoria de base ou pronunciamentos conceituais técnicos e regulatórios na fundamentação das pesquisas sobre a importância do value-relevance.

De um modo geral, o que se ressalta é que a informação contábil vem adquirindo espaço significativo na composição das variáveis dos modelos de avaliação. Em outras palavras, a contabilidade torna-se indispensável no processo de realização de avaliações e previsões econômicas das empresas.

2.3 Evidências Empíricas da Relevância da Informação Contábil e dos Dividendos

O objetivo desta seção é trazer alguns trabalhos que investigaram a relevância da informação contábil, além dos próprios dividendos.

Neste sentido, pode-se citar o trabalho de Schiehl (1996), que avaliou se a divulgação das demonstrações contábeis impacta no mercado de capitais, utilizando-se como metodologia o estudo de eventos. Os resultados sugerem que a divulgação destas demonstrações é relevante, já que os retornos anormais em torno da data do evento foram estatisticamente expressivos. Utilizando a mesma metodologia, Bernardo (2001) pesquisou a reação dos investidores ao anúncio das demonstrações contábeis, por meio do comportamento dos

retornos anormais das ações nas datas próximas à publicação, durante o período de maio de 1995 a janeiro de 2001. O autor concluiu que os investidores, ao se depararem com uma informação de caráter desfavorável, atribuem um resultado negativo a ela. Também foi constatado que os preços das ações em torno da data da publicação dos relatórios são consistentes com a forma semiforte de eficiência de mercado, proposta por Fama (1970). Portanto, as demonstrações contábeis, representados pela figura do lucro por ação, demonstram ter conteúdo informacional.

Outras pesquisas oferecem resultados semelhantes: i) Loriato e Gomes (2006) identificaram que divulgações contábeis anuais revelam informações relevantes para o mercado brasileiro, provocando um aumento no volume de ações negociadas, especialmente no entorno da semana do anúncio; ii) Sarlo Neto, Lopes e Costa (2006) utilizaram a metodologia de Beaver (1968) e variância dos retornos anormais, verificando que a divulgação das demonstrações tem impacto sobre o preço das ações, sugerindo que essas informações possuem conteúdo informacional relevante para o mercado de capitais; iii) Scarpin, Pinto e Boff (2007) constataram que a data de publicação dos relatórios, além de variáveis contábeis, influenciaram o preço da ação e o volume de negócios; iv) Silva e Fávero (2007) identificaram que o desempenho da empresa e os dividendos distribuídos são fatores que explicam a variação de seus preços, mais precisamente para ações ordinárias, diferentemente das ações americanas. Portanto, essas pesquisas, com metodologias e épocas diferentes, são congruentes em indicar que o conteúdo informacional da contabilidade é percebido pelo mercado de capitais.

Adicionalmente, há um conjunto de pesquisas voltado para o estudo do impacto da política de dividendos e seu conteúdo informacional no mercado de capitais. Por exemplo, Figueiredo (2002) identificou, para o período de 1986 a 2000, que as alterações na política de dividendos não contêm informações sobre o desempenho futuro das empresas. Contudo, surgiram outros estudos empíricos sobre a política de dividendos, com base no conceito da condução de informação, sugerindo que o lucro distribuído é um dos fatores que podem influenciar o preço das ações, de acordo com Procianoy e Verdi (2003), Freire e Lima (2003), e Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004).

Outros estudos podem ser citados nesta linha, como: i) Novis Neto e Saito (2003) que encontraram uma relação direta e positiva entre o dividend yield e o retorno anormal acumulado no período pós-pagamento de dividendos. Além disso, os autores observaram que a distribuição de dividendos é uma forma de redução de assimetria informacional entre os investidores, aumentando o valor da empresa; ii) Loss e Sarlo Neto (2003) verificaram que, quando a distribuição de dividendos aumenta, o mercado tende a reagir positivamente, mas uma redução tem o efeito contrário; e iii) Ambrozini (2011) constatou que as empresas atribuem à política de dividendos um menor grau de importância quando se trata de decisão sobre dividendos.

Assim, com base nos achados da literatura sobre a relevância da informação contábil, e considerando que o processo de convergência às IFRS caminha para a divulgação de demonstrações contábeis mais relevantes, pode-se definir a hipótese de pesquisa:

H₁: o dividendo adicional proposto é relevante para o mercado de capitais.

3. METODOLOGIA

Este trabalho está inserido dentro de uma das áreas mais estudadas em finanças, ou seja, o papel da informação nos mercados de capitais com abordagem positivista, a qual, segundo Lopes e Martins (2005), está direcionada em compreender o porquê da contabilização de dado item e não indicar se ela é boa ou ruim, portanto, tem o intuito em dar maior importância ao papel da informação contábil para seus usuários. O estudo encaixa-se no grupo sobre os estudos de conteúdo informacional marginal, proposto por Houlthausen e Watts (2001), pois o objetivo é estudar se dividendo adicional proposto, agrega informações aos investidores, observando o preço das ações das empresas.

Para realização da pesquisa, foi utilizada a abordagem metodológica de Collins, Maydew e Weiss (1997), fundamentada pelo modelo de Ohlson (1995). Este estudo utiliza as variáveis lucro, patrimônio, e dividendo adicional proposto, na explicação da relevância para o mercado de capitais. Assim, tem-se:

$$P_{it} = \alpha + \alpha_1 LL_{it} + \alpha_2 PL_{it} + e_{it} \quad \text{Eq. 1}$$

onde, P_{it} é o preço da ação da empresa i três meses após o final do ano fiscal t ; LL_{it} é o lucro por ação da empresa i no ano t ; PL_{it} é o patrimônio líquido por ação da empresa i no ano t ; e_{it} é o termo de erro da empresa i no ano t .

Considerando que o objetivo é estudar o efeito do dividendo adicional proposto, foi necessário isolar este valor por meio do seguinte ajuste no modelo base:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 LL_{it} + \beta_2 (PL_{it} - DAP_{it}) + \beta_3 DAP_{it} + e_{it} \quad \text{Eq. 2}$$

onde, P_{it} é o preço de uma ação da empresa i três meses depois do final do ano t , LL_{it} é o lucro líquido por ação da empresa i no ano t , PL_{it} é o patrimônio líquido por ação da empresa i no ano t , DAP_{it} é o dividendo adicional proposto da empresa i no ano t , e_{it} é o termo de erro da empresa i no ano t .

Em seguida, o modelo foi decomposto em outras três equações para testar a relevância da informação contábil a partir do lucro líquido, do patrimônio líquido sem o efeito do dividendo adicional proposto e do próprio dividendo adicional proposto isoladamente.

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 LL_{it} + e_{it} \quad \text{Eq. 3}$$

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 (PL_{it} - DAP_{it}) + e_{it} \quad \text{Eq. 4}$$

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 DAP_{it} + e_{it} \quad \text{Eq. 5}$$

A amostra foi composta por empresas brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, cujas demonstrações contábeis datam de 2010 e que divulgaram dividendo adicional proposto, localizado no patrimônio líquido. O patrimônio líquido, o lucro líquido de 2010 e o preço da ação em 31/03/2010 foram obtidos por meio do Economática, sendo que, depois de excluídas as empresas que não apresentaram alguma dessas informações, a amostra final contou com 55 empresas (vide apêndice). Conseqüentemente, a amostra é não probabilística, implicando na impossibilidade de generalizar os resultados para a população (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Além disso, o t apresentado nas equações anteriores refere-se apenas ao ano de 2010. Por último, a aplicação dos testes foi realizada a partir do software estatístico *IBM SPSS Statistics 19*.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Na tabela 1 apresenta-se a estatística descritiva das variáveis usadas nos modelos.

Tabela 1: Estatística descritiva para os valores contábeis brutos (em milhares R\$) e preço da ação

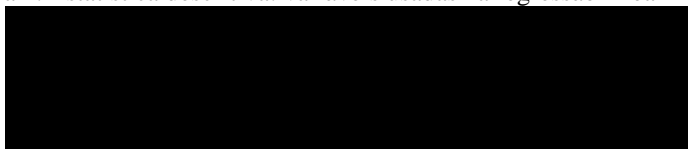
Varáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Preço	30,83	51,81	0,00116	395,98
LL	864.772	1.288.702	7.401	7.619.243
PL	5.220.559	10.674.792	40.791	70.530.411
DAP	264.855	638.066	32	4.290.306

Nota: Preço é o preço das ações 3 meses após 31/12/2010; LL é o lucro líquido em 31/12/2010; PL é o patrimônio líquido em 31/12/2010; DAP é o dividendo adicional proposto em 31/12/2010; os valores de lucro líquido, patrimônio líquido e dividendo adicional proposto estão apresentados em milhares de reais.

Em todas elas percebe-se um desvio padrão significativo, o que pode ser explicado pela heterogeneidade das empresas na amostra. Por exemplo, a empresa que apresentou o menor preço foi a Ampla Energia e Serviços S.A, sendo que a Bicletas Monark S.A apresentou o maior preço. Esta diferença pode ser explicada pela quantidade de ações, pois, enquanto a primeira apresenta quase 4 trilhões de ações negociadas, a segunda possui em torno de 500 mil ações em circulação. A BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros foi a que constituiu menos dividendo adicional, R\$ 32.000,00, valor bem inferior à média das empresas da amostra. Já a AMBEV apresentou o maior lucro líquido e a maior distribuição de dividendo adicional proposto. Ressalta-se que mais de 50% do lucro líquido da AMBEV foi destinado para a conta dividendo adicional proposto. A empresa Afluente Geração de Energia Elétrica S.A. apresentou o menor lucro líquido e o menor patrimônio líquido, indicando pouca relevância na amostra em comparação com as outras empresas selecionadas.

Em seguida, a Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis usadas nos modelos de regressão. Espera-se que a divisão das variáveis independentes pela quantidade de ações diminua o problema de heterocedasticidade, conforme Kothari e Zimmerman (1995).

Tabela 2: Estatística descritiva: variáveis usadas na regressão linear múltipla



Nota: Preço é o preço das ações 3 meses após 31/12/2010; LL/ação é o lucro líquido por ação em 31/12/2010; (PL-DAP)/ação é o patrimônio líquido por ação em 31/12/2010 menos o dividendo adicional proposto por ação em 31/12/2010; DAP/ação é o dividendo adicional proposto por ação em 31/12/2010.

Em relação à tabela anterior, ressalta-se que, os valores mínimos de lucro líquido por ação, de patrimônio líquido menos os efeitos do dividendo adicional proposto por ação, e de dividendo adicional proposto por ação pertencem à empresa Ampla Energia e Serviços S.A.; enquanto os valores máximos dessas variáveis pertencem à empresa Bicletas Monark S.A., ratificando o que foi dito anteriormente sobre a influência da quantidade de ações sobre os valores das variáveis usadas na regressão. Nota-se também o nível considerável de desvio padrão dos valores de lucro líquido por ação e do patrimônio líquido menos os efeitos do dividendo adicional proposto por ação. O dividendo adicional proposto propriamente dito

apresenta menor desvio-padrão se comparado com as outras duas variáveis, demonstrando maior precisão dos valores da amostra em relação à sua média.

4.2 Resultados Empíricos

A Tabela 3 apresenta os resultados para o modelo, que explica o preço das ações a partir das variáveis: lucro líquido, patrimônio líquido sem efeito do dividendo adicional proposto, e dividendo adicional proposto isoladamente.

Tabela 3: Resultados da regressão linear múltipla – equação 2

*significante a 1%; **significante a 5%; ***significante a 10%.

Nota: Resultado da regressão linear múltipla para as variáveis *LL*, *PL-DAP* e *DAP*, todas em 31/12/2010.

Os resultados demonstram que a regressão é significativa estatisticamente a 1%, ou seja, a informação contábil, representada pelas variáveis contábeis é relevante para o mercado de capitais. A presença de multicolinearidade, observada pelos valores de VIF acima de 10 e pelos valores de tolerância próximos a zero, em variáveis financeiras e econômicas é habitual, ainda mais quando há interações entre as mesmas, o que sucede no modelo em questão. Para Gujarati (2000), ainda que seja detectada a presença de multicolinearidade, as estimativas serão consistentes e não tendenciosas, contudo há a possibilidade de um aumento no termo do erro. Além do mais, já que o objetivo deste trabalho é investigar a relação entre as variáveis objetos de estudo, o problema de multicolinearidade é menos relevante (MOREIRA, 2008).

A estatística *F* determina a significância estatística do modelo em análise, indicando que a variação explicada é 265,74 vezes maior que a variação residual, demonstrando o alto poder significativo da regressão, tendo em vista que o nível de significância obtido para a estatística *F* é inferior a 0,01. A análise da variância mostra que a variação explicada pelas variáveis independentes, foi suficientemente forte para provocar uma regressão. Esta interpretação foi feita seguindo o modelo do trabalho de Mantovani e Viana (2011). A variável *DAP*, que representa o efeito do dividendo adicional proposto sobre o preço da ação, obteve coeficiente positivo de 1,52 e significativa estatisticamente a 5%. Ao comparar os resultados obtidos da variável *DAP* com os coeficientes de *PL-DAP* e *LL*, em termos de magnitude dos mesmos, deduz-se que o dividendo adicional proposto tem maior impacto sobre o preço das ações. A magnitude do coeficiente da variável *DAP* indica o peso que ela exerce sobre o preço das ações. Este resultado confirma a hipótese de pesquisa H_1 de que o dividendo adicional proposto é relevante para o mercado de capitais.

O R^2 ajustado de 0,935 indica que as variáveis independentes exercem grande influência na determinação da variável dependente. Em outras palavras, 93,5% da variação no preço das ações é explicada pela variação do lucro líquido, do patrimônio líquido menos os

efeitos do dividendo adicional proposto e do dividendo adicional proposto isoladamente. O valor do R^2 ajustado está bem próximo ao valor do R^2 , indicando que não existem variáveis independentes inadequadas neste estudo, de acordo com Mantovani e Viana (2011).

No que diz respeito à análise das regressões simples (equações 3, 4 e 5), pode-se observar os resultados da tabela a seguir.

Tabela 4: Resultados das regressões lineares simples – equações 3, 4 e 5

LL		PL-DAP		DAP	
Descrição	Valor	Descrição	Valor	Descrição	Valor
R^2	0,932	R^2	0,762	R^2	0,927
R^2 Ajustado	0,931	R^2 Ajustado	0,758	R^2 Ajustado	0,925
Estatística F (Estat.)	741,438*	Estatística F (Estat.)	173,302*	Estatística F (Estat.)	680,79*
Coeficiente	0,976	Coeficiente	0,694	Coeficiente	1,357
Estatística t (Estat.)	27,229*	Estatística t (Estat.)	13,164*	Estatística t (Estat.)	26,092*
Tolerância	1,000	Tolerância	1,000	Tolerância	1,000
VIF	1,000	VIF	1,000	VIF	1,000

*significante a 1%.

Nota: Resultado das regressões lineares simples para as variáveis *LL*, *PL-DAP* e *DAP* analisadas de forma independente; todas as variáveis contábeis são de 31/12/2010.

Pelos resultados observa-se que todas as equações obtiveram nível de significância menor que 1%, confirmando suas significâncias estatísticas, além de todas apresentarem coeficientes positivos.

A variável *LL* apresentou um β de -0,372 quando analisada em conjunto com as outras variáveis (tabela 3) e de 0,976 quando analisada isoladamente (tabela 4). Essa inversão de sinal se deve ao problema de multicolinearidade, já detectado anteriormente, considerando todas as variáveis explicativas em conjunto. Ao isolar a variável do *LL*, este problema desaparece ($VIF = 1$), revelando o sinal correto da variável, ou seja, o sinal positivo. A tabela 5 evidencia a existência de alta correlação entre as variáveis independentes, explicando o problema da multicolinearidade.

Tabela 5: Correlação de Pearson entre as variáveis independentes

	LL	PL-DAP	DAP
LL	1	0,907*	0,990*
PL-DAP		1	0,847*
DAP			1

*significante a 1%.

Ainda analisando a tabela 4, percebe-se que o coeficiente de determinação das variáveis independentes *LL*, *PL-DAP* e *DAP* reafirmam a capacidade explicativa delas sobre o preço. O coeficiente do dividendo adicional proposto, $\beta = 1,357$, alcançou maior peso para determinação do preço das ações em relação aos coeficientes da variável lucro líquido e da variável patrimônio líquido menos os efeitos do dividendo adicional proposto, corroborando com os resultados da tabela 3. Essa evidência vai de encontro com a hipótese de sinalização desenvolvida por Pettit (1972) e Miller e Rock (1985), pois os dividendos, representados pelo dividendo adicional proposto, emitem um sinal de informação para o mercado.

Outro resultado importante que pode ser obtido da tabela 4 é a estatística F do *LL* e do *DAP*. A partir disto, é possível detectar que o preço das ações é influenciado de uma maneira significativa pelo *LL* e pelo *DAP*, confirmando os estudos de Barth, Beaver e Landsman (2001) e de Sarlo, Lopes e Costa (2006) de que a informação contábil possui conteúdo

informativa relevante para o mercado de capitais. Assim, os efeitos das regressões realizadas também auxiliam no entendimento da repercussão no mercado gerada pela informação contábil, ou seja, o impacto que a informação contábil exerce sobre o preço das ações seguindo a teoria positiva da contabilidade. Complementando essa mesma linha de pesquisa, este trabalho contribui para o campo de estudo de *value-relevance* como os de Rees (1997) e Brief e Zarowin (1999), porquanto demonstrou que a informação sobre o dividendo adicional proposto é relevante para o mercado de capitais. A partir destes resultados, pode-se auferir que a divulgação do dividendo adicional proposto nas demonstrações contábeis é relevante para os investidores, revelando que esta informação pode implicar em consequências econômicas no mercado de capitais, pois as empresas que registram o dividendo adicional proposto têm um aumento no valor de mercado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo a respeito do papel da contabilidade como fonte de informações para o mercado de capitais cresceu nos últimos tempos, principalmente com o desenvolvimento da escola positivista, sendo o trabalho de Lopes (2001) um dos precursores desta escola no Brasil. Segundo Lopes (2001) a importância cada vez mais comum do papel dos mercados de capitais para o desenvolvimento econômico aumenta o prestígio de estudos que agreguem para a compreensão do papel da informação contábil nesse processo.

A interpretação técnica ICPC 08 – Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos – foi aprovada pela CVM em 2009 e surgiu no contexto do processo de convergência contábil às normas internacionais do IFRS – *Internacional Financial Reporting Standards* –, promovido pela Lei 11.638 de 2007. O ano de 2010 foi o primeiro em que as empresas foram obrigadas a adotar de forma completa as IFRS em suas demonstrações contábeis, sendo esta a base para a escolha do referido período.

Este trabalho teve como objetivo analisar o impacto da informação contábil, no caso do dividendo adicional proposto divulgado nas demonstrações contábeis de 2010, no mercado de capitais. O método baseia-se em Collins, Maydew e Weiss (1997), fundamentado pelo modelo de Ohlson (1995), o qual relaciona o valor da empresa com informações advindas da contabilidade, por meio de testes estatísticos usando a técnica de regressão linear. Como visto ao longo desta pesquisa, alguns estudos buscaram analisar o impacto das informações contábeis no mercado de capitais, utilizando normalmente como variáveis o lucro líquido e os dividendos. Este trabalho, por sua vez, objetivou analisar, juntamente com as variáveis independentes (lucro líquido e patrimônio líquido menos os efeitos do dividendo adicional proposto) o efeito que a variável dividendo adicional proposto exerce no preço das ações.

Com base nos testes realizados, constatou-se que a divulgação da informação da conta “dividendo adicional proposto”, pelas empresas de capital aberto, é *value relevant* para o mercado de capitais, no período analisado. Pela análise feita, podemos auferir que a variável *DAP* chegar a exercer maior influência sobre o preço das ações do que as variáveis *LL* e *PL-DAP*, segundo a magnitude dos coeficientes apresentados anteriormente. Pôde-se dessa forma, aceitar a hipótese de pesquisa de que, o dividendo adicional proposto é relevante para o mercado de capitais. Regressões auxiliares foram realizadas a fim de se testar a significância estatística de cada variável explicativa individualmente, as quais confirmaram as evidências empíricas anteriores.

Com os resultados obtidos, pode-se auferir que a divulgação do dividendo adicional proposto nas demonstrações contábeis é relevante para os investidores, confirmando a hipótese de sinalização, estudada por Pettit (1972) e Miller e Rock (1985), na qual os dividendos são um dos sinalizadores de informações emitidos pelas empresas. Um aumento na distribuição dos dividendos pode indicar, para os investidores, um sinal positivo de que os lucros maiores serão realizados no futuro, enquanto que a diminuição dos dividendos pode mostrar incertezas sobre o futuro da empresa. Esta informação pode implicar em consequências econômicas favoráveis no mercado de capitais, já que as empresas que distribuem dividendo adicional proposto têm um aumento no valor de mercado.

Algumas limitações devem ser consideradas para esta pesquisa. Os resultados e as conclusões estão restritos à amostra, às variáveis utilizadas, ao período analisado e à metodologia empregada. Para o desenvolvimento de novas pesquisas, sugere-se a separação das empresas por setor, utilização de outros métodos estatísticos como o estudo de evento, utilização de um período maior e aprofundamento do tema dividendo adicional proposto.

REFERÊNCIAS

- ALLEN, F.; BERNARDO, A. E.; WELCH I. A theory of dividends based on tax clienteles. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 6, p. 2499-2536, 2000.
- AMBROZINI, M. A. **Política de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão**. 2011. Tese de (Doutorado em Administração de Organizações) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 7, n. 2, p. 159-177, 1968.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 77-104, 2001.
- BEAVER, W. B. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67-92, 1968.
- BERNARDO, H. P. **Avaliação Empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – um estudo de evento**. 2001. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- BRASIL. Lei n° 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n° 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores mobiliários. **Diário Oficial da União, Brasília, DF**, 31 out. 2001.
- BRASIL. Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União, Brasília, DF**, 15 dez. 1976.
- BRASIL. Deliberação da Comissão de Valores Mobiliários n. 601, de 07 de outubro de 2009. Aprova a Interpretação Técnica ICPC 08 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos. **Diário Oficial da União, Brasília, DF**, 07 out. 2009.

- BRIEF, R. P.; ZAROWIN, P. The value relevance of dividends, book value and earnings. New York University, Stern School of Business, Accounting. **Working Paper**, p. 99-103, 1999.
- BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: teoria e prática**. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.
- BROWN, S., LO, K., LYS, T. Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, p. 83-115, 1999.
- COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n.1, p. 39-67, 1997.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **Interpretação Técnica ICPC 08** - Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos. Disponível em: <www.cpc.org.br>. Acesso: 03 nov. 2012.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**. New York: The American Finance Association, v. 25, n. 1, p. 383-417, 1970.
- FIGUEIREDO, A. C. **O Conteúdo Informativo de Dividendos: Evidências no Brasil**. II Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2002, p. 1.
- FRANCIS J.; SCHIPPER K. Have financial statements lost their relevance? **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 319-352, 1999.
- FREIRE, H. V. L.; LIMA, I. S. O comportamento dos dividendos versus lucros anormais. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003, São Paulo-SP. **Anais...**, São Paulo: ANPAD, 2003.
- GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**. v 18, n. 2, p. 264-272, 1963.
- GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- HOULTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n.1-3, p. 3-75, 2001.
- KOTHARI, S.; ZIMMERMAN, J. Price and Return Model. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, n. 2, p. 155-192, 1995.
- KURONUMA, A. M.; LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados das ações no período pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: **Anais Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 4, São Paulo, 2004. CD-ROW.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.
- LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review Economics and Statistics**. v. 44, n. 3, p. 243-269, 1962.
- 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) -

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

LOPES, A. B. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

LORIATO, A. G.; GOMES, L. L. Volumes anormais de negócios no mercado brasileiro de ações em função dos anúncios contábeis anuais. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6, 2006, São Paulo. **Anais...**, São Paulo, 2006.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo. Edição comemorativa, v.14 p. 39-53, 2003.

MANTOVANI, D. M. N., VIANA, A. B. N. **Análise de regressão usando o SPSS**. Ribeirão Preto, NPT/Educacional, FEARP/USP, 2011. [28] p. Tutorial utilizado em disciplina de Estatística Aplicada à Administração.

MARTINS, G. A; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Finance**, v. 34, n. 4, p. 411- 434, 1961.

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

MOREIRA, L. F. Multicolinearidade em análise de regressão. In: ENCONTRO REGIONAL DE MATEMÁTICA APLICADA E COMPUTACIONAL, 12, 2008, Foz do Iguaçu, **Anais...**, Foz do Iguaçu, 2008.

NISSIM, D.; ZIV, A. Dividend changes and future profitability. **Journal of Finance**, v. 56, n. 6, p. 2111-2133, 2001.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamento 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, 2003.

OHLSON, J. A. Earnings, book values and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

PETTIT, R. Richardson. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. **Journal of Finance**, v. 27, n. 5, p. 993-1007, 1972.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 2, p. 217-242, 2003.

REES, W. The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 24, p. 1111-1140, 1997.

SANTANA, L. **Relação entre dividend yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na BOVESPA**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006.

SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; COSTA, F. M. O conteúdo informativo da contabilidade: um estudo sobre o impacto da divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro abordando o efeito liquidez. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6 2006, Vitória (ES), **Anais...** Vitória: SBFIn, 2006.

SCARPIN, J. E.; PINTO, J.; BOFF, M. L. A relevância da informação contábil e o mercado de capitais: uma análise empírica das empresas listadas no índice Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7, 2007, São Paulo. **Anais...**, São Paulo, 2007.

SCHIEHL, E. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações.** 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre: UFRGS, 1996.

SILVA, R. F.; FAVERO, L. P. L. O impacto da divulgação das informações contábeis na variação do preço de ativos no mercado financeiro. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 4, 2007, São Paulo. **Anais...**, São Paulo, 2007.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação Contábil: Estudos sobre a sua Divulgação no Mercado de Capitais.** São Paulo: Atlas, 2006.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory.** 1ª ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1986.

Apêndice

Tabela 6 – amostra final

<i>AES ELPA S.A.</i>	<i>CIA HERING</i>	<i>MANGELS INDUSTRIAL S.A.</i>
<i>AES TIETE S.A.</i>	<i>COPEL</i>	<i>METALFRIO SOLUTIONS S.A.</i>
<i>AFLUENTE G. E. E. S.A.</i>	<i>SABESP</i>	<i>MULTIPLUS S.A.</i>
<i>AFLUENTE T. E. E. S.A.</i>	<i>CIA SIDERURGICA NACIONAL</i>	<i>NATURA COSMETICOS S.A.</i>
<i>ALPARGATAS S.A.</i>	<i>CONTAX PARTICIPACOES S.A.</i>	<i>PORTO SEGURO S.A.</i>
<i>AMIL PARTICIPACOES S.A.</i>	<i>CPFL ENERGIA S.A.</i>	<i>PROFARMA S.A.</i>
<i>AMPLA ENERGIA S.A.</i>	<i>CR2 S.A.</i>	<i>QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.</i>
<i>AREZZO S.A.</i>	<i>CTEEP</i>	<i>RAIA DROGASIL S.A.</i>
<i>B2W</i>	<i>ELEKTRO S.A.</i>	<i>SARAIVA S.A.</i>
<i>BICICLETAS MONARK S.A.</i>	<i>ELETROPAULO S.A.</i>	<i>SOUZA CRUZ S.A.</i>
<i>BMFBOVESPA S.A.</i>	<i>ESTACIO S.A.</i>	<i>SUZANO S.A.</i>
<i>CCR S.A.</i>	<i>GRENDENE S.A.</i>	<i>TELE NORTE CELULAR S.A.</i>
<i>CENTRAIS ELET BRAS S.A.</i>	<i>GUARARAPES S.A.</i>	<i>TELEFÔNICA BRASIL S.A.</i>
<i>AMBEV</i>	<i>IOCHPE MAXION S.A.</i>	<i>TRACTEBEL ENERGIA S.A.</i>
<i>COELBA</i>	<i>ITAUSA S.A.</i>	<i>TUPY S.A.</i>
<i>CEMIG</i>	<i>KLABIN S.A.</i>	<i>VALID SOLUÇÕES S.A.</i>
<i>CELPE</i>	<i>LIGHT S.A.</i>	<i>WEG S.A.</i>
<i>COELCE</i>	<i>LOJAS RENNER S.A.</i>	
<i>COSERN</i>	<i>M.DIAS BRANCO S.A.</i>	