



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS - PPGCON**

JOÃO JOSÉ FERREIRA SIMÕES

**A RELEVÂNCIA INFORMACIONAL DOS LUCROS CONTÁBEIS
QUANTO À TEMPESTIVIDADE DA SUA DISTRIBUIÇÃO AOS
ACIONISTAS**

VITÓRIA

2017

JOÃO JOSÉ FERREIRA SIMÕES

**A RELEVÂNCIA INFORMACIONAL DOS LUCROS CONTÁBEIS
QUANTO À TEMPESTIVIDADE DA SUA DISTRIBUIÇÃO AOS
ACIONISTAS**

Dissertação de mestrado submetida à banca examinadora do programa de pós-graduação *stricto sensu* em Ciências Contábeis, da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Dr. Eduardo José Zanoteli

Coorientador: Dr. Alfredo Sarlo Neto

VITÓRIA

2017

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)
(Biblioteca Central da Universidade Federal do Espírito Santo, ES, Brasil)
Bibliotecária: Perla Rodrigues Lôbo – CRB-6 ES-000527/O

S593r Simões, João José Ferreira, 1970-
A relevância informacional dos lucros contábeis quanto à
tempestividade da sua distribuição aos acionistas / João José
Ferreira Simões. – 2017.
91 f. : il.

Orientador: Eduardo José Zanoteli.
Coorientador: Alfredo Sarlo Neto.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) –
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas.

1. Dividendos. 2. Lucros. 3. Capital (Economia). I. Zanoteli,
Eduardo José. II. Sarlo Neto, Alfredo. III. Universidade Federal
do Espírito Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas.
IV. Título.

CDU: 657

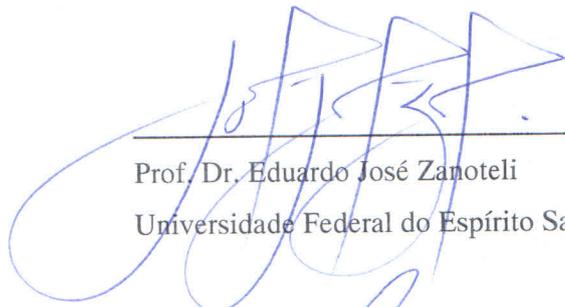
JOÃO JOSÉ FERREIRA SIMÕES

**“A RELEVÂNCIA INFORMACIONAL DOS LUCROS CONTÁBEIS QUANTO A
TEMPESTIVIDADE DA SUA DISTRIBUIÇÃO AOS ACIONISTAS: UM ESTUDO
DE EVENTO”**

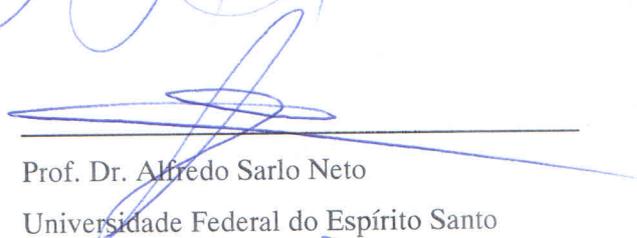
Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Vitória, 29 de dezembro de 2017.

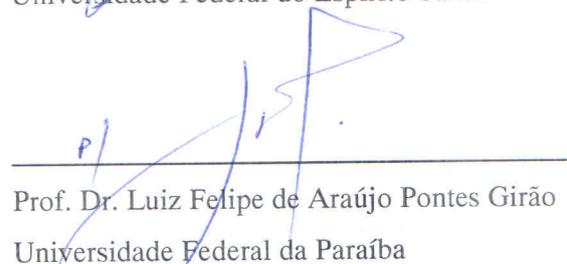
COMISSÃO EXAMINADORA



Prof. Dr. Eduardo José Zanoteli
Universidade Federal do Espírito Santo



Prof. Dr. Alfredo Sarlo Neto
Universidade Federal do Espírito Santo



Prof. Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão
Universidade Federal da Paraíba

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por cada instante da vida!

À Mara, Bruno e minha mãe, pelo apoio, paciência e por compreender os momentos que não pude estar presente.

À todos os professores do PPGCON pela contribuição dada nesta etapa de minha formação, em especial, aos professores Dr. Eduardo José Zanoteli (orientador), Dr. Alfredo Sarlo Neto (coorientador) e Dr. Luiz Cláudio Louzada.

Aos amigos Leandro André Cardoso de Souza e Gilmar Gomes Gazoni Júnior, pelo companheirismo e apoio nos momentos difíceis.

À FAPES – Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Espírito Santo, pelo suporte financeiro.

RESUMO

O reflexo da divulgação de informações ao mercado de capitais é continuamente estudado pelo meio acadêmico. No contexto da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) as informações sobre as empresas, tal como a divulgação dos lucros contábeis, são incorporadas e conseqüentemente refletidas no preço das ações. Diversos estudos apontam a existência de tal reflexo, entretanto, esta pesquisa destaca a tempestividade das distribuições, com o objetivo de observar se a relevância informacional do lucro contábil difere entre as empresas dado o momento em que a distribuição da remuneração aos acionistas ocorre: durante o exercício corrente ou após a divulgação do resultado do exercício. Aplicando as metodologias de estudo de evento e regressão linear múltipla em amostra composta por 852 eventos de empresas da BM&F Bovespa, que divulgaram seus resultados no período de 2011 a 2016, foram encontradas evidências de que a interação da tempestividade da distribuição com os lucros e os dividendos, são mais relevantes para explicar o comportamento do preço das ações do que se analisados individualmente. Desta forma, estes achados indicam evidências de que a tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas contribui para aumentar a informatividade do lucro contábil.

Palavras-chave: Dividendos; JSCP; Informatividade; Lucros Contábeis; Estudo de Evento.

ABSTRACT

In the context of Efficient Markets Hypothesis (HME), information on companies, such as disclosure of accounting earnings, is incorporated and consequently reflected in stock price. Several studies point to the existence of such reflex, however, this research highlights the timing of distributions, in order to observe if the relevance of accounting earnings differs between companies, given the moment the distribution to shareholders occurs: during the current year or after annual report announcement. Applying the methodologies of event study and multiple linear regression in a sample composed by 852 events of companies listed on BM&F Bovespa, which had annual report announced from 2011 to 2016, evidence was found that, the interaction of the timing of distribution with earnings and dividends are more relevant to explain the behavior of stock prices than if analyzed individually. Thus, these findings indicate evidence that the timing of the distribution to shareholders contributes to increase the informativeness of accounting earnings.

Keywords: Dividend; JSCP; Informativeness; Accounting Earnings; Event Study.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACE – *ALLOWANCE FOR CORPORATE EQUITY*

ART. – ARTIGO

BEPS – *BASE EROSION AND PROFIT SHIFTING ACTION PLAN*

BM&F BOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS

BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

COFINS – CONTRIBUIÇÃO PARA O FINANCIAMENTO DA SEGURIDADE SOCIAL

CSLL – CONTRIBUICAO SOCIAL SOBRE O LUCRO LÍQUIDO

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EU – UNIÃO EUROPEIA

FGTS – FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO

G20 – GRUPO FORMADO PELA UNIÃO EUROPEIA E 19 PAÍSES MEMBROS

HME – HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE

ICMS – IMPOSTO SOBRE CIRCULAÇÃO DE MERCADORIAS E SERVIÇOS

INSS – INSTITUTO NACIONAL DO SEGURO SOCIAL

IPI – IMPOSTO SOBRE PRODUTOS INDUSTRIALIZADOS

IPVA – IMPOSTO SOBRE A PROPRIEDADE DE VEÍCULOS AUTOMOTORES

IRRF – IMPOST DE RENDA RETIDO NA FONTE

IRPJ – IMPOSTO DE RENDA PESSOA JURÍDICA

ISS – IMPOSTO SOBRE SERVIÇOS DE QUALQUER NATUREZA

JSCP – JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO

LLA – LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO

NPV – VALOR PRESENTE LÍQUIDO

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

PIS – PROGRAMA DE INTEGRAÇÃO SOCIAL

RFB – RECEITA FEDERAL DO BRASIL

TJLP – TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Diferenças entre JSCP e dividendos.	38
Figura 2 - Distribuição aos acionistas.	39
Figura 3 – Organograma da Composição da Remuneração aos acionistas no Brasil.	40
Figura 4 – Intervalo de tempo no qual a empresa pode efetuar a distribuição dos lucros.	42
Figura 5 – Período analisado na hipótese de pesquisa H2.	42
Figura 6 – Hipótese de pesquisa H3.	43
Figura 7 – Hipótese de pesquisa H4.	44
Figura 8 - Descrição da distribuição da remuneração aos acionistas do exercício de 2010. ...	46
Figura 9 – Linha do tempo do evento.	50

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Composição da remuneração aos acionistas antes dos impostos, em 2016.	20
Gráfico 2 - Tributação dos dividendos em 2016, nos países membros da OCDE, incluindo o Brasil.	20
Gráfico 3 – Retorno Anormal Capitalizado dos grupos.....	53

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Revisão de literatura.....	24
Quadro 2 – Composição dos grupos para o estudo de evento.....	48
Quadro 3- Variáveis utilizadas nesta pesquisa.....	57
Quadro 4– Resultados esperados por hipótese de pesquisa.....	59
Quadro 5 – Resultado do teste t.....	65
Quadro 6 – Resultado do <i>Diff-in Diff</i>	66
Quadro 7 – Resultado das Hipóteses.....	67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Tributação do lucro na pessoa jurídica (empresa optante pelo lucro real).	21
Tabela 2 - Exemplo prático elaborado conforme regras tributárias vigentes.....	32
Tabela 3 – Tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas.	47
Tabela 4 – Quantidade de eventos por ano e grupo.....	49
Tabela 5 – Resultados da estimação Difference-in-Differences.	56
Tabela 6 – Resumo dos resultados do modelo 1.	62
Tabela 7 – Resumo dos resultados do modelo 2.	63
Tabela 8 – Resumo dos resultados do modelo 3.	64

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
2.1. Eficiência dos mercados	14
2.2. A informatividade dos lucros contábeis	16
2.3. Distribuição de lucros.....	19
2.3.1. Dividendos	23
2.3.2. Juros Sobre Capital Próprio (JSCP)	29
2.3.3. As formas de remuneração ao acionista	37
3. HIPÓTESE DE PESQUISA.....	41
4. METODOLOGIA.....	45
4.1. Coleta de dados e amostra.....	45
4.2. Definição de evento.....	50
4.2.1. Retorno Anormal Acumulado.....	51
5. PROCEDIMENTOS E ANÁLISES	53
5.1. Estudo de evento	53
5.2. Análise Econométrica.....	56
5.2.1 Resultados Encontrados.....	61
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	65
APÊNDICE A	70
APÊNDICE B.....	71
APÊNDICE C.....	72
APÊNDICE D	73
APÊNDICE E.....	74
APÊNDICE F	75
APÊNDICE G	76
APÊNDICE H	78
APÊNDICE I.....	79
REFERÊNCIAS	80

1. INTRODUÇÃO

O impacto da divulgação de informações ao mercado de capitais é continuamente estudado no meio acadêmico. Os primeiros trabalhos empíricos com relevância na área contábil surgiram na década de 60, com destaque para Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), que analisaram a relação entre variáveis contábeis e o mercado de capitais, iniciando, de forma mais intensa, as pesquisas com foco no conteúdo informativo das variáveis contábeis. Como os números contábeis podem fornecer informações para auxiliar a tomada de decisão por parte de investidores (WATTS; ZIMMERMAN, 1990, p. 132), é de grande relevância o estudo da relação entre as variáveis contábeis e o retorno das ações (BALL; BROWN, 1968, p. 161). Entretanto, foi a partir dos anos 50 que teve início o desenvolvimento da área de finanças, com o artigo de Markowitz (1952), *Portfolio Selection*, propondo uma abordagem para a seleção de ativos.

Na área de finanças, a política de dividendos pode exercer influência sobre a formação de valor das ações das empresas, pois de acordo com Kronbauer *et al* (2015, p. 186), a empresa pode sinalizar uma informação ao mercado através de sua política de dividendos, sendo o volume a ser distribuído uma representação da expectativa do retorno esperado, aos investidores. Assim, conforme Fama (1991, p. 1575), o preço da ação é ajustado no momento em que as novas informações se tornam públicas, pois conforme Fama (1970), em um mercado eficiente, o preço das ações reflete toda a informação disponível, não sendo possível obter sistematicamente ganhos extraordinários com base na utilização de determinada informação.

Diante deste cenário, os lucros contábeis apresentam-se como importante ferramenta contábil informacional, servindo para a tomada de decisões dos investidores e, conseqüentemente, explicar o retorno das ações (BALL; BROWN, 1968). Vários estudos constataram que a divulgação dos lucros contábeis afeta os preços das ações (SARLO NETO; GALDI; DALMÁCIO, 2009; MICHAELY; THALER; WOMACK, 1995, p. 573). Todavia, entende-se que os lucros podem sofrer influências dos procedimentos contábeis adotados pela empresa, sugerindo aos investidores a análise de outras variáveis, como os dividendos (BRUGNI *ET AL*, 2012, p. 84), pois de acordo com Kane, Lee e Marcus (1984, p. 1091), o anúncio dos dividendos é uma forma importante de convergir informação ao mercado. Entretanto, existem ambientes onde é possível notar a realização de distribuições antecipadas dos lucros, como ocorre no Brasil, através da distribuição aos acionistas na forma de JSCP e/ou dividendos antecipados.

Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2002) e Brugni *et al* (2012) existem peculiaridades na legislação brasileira no que concerne ao pagamento de dividendos e a tributação sobre este tipo de rendimento. Assim sendo, a informatividade da distribuição dos resultados no Brasil pode ser diferente da observada em outros países mais desenvolvidos, devido à legislação brasileira que regulamenta o tema, uma vez que a legislação societária e tributária permite que a remuneração seja efetuada de duas formas: por dividendos (Lei n. 6.404/76, art. 202) e Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) (Lei n. 9.249/95, art. 9).

Na literatura de finanças, discute-se sobre a relevância da divulgação dos lucros contábeis e da distribuição dos dividendos. O anúncio do dividendo é formado por uma parcela de surpresa não esperada pelo mercado - informação nova - e uma parcela de valor esperado, já assimilada pelo mercado – informação conhecida (MILLER; ROCK, 1985, p. 1037). Porém, no Brasil, as empresas antecipam a distribuição dos lucros visando atrair investidores em função de características desfavoráveis do mercado local, como por exemplo, o excesso de regulamentação (LOPES, 2001). Sendo assim, como existe a possibilidade de remunerar os acionistas antecipadamente, tal informação já seria de conhecimento do mercado no momento da divulgação dos resultados da empresa. E dentro deste contexto, surge a seguinte questão de pesquisa: **A tempestividade da distribuição dos lucros aos acionistas é relevante para a informatividade do lucro contábil?**

Segundo Ball e Brown (1968), o lucro líquido é uma informação relevante para explicar o retorno das ações e também serve como um dos critérios no processo de tomada de decisão dos investidores, entre investir ou não na empresa. Porém, devido à possibilidade existente em nosso mercado, a distribuição dos lucros também pode ocorrer através da distribuição antecipada de dividendos e de juros sobre capital próprio, antecipado ou não, levando ao mercado parte da informação que poderia estar contida no elemento surpresa da divulgação do montante do lucro a ser distribuído como remuneração aos acionistas. Desta forma, o objetivo geral desta pesquisa é analisar a interação entre o lucro contábil e a tempestividade da distribuição dos lucros aos acionistas, verificando se existe e, de que forma ocorre, o impacto no preço das ações, dada a tempestividade da distribuição dos lucros, tomando como referência a divulgação do resultado do exercício.

Apesar da vasta literatura que trata sobre a informatividade dos lucros contábeis, ainda podem não ter sido exploradas todas as interações possíveis entre os lucros contábeis e outras

informações contábeis, pois, segundo Brugni *et al* (2012), a capacidade informacional do lucro pode ser melhorada pela sua interação com outras informações contábeis. Dentro deste contexto, como o impacto da tempestividade da distribuição dos lucros afeta a relevância informacional do lucro contábil e o reflexo no preço das ações, apresenta-se como justificativa deste trabalho.

A relevância encontra-se no fato de que este trabalho se diferencia de parte da literatura de dividendos uma vez que o foco desta pesquisa não está na política de dividendos, mas na política de distribuição dos lucros das empresas, considerando que este trabalho está voltado para a análise da “política de distribuição dos lucros” das empresas no que se refere a composição da distribuição, quando efetuada na forma de dividendos e/ou JSCP.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Eficiência dos mercados

O termo eficiência do mercado foi utilizado por Regnault (1863), que argumentou em seu estudo, que o mercado de títulos na bolsa de Paris refletia, em determinado tempo, o pensamento da multidão e que a única forma de obter lucros anormais seria através do conhecimento de informação privada, pois, para o Regnault (1863, p. 206), o mercado está sempre à procura do equilíbrio. Um mercado é eficiente, de acordo com Fama (1970, p. 383), quando os preços sempre refletem integralmente toda informação disponível.

A eficiência do mercado é classificada nas formas (i) fraca, (ii) semiforte e (iii) forte, sendo que essas três formas indicam o nível da informação incorporada aos preços das ações (FAMA, 1970, p. 383). A forma fraca de eficiência reflete integralmente as informações incorporadas nos preços passados (FAMA, 1970). Assim, não seria possível obter ganhos extraordinários conhecendo as informações passadas (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 119). Com base neste conceito, Damodaram (2001, p. 154) sugere que não haveria utilidade os estudos de análise gráfica, pois como são utilizados preços passados, não seria possível estabelecer um padrão de comportamento para obter ganhos extraordinários futuros, enquanto LeRoy (1989, p. 1592) afirma que, em média, nenhuma estratégia baseada em preços históricos poderia ter sucesso.

Conforme Fama (1970, p. 388), na forma de eficiência semiforte, os preços refletem as informações passadas, assim como as informações públicas disponíveis, sejam informações contábeis e/ou históricas. Assim, a diferença entre a eficiência na forma fraca e na forma semiforte é que, esta última, incorpora a informação passada e toda a informação que está publicamente disponível, ao preço das ações (JUNIOR; SARAIVA; IKEDA, 2004, p. 100). E “no cenário, em que o mercado é eficiente na forma semiforte, as informações geradas pela contabilidade surgem como informações que deveriam ser incorporadas pelos preços das ações (SIMÕES; GAZONI JÚNIOR; SARLO NETO; PORTO; COSTA JÚNIOR, 2016, p. 6)”. Importante ressaltar que esta pesquisa considera o mercado brasileiro eficiente na forma semiforte, conforme Sarlo Neto (2009, p. 18).

Fama (1970, p. 409) afirma que a forma de eficiência forte é aquela em que os preços refletem não somente todas as informações passadas e públicas disponíveis, mas também as informações

privadas. Em seu artigo, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, Fama (1970, p. 415) documenta que foram encontradas evidências do uso de informações privilegiadas por investidores internos de empresas e por especialistas, mas cita que existe uma controvérsia precedente quanto a existência da forma forte de eficiência. Com base nesta forma de eficiência, Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004, p. 4) afirmam que “mesmo os agentes que possuem informação privilegiada (*insiders traders*) não teriam condições de obter retornos anormais com o uso destas informações”, pois ao tomar conhecimento de um fato relevante, o investidor não conseguiria, conforme Junior, Saraiva e Ikeda (2004, p. 100), “transformar essa informação em uma fonte de lucro extraordinário, já que o mercado perceberia sua intenção e o preço da ação em questão seria ajustado à nova informação”.

Para Hendriksen e Van Breda (1999, p. 117) um mercado é eficiente quando não é possível obter, em média, lucros extraordinários em função da utilização de determinada informação. Brealey *et al* (2011, p. 312) acrescentam que é difícil encontrar projetos com valor presente líquido (NPV) positivo, devido à eficiência dos mercados, pois de acordo com Sarlo Neto (2004) pela Hipótese do Mercado Eficiente (HME) todas as informações e expectativas sobre as empresas são incorporadas pelas variações dos preços das ações. Segundo Iudicibus e Lopes (2004), “a Hipótese de Mercado Eficiente (EMH) é utilizada em pesquisas empíricas com o objetivo de identificar e medir o impacto da informação contábil na formação do preço dos ativos financeiros no mercado”. Para a eficiência do mercado no mundo real, é necessário somente que toda a informação disponível seja absorvida aos preços dos títulos, de forma rápida e sem viés, através da participação no mercado de um número suficiente de investidores (FAMA, 1970, p. 387; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 117; BERNARDO, 2001, p. 32).

De acordo com Sarlo Neto *et al* (2005, p. 48), a Hipótese do Mercado Eficiente serve de base para pesquisas visando analisar o relacionamento de diversas variáveis, assim como a relação entre o lucro e preço das ações. “O preço das ações é influenciado pelas informações financeiras, que explica o interesse de acadêmicos, profissionais contábeis e normatizadores na pesquisa da eficiência do mercado (Kothari, 2001, p. 110)” e assim, conforme Bruni e Famá (1998, p. 71), “o conceito de mercados eficientes tornou-se uma das principais bases da Teoria de Finanças”.

Para Assaf Neto (2007b, p. 216), a nova informação disponibilizada ao mercado considerado como eficiente “tem o poder de promover alterações nos valores dos ativos negociados, modificando seus livres preços de negociação e resultados de análises”. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 118), afirmam que, na medida em que as informações se alteram, os preços dos títulos ajustam-se refletindo as novas expectativas dos investidores. Por sua vez, Kothari (2001) enfatiza que um mercado eficiente incorpora instantaneamente as informações que afetam as expectativas de fluxos de caixa líquido futuros.

Assim, quando uma empresa divulga uma nova informação ao mercado, é esperado que o preço de suas ações seja ajustado conforme a expectativa criada por esta nova informação sobre os fluxos de caixa futuros, pois a nova informação ainda não estaria refletida no preço das ações. Neste cenário, pode ser estudado a eficiência dos mercados na medida em que é esperado que ocorra um impacto maior no preço das ações das empresas que divulgam uma informação nova, desconhecida do mercado, do que com a divulgação de uma informação conhecida ou estimada pelo mercado. Portanto, quando a empresa divulga ao mercado o montante a ser distribuído aos acionistas pela remuneração ao investimento feito, na forma de dividendo e/ou JSCP, é esperada uma reação maior no preço das ações quando a informação divulgada ainda não tenha sido conhecida ou estimada pelo mercado, do que para o caso em que a informação já tenha sido conhecida previamente ou estimada pelo mercado.

2.2. A informatividade dos lucros contábeis

A informatividade dos lucros contábeis tem sido estudada pela academia, na busca por explicações da relação entre a contabilidade e o mercado de capitais, pois conforme Lev (1989, p. 155), acredita-se que o lucro é a informação mais importante das demonstrações financeiras. Em seu trabalho seminal, Ball e Brown (1968) observaram se a divulgação do resultado anual refletia fatores que impactam o preço das ações. Por sua vez, Beaver (1968) investigou o conteúdo informacional dos lucros através da reação dos investidores à divulgação dos lucros, na forma das alterações do preço e volume das ações em semanas próximas à divulgação. Miller e Rock (1985, p. 1035) afirmam que o anúncio de uma informação diferente da esperada pelo mercado dispara um gatilho para ajustar o preço das ações, enquanto Miller (1988) relata sobre o conteúdo informativo dos dividendos, citando a distribuição dos dividendos como uma forma de sinalizar ao mercado uma informação detida pela empresa, em uma situação de assimetria informacional.

Desde então a relevância dos lucros contábeis e sua relação com os preços das ações foi amplamente estudada pela academia (BEAVER; MCANALLY; STINSON, 1997, p. 53), conforme estudos apresentados no quadro 2.

A relevância da informação contábil foi extensamente estudada internacionalmente, tendo sido verificado por intermédio de um denso e vasto conjunto de evidências. Os trabalhos realizados presentes na literatura internacional confirmaram a relação entre a contabilidade e os preços das ações (SARLO NETO; BASSI; DE ALMEIDA, 2011, p. 8).

Em seu estudo, Lonie *et al* (1996) investigaram se o anúncio de dividendos contém “elemento surpresa” aos investidores do Reino Unido e encontraram evidências confirmatórias, na medida em que as empresas que apresentaram boas notícias obtiveram ganhos anormais substanciais enquanto as empresas que apresentaram notícias ruins, obtiveram o pior retorno anormal da amostra. Isto ocorreria, de acordo com Miller e Rock (1985, p. 1037), pois o anúncio do dividendo seria composto por uma parcela equivalente ao valor esperado pelo mercado e por outra parcela que corresponderia à surpresa do anúncio do dividendo, sendo que, quanto maior a surpresa, maior seria a reação dos preços das ações. Tucker e Zarowin (2006) encontraram evidências de que a mudança no preço das ações das empresas que mais suavizam os resultados contém mais informação sobre o lucro futuro. Por sua vez, Lopes, De Sant’Anna e Da Costa (2007) pesquisaram se o modelo de avaliação que incorpora o *book value* apresenta maior poder explicativo do que o modelo baseado no lucro, devido às características do mercado brasileiro, enquanto Sarlo Neto, Bassi e De Almeida (2011) identificaram a relação positiva do índice de *Market-to-book* com a informatividade dos lucros contábeis das empresas negociadas na América Latina.

Silva (2015) analisou a influência da composição da remuneração aos acionistas sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis em uma amostra de ações de empresas listadas na BM&FBovespa e encontrou evidências de que a remuneração total aos acionistas, os dividendos e a remuneração futura contribuem positivamente para a informatividade do lucro contábil em explicar o retorno das ações, enquanto os JSCP e as remunerações passadas não contribuem para a capacidade informacional do lucro contábil, uma vez que foram refletidos no preço das ações no momento de sua divulgação. A pesquisa de Silva (2015) é condizente com os achados de Ball e Brown (1968), Beaver (1968) e Sarlo Neto (2009), uma vez que o

lucro líquido “mostrou-se positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos, como a principal variável que impacta nos retornos das ações”.

Segundo Ball e Brown (1968), o lucro líquido é uma informação relevante para explicar o retorno das ações e também serve como um dos critérios no processo de tomada de decisão dos investidores, entre investir ou não na empresa. Entretanto, Lev (1989, p. 156) afirma que se a informação do lucro é significativa aos investidores, o lucro deveria ter um poder explanatório considerável na revisão dos preços à época da divulgação dos lucros, sendo o R^2 da regressão, a medida desta contribuição da divulgação dos lucros aos investidores. De acordo com Yeo *et al* (2002, p. 1023), a informatividade dos lucros é reduzida na medida em que os gestores podem fazer uso de *accruals* discricionários e técnicas contábeis em benefício próprio, sugerindo que a *performance* da empresa obtida através da análise das demonstrações contábeis poderia não estar refletindo sua verdadeira realidade econômica.

Porém, esta prática tenderia a ocorrer com menos frequência em empresas onde a propriedade e o controle não estão completamente separados, conforme Warfield, Wild e Wild (1995, p. 63), onde as evidências encontradas apontam para uma relação positiva entre a informatividade dos lucros contábeis e a gestão da empresa, quando o controle e a gestão não acontecem de forma distinta. Entretanto, Lev (1989) encontrou evidências de que a correlação entre os lucros e o retorno das ações é muito baixa, sugerindo que fosse reexaminado o paradigma da pesquisa lucros versus retorno das ações. Por sua vez, Sarlo Neto, Galdi, Dalmácio (2009, p. 24) afirmam que este cenário é propício para pesquisas, criando hipóteses sobre a relação entre preços e lucros, uma vez que o lucro não explicaria a totalidade da variação dos preços das ações.

Ressalta-se que outras variáveis contábeis poderiam influenciar as decisões dos investidores, como os dividendos e os juros sobre capital próprio. Assim sendo, essa pesquisa visa acrescentar aos estudos elaborados sobre a informatividade dos lucros contábeis, a tempestividade da distribuição dos lucros. De acordo com Miller e Rock (1985, p. 1037), o anúncio do dividendo é “a peça que falta” para os mercados tomarem conhecimento do lucro corrente da empresa, que servirá de base para estimar os lucros futuros. Desta forma, a distribuição da remuneração aos acionistas pode aumentar a capacidade informacional do lucro contábil, na medida em que podem fornecer indícios sobre a *performance* futura da firma.

2.3. Distribuição de lucros

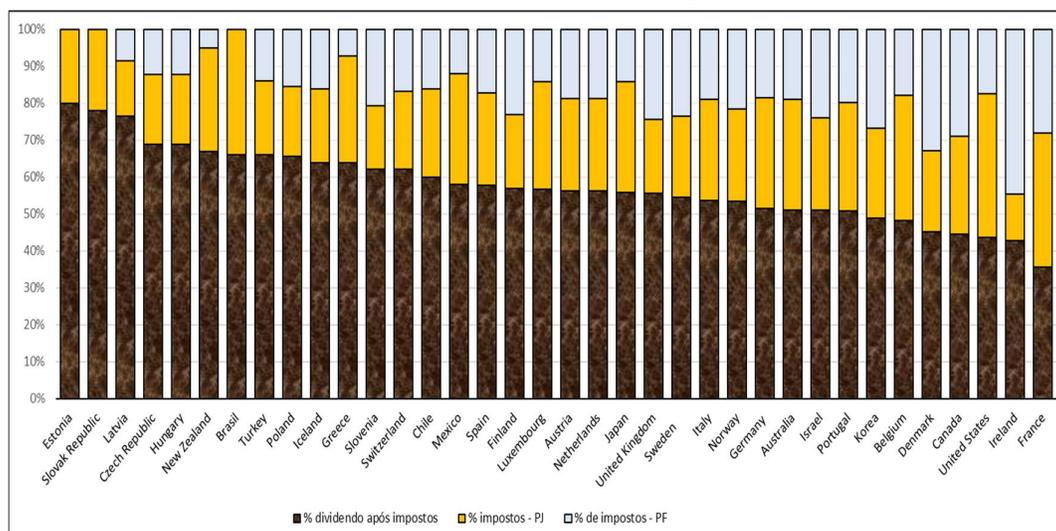
Na maioria dos países, inicialmente ocorre a tributação do lucro obtido pela empresa e, posteriormente, com a distribuição do lucro, incidem os tributos aplicados à distribuição da remuneração aos acionistas. No Brasil, entretanto, a distribuição do lucro aos acionistas, na forma do dividendo, é isenta de imposto, além de existir a possibilidade de distribuição da remuneração aos acionistas na forma de juros sobre capital próprio, diferindo o Brasil da maioria dos países. A tributação que incide sobre os dividendos é uma função do sistema tributário e dos tributos que são aplicados, tanto a nível corporativo quanto individual, assim como pela interação entre eles (HARDING, 2013, p. 7).

Enquanto em alguns países o lucro da atividade empresarial é tributado quando auferido pela empresa, em outros a tributação acontece no momento da distribuição do lucro aos acionistas. Ocorre também, em muitos países, a adoção de um modelo intermediário, na medida em que é determinado que o lucro deve ser tributado quando auferido pela empresa e também quando é distribuído aos acionistas, mas com algum tipo de mecanismo visando suavizar uma bitributação (CARVALHO *ET AL*, 2015, P. 17).

Como o lucro é tributado inicialmente na pessoa jurídica e posteriormente na distribuição da remuneração ao acionista, o valor a ser distribuído (antes destes impostos) pode ser dividido em três componentes: (i) o valor pago ao governo referente aos impostos na pessoa jurídica, (ii) o valor pago referente aos impostos na distribuição da remuneração aos acionistas e (iii) o valor recebido ao acionista pela remuneração do investimento. No gráfico 1, pode ser notado o “peso” de cada um destes componentes quando ocorre a distribuição da remuneração ao acionista, pessoa física, nos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Nota-se ainda no gráfico 1, que em 2016, apenas a Estônia e Eslováquia não tributavam o dividendo, como ocorre atualmente no Brasil. Assim, tanto os países de realidade econômica similar ao Brasil, como México e Chile, quanto países que compõem o BRIC juntamente com o Brasil, como China, Índia, Rússia e África do Sul, não isentam os lucros e dividendos distribuídos (BORRELLI, s.d.).

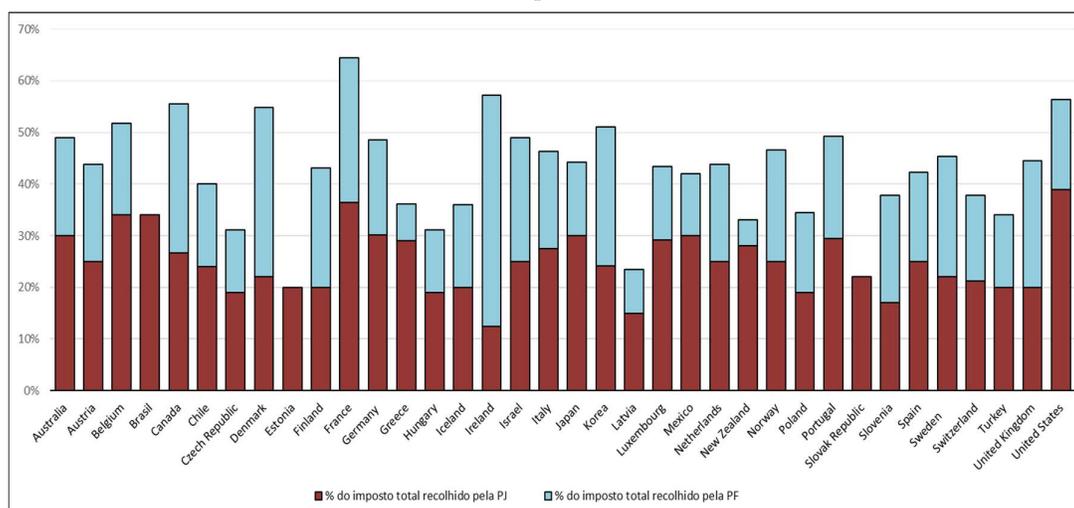
Gráfico 1 - Composição da remuneração aos acionistas antes dos impostos, em 2016.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de OCDE (2017b), considerando a desoneração de dividendos, quando adotado.

Aleatoriamente, considerando a Suécia como exemplo, 22% é devido ao governo como impostos incidentes sobre o lucro na pessoa jurídica, 23% correspondem aos impostos que devem ser recolhidos pela pessoa física em função da distribuição da remuneração ao acionista, restando 55% a ser recebido pelo acionista, após a incidência destes impostos. Assim, para cada unidade monetária de lucro obtido pela pessoa jurídica, pode ser observado o percentual que é recebido ao acionista após os impostos, nos países membros da OCDE.

Gráfico 2 - Tributação dos dividendos em 2016, nos países membros da OCDE, incluindo o Brasil.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de OECD (2017b), considerando a desoneração de dividendos, quando adotado.

No gráfico 2, pode ser observado a carga tributária imposta sobre o lucro da empresa quando é distribuído aos acionistas na forma de dividendos, nos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), com identificação da parcela de impostos que recai sobre a pessoa jurídica e sobre os acionistas pessoa física. Assim, nota-se que em 2016, a carga tributária total (pessoa jurídica e pessoa física) que recai sobre os dividendos vai desde 20% na Estônia a 64% na França, com uma média simples de 43% entre os países membros.

A tributação do lucro “envolve decidir se os lucros da atividade empresarial serão tributados quando auferidos pela pessoa jurídica, quando distribuídos aos seus sócios, ou em ambos os casos (CARVALHO *ET AL*, 2015, p. 3)”. No Brasil, a tributação é aplicada quando a pessoa jurídica obtém o lucro, com a isenção de tributos quando o lucro é distribuído aos acionistas, de acordo com a lei 9.249/95. Comparativamente, o Brasil situa-se abaixo da média da carga tributária dos países membros da OCDE, devido à carga tributária aproximada de 34% sobre o lucro e a isenção dos impostos sobre os dividendos. Todavia, quando a empresa faz opção pela distribuição da remuneração aos acionistas na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio, a carga tributária pode ser reduzida na medida em que aumentam as despesas com o pagamento de juros sobre capital próprio, conforme demonstrando na tabela 1.

Tabela 1 - Tributação do lucro na pessoa jurídica (empresa optante pelo lucro real).

Tributação na pessoa jurídica (lucro real)				
(1) Lucro (R\$)	100,00	100,00	100,00	100,00
(2) Despesa de juros sobre capital próprio (R\$)	0,00	10,00	15,00	20,00
(3) Lucro tributável (R\$) (1-2)	100,00	90,00	85,00	80,00
(4) IRPJ + adicional (R\$) (25% de 3)	25,00	22,50	21,25	20,00
(5) CSLL (R\$) (9% de 3)	9,00	8,10	7,65	7,20
(6) Tributação total sobre o lucro (R\$) (4+5)	34,00	30,60	28,90	27,20
(7) Alíquota efetiva (%)	34,00	30,60	28,90	27,20
Tributação JSCP na pessoa física				
(8) JSCP recebido (R\$)	0,00	10,00	15,00	20,00
(9) IRPF (R\$) (15% de 8)	0,00	1,50	2,25	3,00
(10) Alíquota efetiva consolidada (%) (7+9)	34,00	32,10	31,15	30,20

Fonte: Baseado em Carvalho *et al* (2015, p.13).

Entretanto, a isenção do imposto de renda sobre os dividendos sofre críticas devido à diferença de tratamento tributário dado em relação à remuneração do trabalho assalariado (o salário) e do capital (o dividendo), sendo justificada pela ideia de que esta isenção estimula os investimentos

com a consequente criação de postos de trabalho (CARVALHO *ET AL*, 2015, p. 4), além do fato de evitar que o lucro fosse novamente tributado a nível dos acionistas.

Todavia, de acordo com Gobetti *et al* (2015, p. 312), a concentração de renda no Brasil supera todos os outros países com base em informações disponíveis, sendo que os brasileiros super ricos pagam proporcionalmente à sua renda, menos impostos que um indivíduo de classe média alta, ferindo o princípio da progressividade tributária, onde a tributação deveria crescer com o aumento da renda. E o autor continua sua pesquisa citando que no ano de 2013, dos 71 mil brasileiros super ricos, aproximadamente 50 mil foram beneficiados pela isenção do imposto de renda sobre os dividendos, podendo ter sido uma das causas para que os super ricos tenham recolhido, em média, 7% de impostos sobre a renda, enquanto a média dos contribuintes efetuou o pagamento de 12%.

Discordando de uma possível distorção com relação à tributação dos lucros das empresas, Zanluca (s.d) lembra que as empresas pagam ainda um grande número de tributos para produzir e ter a possibilidade de obter lucros, como PIS, COFINS, taxas, INSS, FGTS, IPI, ICMS, Salário-Educação, IPVA, ISS, etc e que “tais incidências podem atingir 40% do faturamento de uma empresa comercial ou industrial, e mais de 50%, se for uma empresa de serviços”. Além disso, conforme Gobetti *et al* (2015), “cerca de metade da carga brasileira provém de tributos sobre bens e serviços que, proporcionalmente, oneram mais a renda dos mais pobres”, ao contrário dos países membros da OCDE onde há um peso maior na tributação sobre a renda e o patrimônio. Contudo, Carvalho *et al* (2015, p.3) esclarece:

Medidas dessa natureza, em geral, apoiam-se em opções econômicas do poder tributante, com vistas a viabilizar ou concretizar estratégias de políticas públicas. Há momentos em que se pretende fomentar o investimento, atrair o capital, interno ou internacional, para a atividade produtiva; em outros, prefere-se reduzir os custos tributários, baratear a produção nacional; há também alternativas destinadas a simplificar a administração tributária, dar-lhe mais efetividade, reduzir os espaços do planejamento fiscal.

Assim, a distribuição de lucros no Brasil parece ficar entre a cruz e a espada. Para Borrelli (s.d.), entre a isonomia tributária e o incentivo ao investimento no setor produtivo nacional, a legislação brasileira “pretere a isonomia e a capacidade contributiva em favor do incentivo ao investimento nacional e estrangeiro no setor produtivo”.

2.3.1. Dividendos

De acordo com Padoveze, Frezatti e Benedicto (1994, p. 1) o dividendo é “a parcela do lucro que será destinada aos proprietários da empresa”. Para Kronbauer *et al* (2015, p. 183) “o termo dividendo geralmente se refere a uma distribuição de lucros em dinheiro”. Para Brugni *et al* (2012, p. 84), “os dividendos nada mais são do que um pagamento feito por empresas a investidores que adquiriram ações emitidas por estas”. Apesar de muito próximas, percebe-se que as definições de dividendos giram em torno do conceito de “uma remuneração ao investimento efetuado”. No quadro 1 é apresentado uma revisão da literatura relativa às pesquisas sobre os dividendos.

Assaf Neto e Lima (2011, p. 614), afirmam que uma sociedade por ações deveria justificar a retenção de parte dos lucros, pois em princípio, ele deveria ser distribuído na integralidade. A necessidade de um investidor em obter retorno pelo investimento efetuado pode configurar-se na razão da existência do dividendo. Assim, o anúncio dos dividendos indica que o pagamento aos acionistas será feito àqueles que detinham as ações da empresa em determinada data (BREALEY *ET AL*, 2011, p. 392). Porém, conforme apresentado por Bhattacharya (1979, p. 259), o dividendo pode ser utilizado como um instrumento para sinalizar a futura *performance* da firma.

A distribuição dos dividendos é considerada uma importante ferramenta para a empresa, pois estabelece o valor a ser distribuído aos acionistas e os fundos que estarão disponíveis para novos investimentos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002, p. 501), pois quanto maior a distribuição dos resultados, menor será o capital disponível para novos investimentos.

Fundamentalmente, a determinação da quantia de lucro a ser liberada para distribuição deve considerar que a empresa deva preservar a sua continuidade, através da manutenção de sua capacidade operacional e condição física de geração de lucros, bem como contemplar a manutenção do capital investido pelos proprietários da empresa em termos monetários (PADOVEZE; FREZATTI; BENEDICTO, 1994, p. 1).

Quadro 1 - Revisão de literatura.

Autores	Ano	Pesquisa	Resultado
Nacional			
Bueno	2002	Verificar a relação entre <i>dividend yields</i> e as taxas de retornos das ações, de julho de 1994 a dezembro de 1999.	Incapaz de sugerir que as ações de altos <i>dividend yield</i> tendem a possuir maiores ou menores retornos do que as ações de baixo ou zero <i>yield</i> .
Neto e Saito	2003	Análise do comportamento dos preços das ações após o anúncio do pagamento de dividendos.	Confirmada a persistência dos retornos anormais das ações no período pós-evento.
Carvalho	2003	O papel desempenhado pela política de dividendos sobre o valor da firma.	As empresas podem usar os dividendos para tentar se diferenciar.
Sarlo Neto	2004	Investiga o impacto da divulgação dos resultados contábeis sobre os preços das ações.	As características analisadas exercem uma influência sobre a reação dos preços à divulgação dos resultados.
Kuronuma, Lucchesi e Famá	2004	Analisar a relação entre o <i>dividend yield</i> e o CAR no período pós-pagamento de dividendos.	Evidências de um relacionamento positivo entre o <i>dividend yield</i> e o retorno anormal acumulado das ações.
Costa Júnior et al	2004	Verificar se as empresas estão imputando os JSCP, líquidos de IRRF ao dividendo obrigatório.	Constatou-se que somente 8 empresas não cometeram erro relacionado à imputação dos JSCP ao dividendo obrigatório.
Sarlo Neto et al	2005	Impacto das demonstrações contábeis nos preços das empresas, no mercado brasileiro.	As variações dos preços das ações preferenciais seguem a mesma direção dos resultados divulgados.
Sarlo Neto	2009	Investigar a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis.	A concentração dos votos exerce uma influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis.
Martins et al	2012	Revisão da literatura sobre política de dividendos no Brasil	Tendências percebidas: relevância da política de dividendos; confirmação da existência de problemas de agência; sinalização e influência dos tributos na definição da política de dividendos.
Brugni et al	2012	Verificar se os dividendos aumentam a informatividade dos lucros das empresas, na BOVESPA.	Os lucros, quando interagidos com os dividendos, são mais informativos para explicar o preço das ações.
Kronbauer et al	2015	Revisão de literatura sobre políticas de dividendos no Brasil, período de 2007 até 2012.	Há relevância na política de dividendos no Brasil e confirmado a existência de conflitos de agência.
Silva	2015	Analisar a influência da composição de remunerações aos acionistas sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis.	A remuneração total dos acionistas, os dividendos e a remuneração futura contribuem positivamente para a informatividade dos lucros contábeis.
Internacional			
Mukherji	2011	Utiliza o método bootstrap para examinar a problemática de reversão a média das ações.	Ocorreram significativas reversões a média em empresas grandes e pequenas no período analisado.
Black & Scholes	1974	Sugere que o retorno esperado de empresas com altos <i>dividend yield</i> não seja diferente das de baixo <i>dividend yield</i> .	Não podem afirmar qual o efeito o <i>dividend yield</i> e de uma mudança na política de dividendos teriam no retorno esperado das ações.
Fama e French	1988	Explicam o poder do <i>dividend yield</i> como proxy para prever o retorno das ações.	Os dividendos explicam mais do que 25% da variância do retorno esperado para períodos entre 2 e 4 anos.
Hodrick	1992	Utiliza o <i>dividend yield</i> como proxy para o retorno das ações.	As propriedades estatísticas de longo prazo geradas pelo VAR indicam padrões para o retorno esperado.
Michaely, Thaler e Womack	1995	Investiga as reações do mercado ao pagamento de dividendos.	Fraca evidência do efeito clientela em ambas amostras.

Fonte: elaborado pelo autor, 2017.

E também, de acordo com La Porta *et al* (2000), Neto e Saito (2003) e Mota (2007, p. 7), a distribuição de dividendos é uma forma de mitigar os problemas de agência entre administradores e acionistas, podendo levar ao aumento do valor da empresa, pois conforme Jensen (1986, p. 323), as empresas que geram substancial fluxo de caixa livre têm severos problemas de divergências entre acionistas e gestores. Neste contexto, Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 501) afirmam que a política de dividendos pode dar indícios da *performance* da firma. Para González (1998, p. 1) os investidores veem com ceticismo os prognósticos elaborados pelos gestores, mas aceitam não receber dividendos caso o retorno a ser obtido, no futuro, se apresente maior do que outras oportunidades de investimento.

Conforme Brugni *et al* (2012, p. 84) “é sabido que um dos principais objetivos da contabilidade é produzir informação aos seus usuários para que estes tomem decisões”. A declaração de dividendos seria uma forma escolhida por algumas empresas para comunicar uma informação ao mercado (MILLER; ROCK, 1985, p. 1036). Sendo assim, em estudos envolvendo os dividendos, a política de dividendos e sua distribuição podem contribuir para a tomada de decisão por parte dos investidores. Em sua pesquisa, Bhattacharya (1979, p. 259) encontrou evidências de que os dividendos reduzem a assimetria informacional, uma vez que sinalizam a expectativa do fluxo de caixa futuro da empresa. Desta forma, os investidores podem entender as atitudes dos gestores, caso a sinalização tenha credibilidade, e efetuar ajustes aos preços das ações.

Em sua pesquisa, Healy e Palepu (1988) investigam o impacto da mudança da política de dividendos no retorno da empresa e encontram evidências de que após uma empresa iniciar o pagamento de dividendos ou decidir por não pagar dividendos, ocorrem respectivamente, um aumento ou redução nos lucros da empresa pelo período de até um ano depois, corroborando para a relevância dos dividendos. Em seus achados, Ofer e Siegel (1987, p. 889) encontraram evidências de que os analistas modificam as expectativas de lucros futuros na mesma direção e grandeza aos anúncios de mudanças inesperadas dos dividendos. Estes autores também encontraram evidências de que estes anúncios estão relacionados positivamente às mudanças do valor dos ativos em períodos próximos ao anúncio. Contudo, “as diferentes explicações dos pesquisadores em relação às oscilações dos preços das ações em períodos pós-pagamento de dividendos atestam a grande dificuldade em isolar as imperfeições do mercado (NETO; SAITO, 2003, p. 136)”.

A distribuição de dividendos no Brasil é regulamentada pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e posteriores alterações. Conforme artigo 132 desta lei, a empresa deve constituir uma assembleia geral dentro dos quatro primeiros meses após o término do exercício social, para deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos, dentre outras atribuições. A empresa deverá efetuar o pagamento dos dividendos à pessoa que for proprietária ou usufrutuária da ação, dentro de 60 (sessenta) dias a partir da data em que o dividendo for declarado, conforme parágrafo 3º, artigo 205, da Lei 6.404/76. De acordo com Carneiro (2015), “a base de cálculo dos dividendos a serem distribuídos em conformidade ao que consta formalizado no estatuto social e em casos omissos é o lucro líquido ajustado”, que deve ser apurado conforme segue:

- (=) Lucro líquido do exercício (após a destinação ao pagamento de participações)
- (-) Parcela destinada à constituição da reserva legal, se houver necessidade
- (+/-) parcela destinada à constituição/reversão da reserva para contingências
- (=) Lucro Líquido Ajustado

A composição do dividendo, conforme artigo 201, ocorre pelo lucro líquido do exercício, do lucro acumulado e da reserva de lucros. Poderá ser utilizada a reserva de capital no caso do pagamento dos dividendos aos detentores das ações preferenciais, conforme artigo 200, inciso V da referida lei, quando lhes for assegurada essa vantagem. Entretanto, para que a empresa possa distribuir os lucros, além da existência do lucro no exercício ou da reserva de lucros, é necessário que a empresa esteja em dia com o fisco. O artigo 32, da Lei 4.357, de 16 de julho de 1964, determina que as pessoas jurídicas em débito não garantido com a União e suas autarquias de Previdência e Assistência Social, por falta de recolhimento de imposto, taxa ou contribuição, não poderão distribuir nenhuma bonificação ou participação de lucros a seus acionistas e/ou seus diretores e demais membros da administração.

Em caso de descumprimento, de acordo com a redação do artigo 17, da Lei 11.051, de 29 de dezembro de 2004, será aplicado às pessoas jurídicas, multa de 50% do valor distribuído, assim como aos beneficiários que também sofrerão com a imposição de multa de 50% do valor distribuído. Assim, a União receberia 100% da remuneração distribuída aos acionistas e membros da administração, limitado a 50% do débito não garantido da pessoa jurídica.

O dividendo preferencial, de acordo com Assaf Neto (2007b, p. 499), vem a ser o dividendo devido aos detentores das ações preferenciais e não se confunde com o dividendo mínimo obrigatório, “que se caracteriza como válido para **todos os acionistas**, ou seja, estende-se aos ordinários”. Pelo artigo 202, da Lei 6.404/76, é determinado que os acionistas devam receber como dividendo obrigatório a parcela ou percentual dos lucros que houver sido estabelecida no estatuto. Todavia, conforme o parágrafo 2º desta lei, o dividendo não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado, nos casos em que o estatuto for omissivo quanto a esta questão e a assembleia-geral decida por introduzi-lo.

Assim, na época da introdução da Lei 6.404/76, conforme Assaf Neto e Lima (2011, p. 617), houve uma pressão da legislação sobre as empresas de sociedades anônimas existentes, fazendo com que “uma boa parte delas, hoje, tem em seu estatuto social que o dividendo mínimo

obrigatório é de 25% do lucro líquido ajustado, ou seja, metade do que seria no caso das empresas com estatuto omissivo”. Um incentivo para que as empresas brasileiras fixem em seus estatutos o percentual mínimo para pagamento de dividendos em 25% pode ser encontrado no parágrafo 1º, do artigo 152, da Lei 6.404/76, que determina que estando o dividendo obrigatório fixado em pelo menos 25% do lucro líquido, será permitido à empresa atribuir aos administradores uma participação em seus lucros.

Entretanto de acordo com Assaf Neto (2007b, p. 500), a legislação não obriga a empresa a fixar o dividendo obrigatório em 25%, pois “não se verifica nas disposições legais a necessidade de se estabelecer dividendo obrigatório mínimo de 25% do lucro líquido ajustado”. A empresa deve proceder como for mais adequado à sua situação, desde que seja definido no estatuto de forma clara. Nos casos de omissão, em que não seja determinado no estatuto o percentual a ser distribuído a título de dividendo obrigatório, a empresa deverá distribuir 50% de seu lucro líquido ajustado, acrescido ou diminuído dos valores destinados à reserva legal e à reserva de contingência, nas condições dispostas pelo artigo 202, da Lei 6.404/76.

Caso a empresa queira reduzir o dividendo à valores inferiores ao obrigatório ou à retenção de todo o lucro líquido, deverá ser deliberado em assembleia geral ordinária, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, conforme parágrafo 3º, do artigo 202, da Lei 6.404/76. Assaf Neto e Lima (2011, p. 617) ressaltam que, com a concordância de todos os acionistas presentes na assembleia geral ordinária, em que é deliberado a não distribuição do dividendo obrigatório ou distribuí-lo em valores inferiores ao mínimo, os acionistas abrem mão deste dividendo ou da importância dele reduzida, não sendo devido seu pagamento em exercício posterior. Por sua vez, caso o dividendo previsto obrigatório não seja pago no exercício social devido a incompatibilidade com a situação financeira da companhia, o dividendo será retido em uma conta especial para pagamento futuro, quando a situação estiver favorável, caso não tenha sido absorvido por prejuízos de exercícios futuros.

Iudícibus *et al* (2013, p. 435) classificam os dividendos de três formas distintas: (i) quanto à “fila” para o recebimento: dividendo prioritário e não prioritário; (ii) quanto ao direito em relação a seu recebimento: dividendo cumulativo e não cumulativo; (iii) quanto à forma de apropriação dos lucros: dividendo mínimo, fixo e obrigatório. Para Costa Júnior *et al* (2004), os dividendos prioritário e não prioritário são conceituados de acordo com a preferência em relação aos demais acionistas, quanto a distribuição dos lucros. Se em determinado exercício,

o lucro não for suficiente para o pagamento a todos os acionistas, os acionistas prioritários terão preferência ao recebimento em relação aos acionistas não prioritários.

Enquanto o dividendo cumulativo assegura ao acionista o seu recebimento em outro exercício, o não cumulativo por sua vez, não permite ao acionista recebe-lo em exercício diferente do exercício corrente. De acordo com Iudícibus *et al* (2013, p. 436), o fixo e o mínimo são conceituados em função dos lucros remanescentes a serem distribuídos (lucros excedentes às destinações legais do lucro): o fixo não possibilita a participação do acionista nos lucros remanescentes, exceto se houver previsão no estatuto, enquanto o dividendo mínimo possibilita aos acionistas serem beneficiados na distribuição de lucros remanescentes.

O dividendo obrigatório, conforme artigo 202, da Lei 6.404/76, é a parcela dos lucros estabelecida no estatuto. Costa Júnior *et al* (2004) e Iudícibus *et al* (2013, p. 436) atribuem, de forma geral, o dividendo mínimo àquele atribuído aos detentores de ações preferenciais, podendo este benefício ser estendido aos detentores de ações ordinárias através de determinação no estatuto da empresa, enquanto o dividendo obrigatório é distribuído a todos os acionistas, salvo disposição estatutária em contrário.

A legislação brasileira rege que as ações preferenciais podem ter direito à prioridade em receber o dividendo mínimo ou fixo, conforme artigo 17, da Lei 6.404/76, que podem ser cumulativos ou não. Caso o estatuto da empresa seja omissivo quanto à questão, conforme parágrafo 4º do artigo 17, da Lei 6.404/76, os dividendos serão não cumulativos. No Brasil, de acordo com Assaf Neto (2007b, p. 498) o dividendo preferencial mínimo é o mais utilizado, podendo ser fixado com base em um valor percentual em relação ao preço da ação ou sobre o valor do capital preferencial.

Ressalta-se que, se determinada empresa não pagar os dividendos fixo ou mínimo aos detentores das ações preferenciais sem direito a voto por período superior a três exercícios consecutivos, estas ações passam a ter direito a voto, conforme benefício concedido pelo parágrafo primeiro, do artigo 111, da Lei 6.404/76, mantendo o direito a recebe-los até que sejam pagos, no caso dos dividendos cumulativos. Entretanto, o artigo 204, da Lei 6.404/76 estabelece o pagamento de dividendos intermediários. Robert (2009, p. 104) identifica quatro formas de dividendos intermediários:

Dividendos intermediários semestrais, pago com base no lucro do semestre (*caput*); dividendos intermediários genéricos, pagos em período inferior a um semestre, com base no lucro do referido período (§1º); dividendos intermediários genéricos, pagos a qualquer momento, com base em lucros acumulados (§2º); e dividendos intermediários genéricos, pagos a qualquer momento, com base em reservas de lucros (§2º).

A distribuição do dividendo obrigatório não poderá ser prejudicada pela constituição de reservas, conforme artigo 198, da Lei 6.404/76. Porém, o artigo 200, da mesma lei, dispõe que as reservas de capital podem ser utilizadas para o pagamento do dividendo de acionistas preferencialistas, quando houver disposição estatutária e, pela absorção de prejuízos superiores aos lucros acumulados.

No Brasil, conforme artigo 10 da Lei 9.249/95, desde o ano de 1996 os dividendos não integram a base de cálculo do beneficiário, ao contrário do que acontece nos Estados Unidos. Sendo assim, parte dos resultados encontrados em pesquisas norte-americanas não se aplica à realidade brasileira, inclusive devido à possibilidade da distribuição de remuneração aos acionistas, na forma de JSCP. Conforme Assaf Neto e Lima (2011, p. 622), “a teoria de que os dividendos são ruins porque recebem tributação do imposto de renda (...) não possui aplicações práticas no Brasil atualmente”.

Para Assaf Neto (2007b, p. 499), a determinação societária do pagamento de dividendo preferencial fixo ou mínimo, coloca um grande peso nas empresas, uma vez que “não importa se o lucro é formado com ou sem a consequente disponibilidade de caixa”. Entretanto, Schmidt e dos Santos (2002, p. 177) afirmam que a Lei 6.404/76 foi estabelecida para garantir a distribuição dos lucros aos acionistas, protegendo os acionistas minoritários das decisões dos gestores.

2.3.2. Juros Sobre Capital Próprio (JSCP)

Os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) foram criados pelo artigo 9º, da Lei n.9.249, de 26 de dezembro de 1995, permitindo que parte da remuneração distribuída aos acionistas fosse paga como uma remuneração pelo investimento feito na empresa. Posteriormente, a Lei 12.973, de 13 de maio de 2014, alterou a base de cálculo do JSCP, passando a vigorar, como o somatório

das seguintes contas do patrimônio líquido: (i) capital social, (ii) reserva de capital, (iii) reserva de lucros e (iv) prejuízos acumulados. Entretanto, conforme o parágrafo 2º, artigo 28, da Instrução Normativa RFB nº 1515/2014, é limitado à empresa a dedutibilidade do JSCP ao maior valor entre 50% do lucro líquido do exercício (antes da dedução dos juros) ou 50% da soma do lucro acumulado e da reserva de lucro.

O JSCP foi criado visando minimizar os efeitos da extinção da correção monetária nas demonstrações financeiras, evitando o aumento da carga tributária sobre as companhias (SARLO NETO, 2009), em função de possíveis ganhos obtidos através da inflação presente na economia, uma vez que a extinção da correção monetária das demonstrações financeiras levou ao término do reconhecimento “dos efeitos inflacionários sobre o patrimônio e resultados, e assim, a distribuição do lucro e tributação, dentre outros aspectos, passaram a apresentar distorções (BORRELLI, s.d.)”.

Até o ano de 1995, a legislação brasileira permitia a correção monetária dos ativos não-monetários e do patrimônio líquido, que era consolidada em uma conta de apuração e levada para a demonstração de resultado do exercício. Essa sistemática de atualização monetária permitia que os efeitos inflacionários fossem apurados nas demonstrações contábeis e, principalmente, na apuração do lucro líquido do exercício. Com o controle da inflação na economia brasileira e extinção da correção monetária, foi criado o mecanismo de Juros sobre Capital Próprio – JSCP (ASSAF NETO, 2007a, p. 86).

A equiparação do tratamento fiscal entre o capital próprio e o de terceiros também se configura como um motivo da criação do JSCP. Uma vez que o capital de terceiros é remunerado, o governo brasileiro passou a permitir que o capital próprio também fosse remunerado, visando estimular o aumento do investimento nas empresas brasileiras sem que houvesse a contrapartida do aumento do endividamento (LIMA, 2009, p. 81). Como um pagamento de juros, esta porção da distribuição aos acionistas é classificada como despesa financeira, possibilitando a redução da base do cálculo do imposto de renda apurado pelo lucro real e limitado a aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) nas contas do patrimônio líquido da empresa.

O artigo 1º, da Lei 9.365, de 16 de dezembro de 1996, descreve que a TJLP tem vigência trimestral e deve ser calculada com base na meta anual de inflação, determinada pelo Conselho Monetário Nacional, acrescida de um prêmio de risco. Assim, a TJLP poderia compensar, ao menos, parte do efeito da extinção da correção monetária do patrimônio líquido, pois a TJLP

inclui em sua composição uma parcela correspondente à meta inflacionária estipulada pelo governo, acrescida de um prêmio de risco (MARTINS, 2004).

Entretanto, o parágrafo 7º, do artigo 9º, da Lei 9.249/95, faculta a imputação dos JSCP aos dividendos. Para BORRELLI (s.d.), tal dispositivo legal equipara o JSCP aos dividendos, na medida em que o valor líquido do JSCP poderá ser imputado ao dividendo. Desta forma, os JSCP podem ser considerados para compor o cálculo do dividendo mínimo obrigatório, desde que seja retido na fonte o imposto de renda de 15%, com exceção dos domiciliados em paraísos fiscais, que devem ter retido 25% na fonte.

De acordo com Futema, Basso e Kayo (2009, p. 45), “os juros sobre o capital próprio podem ser interpretados como sendo dividendos com a vantagem de serem dedutíveis do imposto de renda e contribuição social”. Conforme Assaf Neto e Lima (2011, p. 600) “essa remuneração é entendida como se fosse dividendo para efeitos do cálculo do dividendo mínimo obrigatório previsto na Lei das Sociedades Anônimas”. Entretanto, quando os JSCP são incluídos ao saldo dos dividendos, ele continua sendo um instrumento distinto dos dividendos em virtude da sua origem, obrigatoriedade de pagamento e natureza tributária.

Os JSCP tornam-se atraentes em função da vantagem fiscal obtida pela empresa, ao poder classificar parte da remuneração paga aos acionistas como despesa, possibilitando a redução da base de cálculo de seu imposto de renda. Quando a empresa decide pagar parte da remuneração aos acionistas na forma de JSCP, ela está maximizando seu planejamento tributário, pois de certa forma, está transferindo aos acionistas o ônus do pagamento do imposto referente a esta remuneração. Assim, a empresa pode optar por pagar menos impostos, nas condições determinadas pela legislação, focando na economia de seus recursos.

Desta forma, a remuneração aos acionistas efetuada através do JSCP deve ser calculada pela taxa de juros sobre o capital próprio definida pela empresa, desde que não exceda à variação *pro rata* da TJLP (i) aplicando a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) nas referidas contas do patrimônio líquido da empresa descritas acima e (ii) limitada ao maior valor entre 50% do lucro líquido do exercício (antes da dedução dos juros) ou 50% da soma do lucro acumulado e da reserva de lucro. Desta forma, a grosso modo, o valor máximo para remunerar o acionista através do JSCP é uma informação facilmente disponível ao mercado, conforme exemplo na tabela 2. Lembrando que o pagamento ou crédito dos JSCP está condicionado à existência de

lucros antes da dedução dos juros, sendo que o lucro existente deve ser igual ou maior que duas vezes o valor dos juros a ser pago a título de remuneração do capital próprio aos acionistas, conforme o parágrafo 1º, do artigo 9º, da Lei 9.249/95.

Para calcular o valor possível a ser distribuído como JSCP pelo exemplo 1, da tabela 2, seria necessário, inicialmente, calcular o valor limite obtido pela aplicação da TJLP sobre o patrimônio líquido da empresa: $TJLP\ 10\% \times \text{patrimônio líquido R\$105.000} = \text{R\$10.500}$, sendo este valor, o máximo possível a ser distribuído como JSCP respeitando a regra da aplicação da TJLP sobre o patrimônio líquido. Entretanto, deve ser observado ainda o maior valor entre 50% do lucro líquido do exercício e 50% da soma do lucro acumulado e da reserva de lucro. Conforme o exemplo 1, estes valores são R\$5.000 e R\$2.000, respectivamente, sendo R\$5.000, o maior valor entre os dois. Sendo assim, conforme o exemplo 1, a empresa poderia distribuir R\$5.000 a título de JSCP, uma vez que este valor é inferior ao montante máximo da aplicação da TJLP sobre o patrimônio líquido da empresa.

Tabela 2 - Exemplo prático elaborado conforme regras tributárias vigentes.

	Exemplo 1	Exemplo 2	Exemplo 3
Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP	10%	10%	10%
Patrimônio Líquido	R\$ 105.000,00	R\$ 125.000,00	R\$ 90.000,00
Capital Social	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
Lucros ou Prejuízos Acumulados	R\$ 5.000,00	R\$ 25.000,00	-R\$ 10.000,00
Resultado do Período	R\$ 10.000,00	R\$ 10.000,00	R\$ 10.000,00
1º limite: aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP - sobre o valor do patrimônio líquido	R\$ 10.500,00	R\$ 12.500,00	R\$ 9.000,00
2º limite: 50% dos lucros do exercício	R\$ 5.000,00	R\$ 5.000,00	R\$ 5.000,00
2º limite: 50% dos lucros acumulados	R\$ 2.500,00	R\$ 12.500,00	-
JSCP	R\$ 5.000,00	R\$ 12.500,00	R\$ 5.000,00

Fonte: Lima (2009, p. 101).

Entretanto, o JSCP está na mira da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que desenvolveu um plano para combater a erosão da base tributária, chamado de *Base Erosion and Profit Shifting Action Plan* (BEPS). Com o apoio dos países do G20 - grupo formado pelos ministros de finanças e chefes dos bancos centrais da União Europeia e 19 países como Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, França, Alemanha, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Coreia do Sul, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos (G20, 2017) - publicou o plano de Ação 2 (Action 2)

chamado de *Neutralise the effects of hybrid mismatch arrangements*, com o objetivo de neutralizar os benefícios fiscais obtidos pela legislação de diferentes países aplicada a instrumentos financeiros (TOMAZELA, 2015).

O plano de Ação 2 do BEPS recomenda que sejam elaboradas leis ou acordos tributários com vistas a neutralizar os efeitos de múltiplas deduções ou de uma dedução em uma jurisdição sem a devida taxação em outra jurisdição, sendo este último, o caso em que pode ser enquadrado o JSCP (PEGORARO, 2015), pois existe o questionamento se o JSCP se enquadraria como renda ao acionista ou como juro. Para Lima (2009, p. 104), o juro é fruto de uma dívida exigível e representa “a remuneração pelo risco de reembolso e pelo tempo determinado durante o qual a quantia cedida ficou indisponível para uso do mutuante”. Todavia, quando é feito um investimento em uma empresa por parte de um investidor, não há a criação de dívida e, desta forma, não seria possível considerar um investimento como uma dívida exigível. Nas palavras de Borrelli (s.d.) o pagamento de juros “decorre de uma relação de crédito entre credor e devedor”. Portanto, o fato do instrumento chamar-se “juros” sobre o capital próprio, não o transformaria em juros de fato, pois de acordo com o artigo 4º, da Lei 5.172/66, o fato gerador determina a natureza jurídica específica do tributo, e não uma denominação adotada na lei.

Com isso, Lima (2009, p.102) analisou o JSCP visando definir sua natureza jurídica e a forma de caracterizá-lo para evitar a dupla tributação, pois tanto o JSCP quanto o dividendo possuem natureza remuneratória. Uma vez que o pagamento de JSCP está sujeito a obtenção de lucro igual ou superior a duas vezes o valor do JSCP a ser distribuído por parte da empresa, e o pagamento de dividendo está condicionado à obtenção de lucro no exercício ou na existência de lucro acumulado ou na reserva de capital, evidencia-se a natureza remuneratória aos acionistas pelo risco incorrido. Acrescenta-se o fato de que a distribuição da remuneração ao acionista na forma de JSCP é uma opção reservada pela legislação à empresa, enquanto o pagamento de juro a um credor torna-se uma obrigação nas condições em que a dívida foi pactuada. Assim, Lima (2009, p. 144) conclui sua pesquisa afirmando que, apesar da diferença na natureza remuneratória entre o dividendo e o JSCP e, visando evitar a dupla tributação, o JSCP deve ser qualificado como dividendos quando envolve tanto os países membros da OCDE quanto os países aos quais o Brasil mantém acordos com vistas a evitar a dupla tributação, como África do Sul, Bélgica, Chile, Israel, México, Portugal e Ucrânia.

O mesmo entendimento parece ser o da OCDE, que passou a orientar seus países membros a não reconhecerem a dedutibilidade do imposto de 15% retido na fonte. A título de exemplo, quando um investidor residente em um país estrangeiro recebe o JSCP de uma empresa brasileira, tem retido 15% de IR na fonte. Nos países aos quais o Brasil tem acordo de antibitributação, este investidor pode deduzir o imposto de 15% retido na fonte, sobre o imposto devido em seu país de residência. Desta forma, caso esta recomendação torne-se uma regra, este investidor estrangeiro passaria a ter 15% retido na fonte no Brasil, além de pagar o imposto sobre esta renda em seu país de residência, conforme a alíquota de imposto a que esteja sujeito. Todavia, caso não houvesse a remuneração ao acionista pelo JSCP, o investidor estrangeiro poderia receber sua remuneração na forma de dividendo, que mesmo isento de impostos no Brasil, seria tributado em seu país de residência (nos países onde se aplica esta regra) (TORRES, 2014).

Contudo, Tomazela (2015) e Borrelli (s.d.) argumentam que o JSCP foi criado para (i) estimular a capitalização das empresas, com a redução da diferença entre o capital de terceiros e o próprio, (ii) integrar a tributação da pessoa física e pessoa jurídica com fins de eliminar a bitributação dos lucros, além de (iii) aliviar os efeitos do fim da correção monetária dos balanços e que, na época de sua implementação, pela Lei 9.249/95, foi estabelecido um limite para sua utilização de forma a evitar a evasão fiscal. Pegoraro (2015) complementa que para os domiciliados em paraíso fiscal o imposto de renda retido na fonte é de 25%, ao contrário de 15% para os outros casos. Além disso, Tomazela (2015) afirma que o imposto retido na fonte de 15% do JSCP é inferior à faixa mais alta do imposto de renda para a pessoa física (27,5%) e que com isto, conclui o autor, o JSCP se enquadraria como um mecanismo para o alívio da tributação do dividendo, como já é feito por vários países.

É permitido que o JSCP, líquido de IRRF, seja imputado ao dividendo mínimo obrigatório. Costa Júnior *et al* (2004) pesquisaram se empresas grandes pagadoras de dividendos o fazem na forma da legislação em vigor e encontraram informações conflitantes em 10 das 29 empresas da amostra, além de erros em 21 das 29 empresas da amostra, sugerindo maior atenção aos órgãos reguladores, gestores, auditores e profissionais do mercado de capitais. Soares Júnior (2004) propôs um modelo para auxílio à gestão financeira levando em conta como o JSCP impacta o fluxo de caixa e a estrutura de capital e concluiu que o modelo proposto proporciona eficiência à empresa maior confiabilidade, transparência e flexibilidade na tomada de decisão para distribuir, ou não, a remuneração aos acionistas utilizando o JSCP. Por sua vez, Corso,

Kassai e Lima (2012) estudaram a distribuição da remuneração aos acionistas na forma de dividendos e JSCP e a relação com o retorno das ações. Em seus achados, encontraram evidências de uma relação inversa entre a distribuição e o retorno das ações, ou seja, quanto maior a distribuição na forma de dividendos e JSCP, menor seria o retorno das ações. Paiva e Lima (2001) pesquisaram se a política de dividendos das companhias abertas brasileiras é influenciada pela tributação e pelo JSCP, fazendo um estudo através do comportamento dos níveis de distribuição dos dividendos. Encontraram evidências de que as empresas não aumentaram o *payout* após a determinação do fim da tributação dos dividendos e que as empresas que distribuíram a remuneração utilizando de JSCP, apresentaram tendência de elevação do *payout* e do valor dos dividendos.

Apesar do JSCP ter sido criado no Brasil em 1995, a ideia da dedução de uma “taxa de juro” sobre o capital próprio existia desde a década de 80, quando houve o início do desenvolvimento das bases teóricas da *allowance for corporate equity* (ACE), traduzida livremente como subsídio ao capital próprio (BOADWAY; BRUCE, 1984). Na Europa, de acordo com Klemm (2006, p.3), o primeiro país a implementar a ACE foi a Croácia (1994), sendo introduzido posteriormente pela Itália (1997) e Áustria (2000), vigorando nestes países até o ano de 2000, 2003 e 2004, respectivamente. Ainda de acordo com este autor, desde 1982, existe em Israel um sistema similar a ACE, permitindo a dedução de uma taxa correspondente a inflação, aplicada ao capital próprio, visando reduzir a base de cálculo tributável.

Em junho de 2005, foi instaurada a ACE na Bélgica, chamada de *déduction d'intérêt notionnel*, também conhecida como *déduction fiscale pour le capital à risque*, classificada de “revolucionária”. Os belgas consideram tratar-se da maior mudança na tributação das empresas belgas desde 1962, concedendo a possibilidade de dedução de juros sobre o capital próprio (*fonds propres*), sobre a receita tributável (DÉPARTEMENT DE LA POLITIQUE SCIENTIFIQUE FÉDÉRAL, 2006, p. 22). De aplicação simples, é fixado pelo governo a taxa do juro que poderá ser deduzida do capital próprio, o *l'intérêt notionnel*. De acordo com Haymans (2016), a taxa fixada pelo governo belga para o exercício de 2016 foi de 2,63%, nível bem inferior à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) utilizada para o cálculo do JSCP que, de acordo com Campos e Simão (2017), está em 7% para o terceiro trimestre de 2017.

Para os casos de micro e pequenas empresas, a taxa utilizada pelo governo belga é majorada em 0,50%. Assim, conclui-se que apesar de instrumentos similares, existe a possibilidade da

dedução no Brasil ser maior do que na Bélgica em função do atual patamar da TJLP, lembrando da imposição da limitação do maior valor entre 50% do lucro líquido do exercício ou 50% da soma do lucro acumulado e da reserva de lucro, para determinar o valor a ser distribuído aos acionistas a título de JSCP.

Inicialmente, a legislação belga permitia que a empresa compensasse o *l'intérêt notionnel* nos sete exercícios seguintes, caso não apresentasse lucro tributável no exercício corrente. Entretanto, a partir do exercício de 2013, a legislação belga suprimiu esta possibilidade (HAYMANS, 2016). Lima (2009, p. 108) afirma que a legislação do instrumento belga difere da legislação do instrumento brasileiro na medida em que “a dedução para o capital de risco deverá permanecer em conta do passivo da sociedade por três anos subsequentes ao seu período de apuração”, pois caso constatado alguma irregularidade neste aspecto, conforme a autora citada, a distribuição seria considerada como dividendo.

De acordo com o *Département de la Politique scientifique fédéral* (2006, p. 23) a implementação da *déduction d'intérêt notionnel* irá propiciar uma redução do imposto que incide sobre as empresas belgas, tornando-se mais próximo da média europeia, propiciando também a redução do custo de capital na Bélgica. Desta forma, haverá a possibilidade do aumento na implementação de projetos, especialmente os voltados para Pesquisa e Desenvolvimento, conforme citado por este departamento belga. Entretanto na página online do *Service Public Fédéral Finances*, é mencionado uma particularidade do instrumento belga, em tradução livre: “os dividendos distribuídos graças ao montante da redução do *intérêt notionnel*, se qualificam para o benefício da diretiva EU Mãe-Filha e das convenções preventivas de bitributação”.

Assim, ao mesmo tempo em que o juro é qualificado como dividendo, afirma-se que ele não será tributado como tal, graças aos acordos em questão. Contudo, o JSCP brasileiro já foi sentenciado na Alemanha como sendo uma distribuição fictícia de dividendos, conforme BORRELLI (s.d). Assim, caso os dois instrumentos tenham realmente as mesmas características como aparentam, seria questionável o tratamento dado por países estrangeiros ao JSCP, caracterizando-o como dividendos, e o *intérêt notionnel*, como juros.

Em janeiro de 2009, Bundgaard (2014) cita que a Letônia introduziu a *Notional Interest Deduction Regime*, na forma de uma taxa a ser deduzida da renda tributável. Em dezembro de

2011, a Itália retornou com o subsídio ao capital próprio, aplicando uma taxa sobre o aumento do capital próprio. Além destes países que introduziram a ACE ou instrumento similar, de acordo com Bundgaard (2014), a Suécia rejeitou, no momento, a implementação da ACE em seu território, ao mesmo tempo em que foi proposto um subsídio para todos os custos financeiros, que ocasionará uma redução do imposto corporativo de 22% para 16,5%. Por sua vez, o comitê tributário do governo holandês propôs a implementação da ACE na Holanda.

De forma mais recente, Portugal implementou em janeiro de 2017, um novo subsídio ao capital próprio (*new ACE*) visando estimular novos investimentos. Diferente do subsídio voltado principalmente para pequenas e médias empresas que existiu no passado e se mostrou ineficaz, há a expectativa de que o novo subsídio funcione de forma mais eficiente, podendo, contudo, necessitar de ajustes (OECD, 2017a, p. 79).

2.3.3. As formas de remuneração ao acionista

De acordo com a legislação brasileira, os acionistas podem ser remunerados através de dividendos (Lei n. 6.404/76, art. 202) e Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) (Lei n. 9.249/95, art. 9). Enquanto os dividendos são originados do lucro conforme artigo 202 da Lei 6.404/76, os JSCP são calculados sobre o patrimônio líquido da empresa e classificado como despesa financeira, proporcionando benefício fiscal à empresa (SILVA, 2015). No JSCP, a tributação ocorre na pessoa física com a alíquota de 15%, sendo retido na fonte, enquanto nos dividendos ela acontece na pessoa jurídica.

Como o pagamento de dividendo ao acionista é isento de imposto no Brasil e, o pagamento de JSCP proporciona um benefício fiscal à empresa, a legislação possibilita a desoneração “ora sobre a pessoa titular da participação, ora sobre a empresa investida, conforme forma escolhida pela empresa na distribuição dos lucros – pagamento de dividendos ou JCP (BORRELLI, s.d.)”. Todavia, apesar de a legislação permitir que o JSCP seja atribuído ao dividendo, os dois instrumentos são distintos e o fato de um ser imputado ao outro, não o transforma. Algumas diferenças entre os JSCP e os dividendos podem ser observadas na figura 1.

O JSCP é fundamentado, de acordo com Pereira (2011), como uma remuneração ao acionista em função da indisponibilidade do recurso que foi investido na empresa, ao contrário da

fundamentação dos dividendos que ocorre devido à existência dos lucros obtidos pela atividade empresarial.

Figura 1 - Diferenças entre JSCP e dividendos.

Juros sobre capital próprio (JSCP)	Dividendos
Fundamento na indisponibilidade dos recursos dos acionistas	Fundamento na existência de resultado positivo (lucro)
Considerado como despesa, dedutível do lucro	Não é considerado como despesa e não pode ser deduzido do lucro.
Calculado com base no patrimônio líquido	Calculado com base no lucro líquido
O acionista é tributado em 15%, retido na fonte.	O acionista é isento de imposto de renda

Fonte: adaptado de Pereira (2011).

Considerado como despesa, o JSCP difere tributariamente do dividendo, como pode ser notado na figura 2. Os acionistas devem ter o imposto de renda retido na fonte, quando a distribuição ocorre via JSCP, contudo, tal valor distribuído pode ser abatido da base de cálculo dos impostos da empresa, nas condições e limites em vigor. Por outro lado, os acionistas são isentos do pagamento do imposto sobre os dividendos, não importando sua classificação: se fixo ou mínimo, prioritário ou não, cumulativo ou não.

Entretanto, esta parte do lucro da empresa que será distribuído como dividendo, já foi tributado como lucro. Em resumo, enquanto a empresa obtém o benefício tributário de remunerar através do JSCP, classificando-o como uma despesa, o acionista deve pagar 15% de IRRF. Por sua vez, enquanto o lucro é tributado na pessoa jurídica, não há a incidência de imposto adicional ao ser distribuído aos acionistas na forma de dividendo.

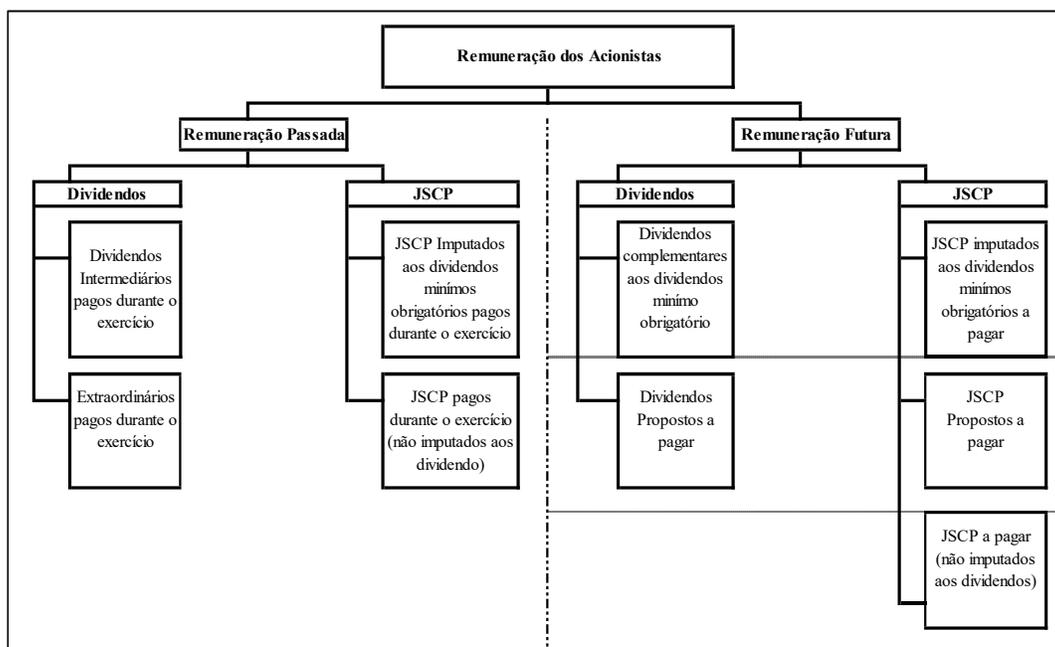
Figura 2 - Distribuição aos acionistas.



Fonte: elaborado pelo autor com base em Costa Júnior *et al* (2004).

Entretanto, a distribuição dos lucros não ocorre somente após a divulgação dos resultados. Há países onde o ambiente favorável incentiva as distribuições antecipadas aos acionistas, como o mercado brasileiro que, segundo Lopes (2001), possui algumas características que o distingue de outros países, sendo elas: a volatilidade do mercado, a presença forte do Estado, o excesso de regulamentação contábil, o mercado acionário concentrado e a fraca proteção aos acionistas. Diante de tais características, as empresas são incentivadas a realizar distribuições antecipadas como forma de tornar o mercado brasileiro mais atraente aos investidores.

Figura 3 – Organograma da Composição da Remuneração aos acionistas no Brasil.



Fonte: Silva (2015, p. 31).

Em sua pesquisa, Silva (2015) classifica a remuneração aos acionistas como remuneração passada e remuneração futura, pois este autor considera que a remuneração passada foi recebida e que a remuneração futura ainda será creditada, conforme figura 3. Assim, Silva (2015) considera como remuneração passada: (i) JSCP pago, (ii) dividendos distribuídos (pago antecipado), (iii) dividendos excedentes ao mínimo obrigatório, pago antecipado, (iv) dividendos complementares propostos e deliberado antes da divulgação e (v) dividendos pagos por reserva de lucro / extraordinário. Como remuneração futura, Silva (2015) classifica: (i) JSCP a pagar, (ii) dividendos complementares ao mínimo obrigatório a pagar (obrigatório/estatutário), (iii) dividendos excedentes ao mínimo obrigatório propostos a pagar (reunião da assembleia/reserva de Lucro), (iv) dividendos excedentes ao mínimo obrigatório propostos a pagar (reunião da assembleia/reserva de lucro pagar via JSCP).

3. HIPÓTESE DE PESQUISA

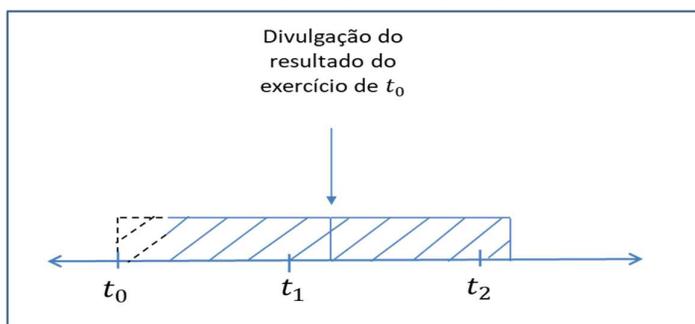
Como dito anteriormente, os lucros contábeis apresentam-se como importante ferramenta contábil informacional, servindo para a tomada de decisões dos investidores e, conseqüentemente, explicar o retorno das ações (BALL; BROWN, 1968). Lima e Terra (2004) constataram, por estudo de evento, que a divulgação dos resultados contábeis (lucro e prejuízo) é incorporada ao preço das ações. Segundo Sarlo Neto, Galdi e Dalmácio (2009), vários estudos constataram que a divulgação dos lucros contábeis afeta o preço das ações, uma vez que os lucros distribuídos aos acionistas podem ser parte significativa do resultado contábil apresentado pela empresa.

Conforme Charest (1978, p. 297) o anúncio dos dividendos pode afetar o preço das ações devido ao seu conteúdo informativo, pois conforme as evidências encontradas por Vieira (2001, p. 143), “permite concluir que os dividendos incorporam conteúdo informativo” ao preço das ações. Todavia, Firmino *et al* (2003), não encontraram evidências da existência de retorno anormal próximo à data do anúncio dos dividendos. Estes autores concluem que ou o mercado antecipa a informação sobre o dividendo a ser divulgado no resultado anual ou que não há relevância na informação do anúncio dos dividendos, condizendo com a eficiência dos mercados.

Por sua vez, Michaely, Thaler e Womack (1995, p. 574) descrevem que, quando a empresa realiza a assembleia geral ordinária e decide pela remuneração a ser distribuída aos investidores em “montante diferente do esperado pelo mercado”, os preços se movem na mesma direção por três trimestres, especialmente nos dias próximos ao comunicado, corroborando com a hipótese dos mercados eficientes, pois é esperado que a informação nova, desconhecida do mercado, cause impacto no preço das ações.

Entretanto, no Brasil, é comum as empresas distribuírem o lucro do exercício, ou parte dele, “durante” o exercício vigente. De tal modo, o montante da remuneração aos acionistas distribuído antecipadamente provavelmente seria assimilado pelo mercado no momento em que ocorre e não causaria impacto no preço das ações no momento da divulgação do resultado do exercício, reduzindo a capacidade informativa dos lucros. Assim, propõe-se a hipótese de pesquisa **H1: A tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas impacta a relevância informacional do lucro contábil, ao preço das ações.**

Figura 4 – Intervalo de tempo no qual a empresa pode efetuar a distribuição dos lucros.

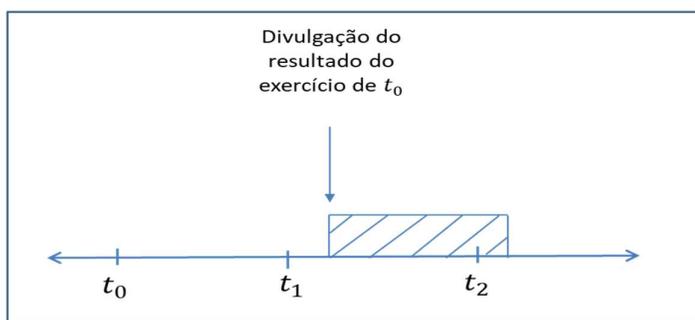


Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Se o lucro contábil possui relevância informacional (BALL; BROWN, 1968), ele deve ser significativo e causar impacto no preço das ações quando se tornar público, conforme a hipótese de eficiência dos mercados. Da mesma forma, se a divulgação do lucro contábil do exercício for uma informação conhecida ou estimada pelo mercado, não é esperado impacto no preço das ações quando ocorrer sua divulgação, pois o ajuste provavelmente ocorreu quando o mercado estimou ou tomou conhecimento de seu conteúdo.

Por outro lado, as empresas que não distribuem o lucro do exercício “durante” o exercício corrente quando anunciam o resultado do exercício e o montante a ser distribuído, divulgam uma informação desconhecida do mercado. Logo, se a tempestividade for relevante para a informatividade do lucro contábil, ela deve ser relevante e impactar o preço das ações. Desta forma, a informação nova deveria impactar o preço das ações, conforme pregado pela hipótese de eficiência dos mercados. Assim, propõe-se a hipótese de pesquisa **H2: A distribuição da remuneração aos acionistas somente após a divulgação do resultado do exercício apresenta evidências da relevância informacional da divulgação do lucro contábil.**

Figura 5 – Período analisado na hipótese de pesquisa H2.

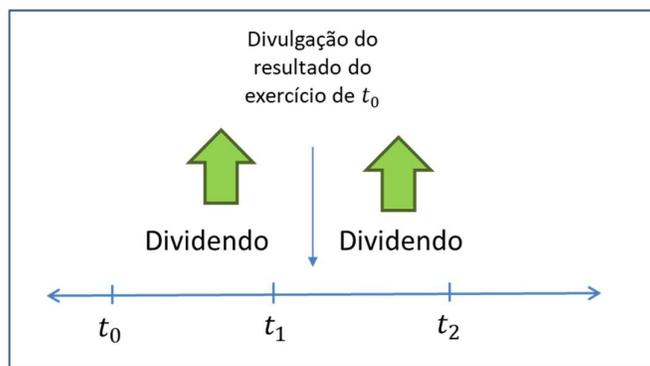


Fonte: elaborado pelo autor (2017).

De acordo com a regulamentação do JSCP, existe um valor máximo que pode ser remunerado pela empresa, ao acionista, por este instrumento. Como o JSCP pode ser utilizado como uma forma de planejamento tributário, o mercado pode observar a prática da distribuição efetuada pela empresa em períodos anteriores e “esperar” um comportamento similar em relação ao período em análise. Desta forma, o mercado pode estimar quanto será distribuído ao acionista na forma de JSCP, tanto pela prática da empresa, quanto pelo limite máximo que pode ser distribuído, sugerindo assim, a existência de uma informação conhecida ao mercado, o que não ocorre com o dividendo. Se a informação for conhecida do mercado, não é esperado um ajuste no preço da ação quando a empresa venha a divulgá-la. Se necessário, o mercado teria realizado o ajuste no momento em que a informação se tornou pública, conforme sugerido pela hipótese de eficiência dos mercados.

Todavia, Kane, Lee e Marcus (1984, p. 1092) encontraram evidências da interação entre o anúncio dos lucros e a divulgação dos dividendos, de forma que corroboram um ao outro, em relação ao retorno anormal das ações. Uma vez que o montante a ser distribuído na forma de dividendo é proposto na divulgação do resultado do exercício e decidido na assembleia dos acionistas, é proporcionado ao dividendo uma característica de uma informação nova, desconhecida do mercado. De acordo com Vieira (2001, p. 143), os dividendos possuem conteúdo informativo e como tal, seria esperado uma reação no preço das ações à sua divulgação. Assim, apresenta-se a hipótese de pesquisa **H3: A distribuição da remuneração aos acionistas na forma de dividendos é informacionalmente relevante, independente da tempestividade de sua distribuição.**

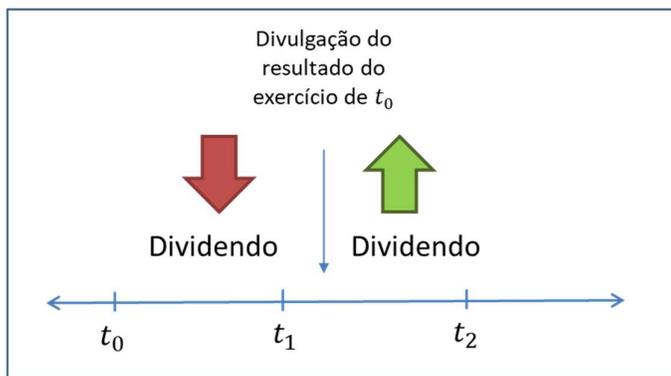
Figura 6 – Hipótese de pesquisa H3.



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Conforme Bruni *et al* (2012, p. 89), existem evidências no mercado brasileiro de “influências positivamente correlacionadas, tanto dos lucros quanto dos dividendos, individualmente, sobre a reação dos preços das ações à divulgação de demonstrativos contábeis”. Entretanto, devido a distribuições antecipadas de dividendos, o poder informativo dos lucros tenderia a reduzir, diminuindo o impacto ou não impactando o preço das ações. De acordo com Miller e Rock (1985, p. 1037), com a redução da parcela de surpresa do anúncio do dividendo, ocorreria uma menor reação no preço das ações. Então, se os dividendos estão correlacionados à reação no preço das ações e se a divulgação do dividendo a ser distribuído não for uma informação conhecida do mercado, espera-se que as empresas que distribuem dividendos somente após a divulgação do resultado do exercício apresentem retorno anormal superior. Desta forma, apresenta-se a hipótese de pesquisa **H4: O dividendo distribuído após a divulgação do resultado do exercício é informacionalmente relevante aos lucros contábeis.**

Figura 7 – Hipótese de pesquisa H4.



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

4. METODOLOGIA

Será investigado o impacto da divulgação da distribuição dos lucros aos acionistas, dada à tempestividade da divulgação, na medida em que ocorrem distribuições antecipadas na forma de JSCP e dividendos. Nesta pesquisa será aplicada a metodologia de estudo de evento, seguida de regressão linear múltipla. Segundo Fama (1991, p. 1600), através de um estudo de evento é possível documentar importantes ocorrências relativas ao preço das ações com vistas à tomada de decisões de investimento e financiamento, assim como relativas à mudança no controle das empresas. De acordo com Campbell, Lo e MacKinlay (1997, p. 149), devido à racionalidade dos mercados, o efeito de um evento será refletido rapidamente no preço das ações. Por sua vez, Damodaram (2001, p. 160) afirma que o estudo de evento é realizado para verificar a ocorrência de retorno anormal através do estudo da reação do mercado em função de determinada ocorrência/evento. Por sua vez, Fama (1991, p. 1600) considera o estudo de evento como uma importante ferramenta para as finanças corporativas. Sendo assim, foram utilizados os *softwares* Microsoft Excel e Stata.

4.1. Coleta de dados e amostra

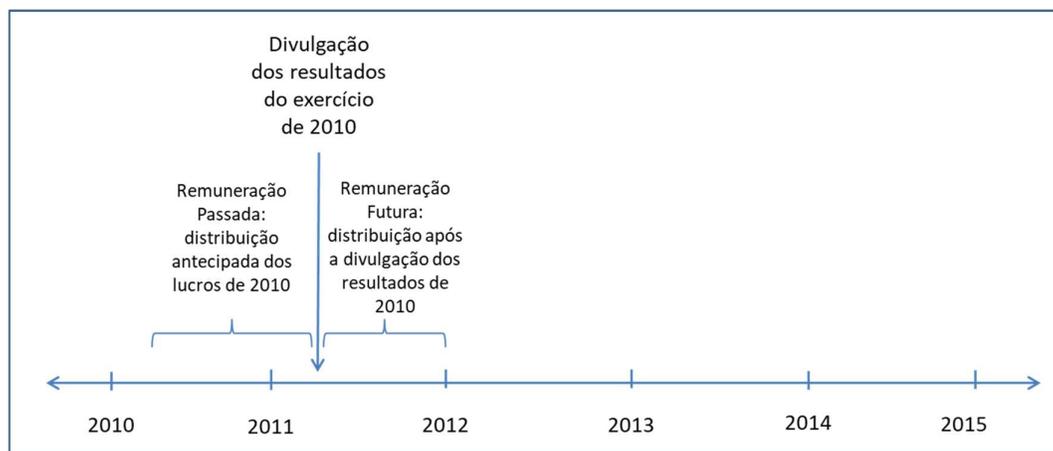
Dando continuidade à pesquisa de Silva (2015), será estudada a distribuição dos lucros aos acionistas, referente aos exercícios de 2010 a 2016, de empresas negociadas na BM&F Bovespa, que divulgaram seus resultados nos anos de 2011 a 2017. Para as empresas com mais de uma classe de ações foi escolhida a classe de maior liquidez ao preço de fechamento diário, obtidos através da base de dados comdinheiro.com. Da amostra inicial de 1029 eventos, foram excluídos 28 eventos referentes a empresas que não apresentavam cotações na base de dados. Em seguida, foram excluídos 149 eventos de empresas que não tiveram suas ações negociadas em um ou mais dias dentro da amplitude do evento, resultando em uma amostra de 852 eventos. Assim como Camargos e Vidal Barbosa (2006, p. 49), quando uma empresa não apresentou negociação de suas ações no dia do evento, foi considerado como o dia do evento, o próximo dia em que as ações da empresa foram negociadas.

Visando a compreensão da tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas, a figura 8 apresenta como exemplo, a distribuição dos lucros para remuneração aos acionistas referente ao exercício de 2010. De acordo com Martins (2017), uma vez calculado o valor do lucro a ser distribuído aos acionistas, o conselho de administração da empresa deverá aprova-

lo e em seguida, protocolar um comunicado na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) contendo informações como o valor da distribuição da remuneração aos acionistas e a(s) data(s) de pagamento, tornando seu conteúdo público ao mercado. Entretanto, a distribuição da remuneração aos acionistas referente a cada exercício social pode ocorrer de forma antecipada ao comunicado à CVM, ou posterior a este, conforme exemplificado na figura 8.

A remuneração recebida antecipadamente durante o ano corrente de 2010 até o comunicado à CVM em 2011, é considerada como “Remuneração Passada”. Por sua vez, de acordo com Silva (2015), a remuneração referente ao exercício de 2010, recebida após a divulgação dos resultados em 2011, será considerada como “Remuneração Futura”, pois ocorrerá durante o ano de 2011, após a divulgação do resultado. É importante ressaltar que esta distribuição que ocorrerá durante o ano de 2011, após a divulgação do resultado, não deve ser interpretada como uma distribuição antecipada do exercício de 2011. Para tanto, foram pesquisados os pagamentos da distribuição dos lucros feitos aos acionistas, visando identificar à qual exercício cada pagamento se referia.

Figura 8 - Descrição da distribuição da remuneração aos acionistas do exercício de 2010.



Fonte: elaborado pelo autor, 2017.

Considerando a classificação da remuneração aos acionistas de Silva (2015), os eventos da base de dados foram distribuídos com base na tempestividade de sua distribuição, conforme a matriz disposta na tabela 3. Na coluna da direita, encontra-se a legenda dos eventos com “remuneração passada”. Na linha superior, estão dispostos os eventos com “remuneração futura”. Assim, para compreender se em um evento houve remuneração passada e/ou remuneração futura, basta fazer a intersecção da “remuneração passada” com “remuneração futura”.

Como exemplo de um evento em que houve somente a “remuneração passada”, pode ser identificada a célula com o número 34, que é interpretada da seguinte forma: existem 34 eventos na base de dados em que foram distribuídos somente JSCP de forma antecipada à divulgação do resultado (remuneração passada), pois o número 34 está na intersecção da linha do “JSCP”, em “Remuneração Passada”, com a coluna “sem remuneração” em “Remuneração Futura”. Para um exemplo em que houve somente a “remuneração futura”, pode ser identificada a célula com o número 272, que é interpretada da seguinte forma: existem 272 eventos na base de dados em que foram distribuídos somente dividendos após a divulgação do resultado (remuneração futura), pois o número 272 está na intersecção do “Dividendo”, em “Remuneração Futura”, com a coluna “sem remuneração”, em “Remuneração Passada”.

E por último, para um exemplo em que houve “remuneração passada” e “remuneração futura”, identifica-se a célula com o número 13, que é interpretada da seguinte forma: existem 13 eventos na base de dados em que foram distribuídos dividendos de forma antecipada à divulgação do resultado (remuneração passada) com distribuição de “JSCP + dividendos” após a divulgação dos resultados (remuneração futura), pois o número 13 está na intersecção da linha do “Dividendo”, em “Remuneração Passada”, com a coluna “JSCP + Dividendo”, em “Remuneração Futura”.

Tabela 3 – Tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas.

		Remuneração Futura				Total
		Sem remuneração	JSCP	Dividendo	JSCP + Dividendo	
Remuneração Passada	Sem remuneração	-	27	272	67	366
	JSCP	34	18	88	38	178
	Dividendo	34	6	76	13	129
	JSCP + Dividendo	36	9	82	52	179
	Total	104	60	518	170	852

Fonte: elaborado pelo autor.

Da mesma forma, como exemplo para interpretação das colunas “Total”, identifica-se a célula com o número 178, que é interpretado como o total de eventos que tiveram JSCP como remuneração passada, ou seja, houveram 178 eventos na base de dados em que foram distribuídos JSCP como remuneração passada, sendo 178, a soma de (i) 34 eventos com distribuição de JSCP antes da divulgação dos resultados, (ii) 18 eventos em que houve

distribuição de JSPC antes e depois da divulgação dos resultados, (iii) 88 eventos em que houve distribuição de JSCP antes da divulgação dos resultados, com distribuição de dividendos após a divulgação dos resultados e (iv) 38 eventos em que houve distribuição de JSCP antes da divulgação dos resultados, com distribuição JSCP + dividendos após a divulgação dos resultados.

Em outro exemplo para interpretação das colunas “Total”, identifica-se a célula com o número 518, que é interpretado como o total de eventos em que ocorreram os dividendos como remuneração futura, ou seja, houveram 518 eventos na base de dados em que foram distribuídos dividendos como remuneração futura, sendo 518 a soma de (i) 272 eventos com distribuição de dividendos após a divulgação dos resultados, (ii) 88 eventos em que houve distribuição de dividendos após a divulgação dos resultados, com distribuição de JSPC antes da divulgação dos resultados, (iii) 76 eventos em que houve distribuição de dividendos antes e depois da divulgação dos resultados, (iv) 82 eventos em que houve distribuição de dividendos após a divulgação dos resultados, com distribuição JSCP + dividendos antes da divulgação dos resultados. A seguir, os eventos da amostra foram divididos em três grupos distintos, conforme dispostos no quadro 2.

Quadro 2 – Composição dos grupos para o estudo de evento.

		Remuneração Futura			
		Sem remuneração	JSCP	Dividendo	JSCP + Dividendo
Remuneração Passada	Sem remuneração	*	b	b	b
	JSCP	a	c	c	c
	Dividendo	a	c	c	c
	JSCP + Dividendo	a	c	c	c

Fonte: elaborado pelo autor.

Os eventos foram distribuídos em 3 grupos, a seguir:

Grupo Informação Conhecida: JSCP pago, dividendo pago, JSCP+dividendo pago.

Neste grupo constam os eventos das empresas que remuneraram via JSCP e/ou dividendo durante o ano corrente, podendo ter imputado o JSCP ao dividendo mínimo obrigatório

conforme legislação em vigor, não efetuando nenhuma distribuição adicional após a divulgação do resultado do exercício.

Grupo Informação Nova: JSCP a pagar, dividendo a pagar, JSCP+dividendo a pagar.

Neste grupo, constam os eventos das empresas que não distribuíram os lucros aos acionistas durante o ano corrente. O lucro apurado com base no resultado do exercício será distribuído após a divulgação do resultado, na forma de JSCP e/ou dividendos, sendo permitido imputar o JSCP ao dividendo mínimo obrigatório, conforme legislação em vigor.

Grupo Ambos (informação conhecida e informação nova): JSCP pago e a pagar, dividendo pago e JSCP a pagar, JSCP+dividendo pago e JSCP a pagar, JSCP pago e dividendo a pagar, dividendo pago e a pagar, JSCP+dividendo pago e dividendo a pagar, JSCP pago e JSCP+dividendo a pagar, dividendo pago e JSCP+Dividendo a pagar, JSCP+dividendo pago e a pagar.

Na situação em que a empresa distribui JSCP e/ou dividendos durante o ano corrente, uma vez apurado o resultado do exercício, poderá complementar com uma nova distribuição de JSCP e/ou dividendos após a divulgação do resultado, sendo permitido imputar o JSCP ao dividendo mínimo obrigatório.

Tabela 4 – Quantidade de eventos por ano e grupo.

	Informação Nova	Informação Conhecida	Ambos	Total
2011	60	8	52	120
2012	63	10	51	124
2013	52	12	60	124
2014	57	15	65	137
2015	50	16	67	133
2016	44	24	47	115
2017	40	19	40	99
Total	366	104	382	852

Fonte: elaborado pelo autor.

A distribuição dos eventos da amostra durante o período pesquisado está disposta na tabela 4, onde encontra-se a quantidade de eventos por ano para os três grupos investigados. Assim, é possível identificar que o grupo Informação Conhecida é o menor dos três grupos, com 104 eventos, representando 12,20% da amostra, enquanto os grupos Informação Nova e Ambos tem 366 e 382 eventos representando, respectivamente, 42,96% e 44,84% da amostra.

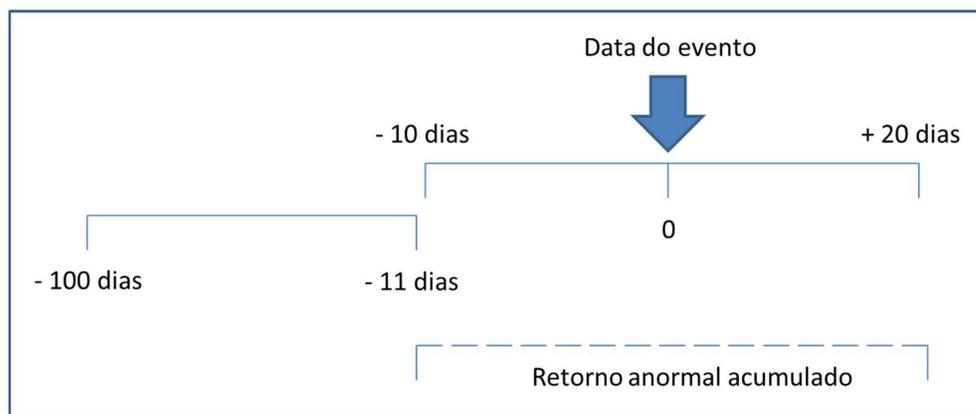
Ressalta-se que não foram excluídas as empresas do setor financeiro pois, conforme Camargos e Vidal Barbosa (2006, p. 50), “entende-se que elas não enviesariam os resultados, pelo fato de se estar apenas tentando mensurar o impacto de determinado evento específico” sobre o preço de suas ações.

4.2. Definição de evento

Em tradução livre de Fama (1991), a evidência mais clara da eficiência de mercado vem dos estudos de eventos, especialmente estudo de eventos em retornos diários. Assim, esses estudos podem dar uma clara visão da velocidade de ajuste dos preços à informação. Para Kothari (2001, p. 116), “(...) a hipótese mantida por um estudo de evento é que o mercado de capitais é informacionalmente eficiente pelo modo que o preço das ações é refletido rapidamente na informação divulgada”.

Através de um estudo de evento, é possível verificar o impacto de um determinado evento no valor de uma empresa observando o comportamento do preço das ações em um determinado período de tempo (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997, p. 149). Então, visando pesquisar como a distribuição dos lucros na forma de dividendos e/ou JSCP impacta o preço das ações, foi considerada a data do comunicado à CVM das demonstrações contábeis - onde consta a proposta de distribuição aos acionistas que, posteriormente, será votada em Assembleia Geral - como data do evento ou “data zero”.

Figura 9 – Linha do tempo do evento.



Fonte: elaborado pelo autor, 2017.

O preço das ações será observado em um período de estimação de -100 dias a -11 dias antecedentes à data do evento (data zero) para que possam ser elaboradas as estimações necessárias a mensurar o impacto do evento. Por sua vez, o período em que o preço das ações será observado para verificar se houve impacto em função da ocorrência do evento, compreende do dia -10 ao dia 20, ou seja, de 10 dias antes do evento a 20 dias posteriores a ele, perfazendo a amplitude do evento de 121 dias, conforme pode ser observado na figura 9. Foi definido de forma arbitrária, conforme Neto e Saito (2003, p. 137), a janela de estimação e o período do evento, considerando que os períodos não devem ser muito longos para evitar interferências de outros fatores no preço das ações.

4.2.1. Retorno Anormal Acumulado

Para o cálculo do retorno anormal acumulado, foram utilizadas as seguintes fórmulas:

Retorno da Ação - R: Será calculado na forma logarítmica, pois assim teremos uma distribuição simétrica, mais adequada aos testes estatísticos, devido ao pressuposto da normalidade da distribuição. Como o logaritmo natural de números entre zero e um é negativo, e o de números maiores que um é positivo, quando $P_t < P_{t-1}$, o logaritmo natural da equação tenderá à $-\infty$. E quando $P_t > P_{t-1}$, o logaritmo tenderá ao ∞ (SOARES; ROSTAGNO; SOARES, 2002).

$$r_{i,t} = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (1)$$

Onde $r_{i,t}$ é o retorno da empresa i na data t; P_t é o preço da ação na data t; P_{t-1} é o preço da ação na data t-1.

Modelo de Mercado (BALL; BROWN, 1968): Trata-se de “uma regressão linear entre os retornos r_i de uma determinada ação e os retornos da carteira de mercado r_m ” (SARLO NETO ET AL, 2005). Pelo Modelo de Mercado podemos obter o suposto retorno da empresa i, dado um determinado retorno da carteira de mercado. Considera-se, neste caso, o retorno da carteira teórica do Ibovespa como *proxy* para o retorno de mercado. Brown e Warner (1980, p. 249) afirmam que o Modelo de Mercado é um modelo simples e eficiente e, apresentam evidências de que modelos mais complicados não corroboram com o aumento da precisão dos resultados quando comparado à aplicação do Modelo de Mercado.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

Onde $r_{i,t}$ é o retorno da empresa i na data t ; α é o parâmetro do intercepto da empresa i ; β é o parâmetro da inclinação da empresa i ; $r_{m,t}$ é retorno do mercado na data t ; e é o erro da empresa i , na data t .

Retorno Esperado – $E(r)$: De uma forma abrangente, o retorno esperado seria o retorno da ação, caso as condições gerais do mercado não houvessem sofrido nenhuma alteração. Foi calculado com base no intervalo de -100 dias a -11 dias antes do evento, através do intercepto (α) e do coeficiente de variação (inclinação) da empresa (β).

$$E(r) = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} \quad (3)$$

Onde $E(r)$ é o retorno esperado da empresa i na data t ; α é o parâmetro do intercepto da empresa i ; β é o parâmetro da inclinação da empresa i ; $r_{m,t}$ é retorno do mercado na data t .

Retorno Anormal – RA: Conforme Campbell, Lo e MacKinlay (1997, p. 150), o cálculo do retorno anormal é o pilar de um estudo de evento, calculado pela diferença entre o retorno da ação da empresa i , no período t , e seu retorno esperado.

$$RA_{i,t} = r_{i,t} - E(r_{i,t}) \quad (4)$$

Onde $RA_{i,t}$ é o retorno anormal da empresa i na data t ; $r_{i,t}$ é o retorno da empresa i na data t ; $E(r_{i,t})$ é o retorno esperado da empresa i na data t .

Retorno Anormal Acumulado – CAR: Os retornos anormais são capitalizados diariamente até uma determinada data t para o cálculo do retorno anormal acumulado (CAR). Com o índice é possível demonstrar o comportamento da ação durante a janela estudada, antes e depois da divulgação do evento (SARLO NETO *ET AL*, 2005).

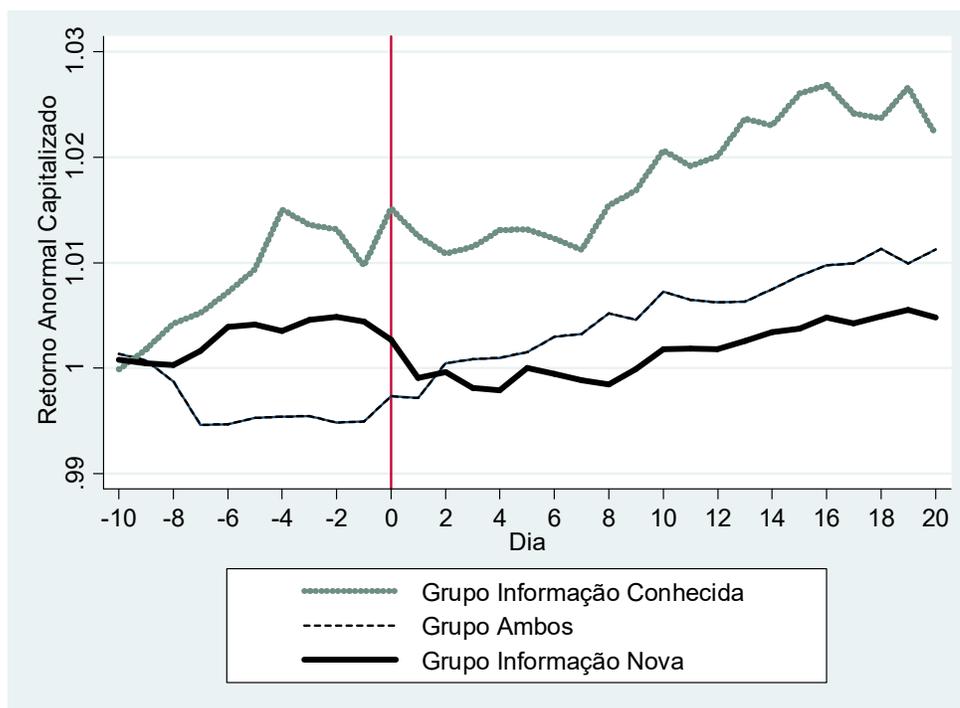
$$CAR_{it} = \prod_{t=-5}^t (1 + RA_{i,t}) - 1 \quad (5)$$

5. PROCEDIMENTOS E ANÁLISES

5.1. Estudo de evento

A amostra de 852 eventos foi dividida em três grupos distintos: (i) Grupo Informação Nova, com 366 eventos, (ii) Grupo Informação Conhecida, com 104 eventos e (iii) Grupo Ambos, que tem características dos dois grupos anteriores, formado por 382 eventos. Partindo do pressuposto de que os eventos são independentes, foi observado o comportamento das ações da empresa de cada evento, no período da janela de estimação, visando calcular o retorno esperado diário e o retorno anormal diário. Posteriormente, os retornos anormais diários foram capitalizados e plotados no gráfico 3 para visualização do comportamento de cada grupo.

Gráfico 3 – Retorno Anormal Capitalizado dos grupos.



Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Conforme observado no gráfico 3, no período de 10 dias anteriores ao evento, até o dia do evento, o comportamento dos grupos não é uniforme. Os grupos “Informação Conhecida” e “Informação Nova” apresentam variação positiva, mesmo que em intensidade diferente, até dois dias antes do evento. Enquanto o grupo “Informação Conhecida” reage até o dia do evento, o grupo “Informação Nova” manteve a queda. O grupo “Ambos” apresenta queda até um dia antes do evento, quando começa a reagir. A partir do dia do evento, os três grupos apresentam

variação positiva, porém com comportamento e intensidade diferentes, sendo que no último dia da janela do evento, o grupo que teve maior variação positiva foi o grupo “Informação Conhecida”, com variação de 2,22%, seguido do grupo “Ambos” com variação positiva de 1,12%, e depois, o grupo “Informação Nova”, que teve variação positiva de 0,48%.

Era esperado que o grupo “Informação Nova” tivesse variação positiva superior aos outros grupos da amostra, pois este grupo leva ao mercado uma informação até então desconhecida. Conforme Campbell, Lo e MacKinlay (1997, p. 155), o mercado reajustaria o preço das ações na magnitude da surpresa da divulgação da nova informação. Assim, o ajuste na cotação das ações das empresas que compõem o grupo “Informação Nova”, teoricamente seria superior ao ajuste dos outros grupos da amostra em virtude da surpresa da nova informação divulgada. O grupo “Ambos”, que engloba as empresas que fizeram distribuição da remuneração aos acionistas com características de informação nova e conhecida, também seria impactado, porém, em menor magnitude do que o grupo “Informação Nova”, mas não foi o que ocorreu.

Em seguida, foi realizado o teste t na amostra de cada grupo, visando verificar se a média do retorno anormal diário capitalizado era estatisticamente significativa. No apêndice A, pode ser verificado para cada grupo da amostra, a média diária do retorno anormal, a média diária do retorno anormal capitalizado e seu desvio padrão, seguido do p-valor obtido pelo teste t, assim como a significância estatística encontrada. O grupo “Informação Nova” não apresentou significância estatística em nenhum dia do período do evento, enquanto o grupo “Informação Conhecida” apresentou significância estatística nos dias -4, -3, -2, no dia do evento e do dia 8 ao dia 20. Por sua vez, o grupo “Ambos” apresentou significância estatística do dia -7 ao dia -1 e do dia 15 ao dia 20.

Entretanto, como a amostra é formada por grupos distintos, existe o interesse em verificar se existe diferença, com significância estatística, entre as médias do retorno anormal acumulado dos grupos. Para tanto, conforme Fávero *et al* (2014, p. 84), o teste mais apropriado para este caso, é o teste t para duas amostras.

Inicialmente foi verificado se existe diferença, com significância estatística, entre os grupos “Ambos” x “Informação Conhecida”. Conforme apêndice B, interpretando os resultados da calda inferior, foram encontradas evidências de que, em média, o retorno anormal acumulado do grupo “Informação Conhecida” é maior do que o retorno anormal acumulado do grupo

“Ambos” nos dias -8 até dia 1, nos dias 4, 5, 10, do dia 12 ao dia 16 e no dia 19, sendo este resultado condizente com o gráfico 3, que apresenta retorno anormal acumulado superior para o grupo “Informação Conhecida” nestas datas.

A seguir, foi verificado se existe diferença, com significância estatística, entre os grupos “Ambos” x “Informação Nova”. Conforme apêndice C, interpretando os resultados da calda inferior, foram encontradas evidências de que, em média, o retorno anormal acumulado do grupo “Informação Nova” é maior do que o retorno anormal acumulado do grupo “Ambos” somente nos dias anteriores à data do evento, do dia -7 ao dia -1, condizente com o apresentado pelo gráfico 3. Sendo assim, não foram encontradas evidências de que os retornos anormais capitalizados são, em média, diferentes entre os dois grupos após a data do evento.

E, finalmente, foi verificado se existe diferença, com significância estatística, entre os grupos “Informação Conhecida” x “Informação Nova”. Conforme apêndice D, interpretando os resultados da calda superior, foram encontradas evidências de que, em média, o retorno anormal acumulado do grupo “Informação Conhecida” é maior do que o retorno anormal acumulado do grupo “Informação Nova” nos dias -4, data zero (data do evento), dia 1 e do dia 8 ao dia 19. Novamente este resultado está condizente com o gráfico 3, que apresenta retorno anormal acumulado superior para o grupo “Informação Conhecida”, nestas datas.

Entretanto, seria interessante executar um teste contrastando o grupo “Informação Nova” com os eventos dos outros grupos de uma forma geral, visando apresentar mais evidências do comportamento do grupo “Informação Nova”, pois era esperado que este grupo apresentasse retorno anormal acumulado estatisticamente significativo e superior aos outros grupos da amostra, uma vez que, conforme a teoria, era esperado que a informação nova impactasse o preço das ações de forma superior à dos outros grupos da amostra. Então, através da estimação *Difference-in-Differences*, é possível identificar se houve um impacto causado pela ocorrência de um determinado evento (WOOLDRIDGE, 2015, p. 414).

A estimação *Difference-in-Differences* é a diferença “do antes e depois” da ocorrência de um evento (divulgação da informação nova) em um grupo e, de outro grupo onde não ocorreu o evento (GRUBER, 2004, p. 82), sendo o estimador, a diferença do retorno anormal acumulado do grupo “Informação Nova” antes e depois do evento e, os eventos dos outros dois grupos. Desta forma, é possível identificar se há diferença entre a média do retorno anormal acumulada

do grupo “Informação Nova” antes e depois do evento, em comparação com os eventos que não fazem parte do grupo “Informação Nova”.

Tabela 5 – Resultados da estimação Difference-in-Differences.

Número de obserações no DIFF-IN-DIFF:		93		
	Antes	Depois		
Controle:	22	40	62	
Tratado:	11	20	31	
	33	60		
	ArCap	Erro Padrão	t	P> t
Antes				
Controle	1.003			
Tratado	1.003			
Diff (T-C)	0.000	0.002	0.09	0.929
Depois				
Controle	1.012			
Tratado	1.002			
Diff (T-C)	-0.011	0.002	5.82	0.000***
Diff-in-Diff	-0.011	0.003	3.54	0.001***
R ² :	0.36			
Média e desvio padrão estimados por regressão linear				
*** p<0.01; ** p < 0.05; * p<0.1				

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Conforme resultado do teste disposto na tabela 5, foram encontradas evidências com significância estatística de 1% que, a média do retorno anormal acumulado do grupo “Informação Nova” após a data do evento é 0,011 menor que a média dos outros grupos, no mesmo período. E também, não foi possível rejeitar a hipótese nula de que, antes da data do evento, a média do retorno anormal acumulado do grupo “Informação Nova” seja diferente da média dos outros dois grupos. De certa forma, esse resultado está em linha com os resultados dos testes t realizados, no sentido de que não há evidências de que a média do retorno anormal acumulado do grupo “Informação Nova” seja superior àquela dos outros grupos.

5.2. Análise Econométrica

Foi adotado o retorno anormal acumulado dos dias 1, 2, 3, 4, 5, 10, 15 e 20 como variáveis dependentes, visando mensurar o impacto no preço das ações do anúncio dos lucros e sua distribuição. A variável independente $lla_{i,t}$ será utilizada para mensurar o lucro da empresa i ,

no período t . As variáveis $DivAjPay_{i,t}$, $JSCPajPay_{i,t}$, $payout_{i,t}$ e grupo, são as variáveis independentes que serão utilizadas para capturar o efeito da tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas no preço das ações. Para capturar a relevância da tempestividade da distribuição dos lucros exclusivamente via dividendos, após a divulgação do resultado do exercício, será utilizada a *dummy* $dNewDiv$, que será atribuído “1” para as empresas que se enquadram neste perfil. A descrição de cada variável pode ser visualizada no quadro 3. A estatística descritiva da amostra encontra-se no apêndice I.

Quadro 3- Variáveis utilizadas nesta pesquisa.

Variável	Tipo	Descrição
Car_n	Dependente	Retorno anormal Acumulado
Ila	Independente	Lucro Líquido Ajustado: lucro líquido/valor de mercado
$DivAjPay$	Independente	Dividendo ajustado: dividendo / total distribuído
$JSCPajPay$	Independente	JSCP ajustado: JSCP / total distribuído
$payout$	Independente	Payout: remuneração total / lucro líquido
$dNova$	Independente	Dummy = 3: empresas do grupo Informação Nova
$dConhecida$	Independente	Dummy = 2: empresas do grupo Informação Conhecida
$dAmbos$	Independente	Dummy = 1: empresas do grupo Ambos
$dNewDiv$	Dummy	Empresas que distribuíram lucros exclusivamente com dividendos, após a divulgação do resultado do exercício.
Pb	Controle	Indicador <i>Price to Book</i>

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Os modelos apresentados a seguir, partem do pressuposto de que a relevância informacional dos lucros contábeis está condicionada à tempestividade da distribuição dos lucros aos acionistas, na forma de dividendos e/ou JSCP, conforme investigado nesta pesquisa. Para executar esta verificação, foi incluído um termo de interação entre as variáveis do lucro e da tempestividade, visando capturar a tempestividade da informação contábil. Sendo assim, há interesse especial no termo de interação de cada modelo que inclui a variável grupo, pois o coeficiente angular β desta interação representará o grau de interação entre a tempestividade da distribuição e o lucro.

Portanto, caso o coeficiente seja significativo, indicará evidências de que a tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas aumenta a informatividade do lucro contábil. A inclusão da variável de controle *price to book* foi considerada, visando expurgar o efeito que a política monetária poderia influenciar nos resultados da análise, pois conforme Jensen, Johnson e Mercer (1997, p. 34), a percepção do risco por parte do investidor é alterada conforme o rigor

da política monetária aplicada, afetando a influência de fatores de risco como o tamanho e o índice *price to book*, no retorno das ações. Então, para testar as hipóteses formuladas, serão utilizados os seguintes modelos de regressão múltipla linear:

Modelo 1: Desenvolvido a partir de Silva (2015, p. 46) com foco na remuneração dos acionistas, representado pela variável *payout*. Por este modelo, é esperado capturar a relevância da tempestividade da distribuição dos lucros aos acionistas, através da interação do lucro líquido ajustado com as variáveis *payout* e grupo.

$$CAR_n = \alpha + \beta_1 lla_{i,t} + \beta_2 lla_{i,t} * payout_{i,t} + \beta_3 lla_{i,t} * payout_{i,t} * dConhecida + \beta_4 lla_{i,t} * payout_{i,t} * dNova + \beta_5 Pb_{i,t} + e_{i,t}$$

Modelo 2: Desenvolvido a partir de Brugni *et al* (2012, p. 92). Entretanto, foi considerado nesta pesquisa, o dividendo ajustado pelo *payout*, assim como foi feita a inclusão da variável para o JSCP, também ajustada pelo *payout*. Da mesma forma, foram acrescentadas as interações do lucro líquido ajustado (lla) ao dividendo ajustado e ao JSCP ajustado com a variável grupo, visando capturar a relevância da tempestividade da distribuição, levando em conta a forma que a distribuição da remuneração aos acionistas é feita.

$$CAR_n = \alpha + \beta_1 lla_{i,t} + \beta_2 lla_{i,t} * DivAjPay + \beta_3 lla * DivAjPay_{i,t} * dConhecida + \beta_4 lla * DivAjPay_{i,t} * dNova + \beta_5 lla_{i,t} * JSCPajPay + \beta_6 lla * JSCPajPay_{i,t} * dConhecida + \beta_7 lla * JSCPajPay_{i,t} * dNova + \beta_8 Pb_{i,t} + e_{i,t}$$

Modelo 3: Este modelo é uma variação do modelo 2, onde espera-se que o coeficiente β_3 da interação do lucro líquido ajustado (lla) com o dividendo ajustado e a variável *dummy* dNewDiv, seja significativa. A variável dNewDiv identifica as empresas do grupo “Informação Nova” que realizaram a distribuição dos lucros aos acionistas exclusivamente na forma de dividendos. Assim, o foco deste modelo é poder capturar a relevância informacional dos lucros do grupo de empresas que distribuíram a remuneração aos acionistas somente pela forma de dividendos, após a divulgação do resultado do exercício.

$$CAR_n = \alpha + \beta_1 lla_{i,t} + \beta_2 lla_{i,t} * DivAjPay + \beta_3 lla * DivAjPay_{i,t} * dNewDiv + \beta_4 Pb_{i,t} + e_{i,t}$$

Importante ressaltar que para uma informação ser relevante, ela deve impactar no preço das ações. Todavia, o impacto ocorre na medida em que os preços são ajustados em função da divulgação da informação nova, independente do sinal do ajuste. Isto pois, o mercado, ao tomar conhecimento de uma informação nova e interpretá-la como positiva, deveria causar um impacto positivo no preço das ações, conforme a hipótese do mercado eficiente. Por outro lado, uma interpretação negativa por parte do mercado deveria acarretar em um impacto negativo no preço das ações. Logo, em um mercado eficiente, se a tempestividade da distribuição dos lucros for informativamente relevante, haverá impacto no preço das ações, independente do sinal do ajuste, uma vez que, um ajuste positivo ou negativo irá depender da forma como o mercado interpretará a nova informação, com base nas expectativas de geração de fluxo de caixa futuro da empresa. Sendo assim, para confirmar as hipóteses de pesquisa, são esperadas a significância dos coeficientes, independente do sinal encontrado, conforme as hipóteses de pesquisa propostas.

Quadro 4– Resultados esperados por hipótese de pesquisa.

Hipóteses	Modelo	Variável	Coefficiente
H1	1	LLA * payout * dConhecida e/ou LLA * payout * dNova	Significante
H2	1	LLA * payout * dNova	Significante
H3	2	LLA * DivAjPay * dNova e LLA * DivAjPay * dConhecida	Significante
H4	3	LLA * DivAjPay * dNewDiv	Significante

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Cada hipótese de pesquisa, com o respectivo modelo que será utilizado, encontra-se no quadro 4. As hipóteses de pesquisa serão respondidas com a análise da significância encontrada no coeficiente da variável de interação utilizada. A hipótese de pesquisa H1 será confirmada caso seja encontrada a significância estatística do coeficiente de, pelo menos uma, das duas interações descritas no quadro 4, pois a interação $lla_{i,t} * payout_{i,t} * dConhecida$ corresponde à tempestividade para as distribuições que ocorreram antes da divulgação do resultado do exercício e através da interação $lla_{i,t} * payout_{i,t} * dNova$, será possível capturar a tempestividade para as distribuições de lucro ocorridas após a divulgação do resultado do exercício.

No caso da hipótese de pesquisa H2, com termo de interação $lla_{i,t} * payout_{i,t} * dNova$ espera-se capturar a relevância da tempestividade da distribuição dos lucros para o grupo “Informação Nova” (grupo que distribuiu a remuneração aos acionistas somente após a divulgação do resultado do exercício). Para a hipótese de pesquisa H3, a significância das interações $lla_{i,t} * DivpAjPay_{i,t} * dConhecida$ “e” $lla_{i,t} * DivpAjPay_{i,t} * dNova$ vislumbram capturar que a relevância informativa dos dividendos é independente da tempestividade de sua distribuição aos acionistas.

Importante ressaltar a hipótese de pesquisa H4, onde o termo de interação $lla_{i,t} * DivpAjPay_{i,t} * dNewDiv$ será usado para capturar a relevância da tempestividade das distribuições realizadas exclusivamente por meio de dividendos, pelo grupo de empresas “Informação Nova”, que é o grupo que efetuou a distribuição da remuneração aos acionistas após a divulgação do resultado do exercício.

Para verificar a normalidade dos dados, foi executado o teste de Shapiro-Francia, sendo rejeitada a hipótese de normalidade dos dados, a 99% de confiança. A análise do histograma das variáveis do retorno anormal acumulado sugeriu presença de *outliers*, com assimetria à esquerda para a variável do retorno anormal acumulado de 5 dias, ligeira assimetria à direita para a variável do retorno anormal acumulado de 10 dias e, à esquerda para a variável do retorno anormal acumulado de 15 dias. Por fim, foi efetuado o teste de assimetria e curtose, que é, conforme Fávero *et al* (2014, p. 53), “conceitualmente similar ao teste de Jarque-Bera”, sendo rejeitada a hipótese de que os dados seguem a uma distribuição normal, a 99% de confiança.

Para verificar se os pressupostos do método dos mínimos quadrados ordinários foram observados, foram realizados os testes de Breusch-Pagan e de White para verificar a homocedasticidade dos resíduos, sendo rejeitada esta hipótese, a 99% de confiança. Também foi rejeitada a hipótese de normalidade dos resíduos, a 99% de confiança, após a realização do teste de Shapiro-Francia. Apesar do VIF ter sido inferior a 10, conforme recomendado por Gujarati (2011), Fávero *et al* (2009) afirmam que um VIF maior do que 5 poderia ser um indicativo de problemas de multicolinearidade. Desta forma, foi realizado o método da regressão robusta, que é uma alternativa ao método dos mínimos quadrados ordinários, para o caso em que se detecta a presença de *outliers*, pois a heterocedasticidade provavelmente seria em decorrência deste. (FÁVERO *ET AL*, 2014, p. 159).

À partir da base de dados desta pesquisa, foram calculados os coeficientes de correlação das variáveis, uma vez que, conforme Sarlo Neto (2009, p. 109), “os valores das correlações servem como uma referência preliminar das relações existentes entre as variáveis adotadas na pesquisa”. Assim, no apêndice E (matriz de correlações) podem ser observadas as correlações existentes e o grau de significância estatística existente entre as variáveis utilizadas nessa pesquisa.

5.2.1 Resultados Encontrados

Para responder a hipótese de pesquisa H1 “A tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas impacta à relevância informacional do lucro contábil, ao preço das ações”, foi utilizado o modelo 1. Conforme apêndice F, foi encontrada significância estatística no coeficiente do termo de interação $\beta_4 lla * payout_{i,t} * dNova$, no Car_5 , e no coeficiente do termo de interação $\beta_3 lla * payout_{i,t} * dConhecida$, no Car_4 e Car_{10} , confirmando a hipótese de pesquisa H1. Estes coeficientes apresentaram sinal positivo, indicando evidências de que há um impacto positivo no preço das ações das empresas do grupo Informação Nova e Informação Conhecida, confirmando evidências da relevância da tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas sobre a relevância informacional do lucro contábil ao preço das ações, conforme resumo dos resultados da análise econométrica do modelo 1, disposto na tabela 6.

Entretanto, não era esperado encontrar evidências da relevância da tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas para o grupo Informação Conhecida, uma vez que, conforme a hipótese do mercado eficiente, o preço das ações deveria ter sofrido ajuste - se fosse o caso - quando a informação se tornou disponível ao mercado. Todavia, outras variáveis poderiam impactar o retorno anormal, sendo o estudo da tempestividade da distribuição dos lucros aos acionistas, um estudo complementar aos estudos existentes sobre a relevância informacional dos lucros contábeis. Sendo assim, a significância encontrada para o grupo Informação Conhecida, poderia ser reflexo de outros fatores, como por exemplo, uma expectativa de lucro inferior ao lucro divulgado, que mesmo não tendo proporcionado um complemento no valor já distribuído aos acionistas, poderia indicar uma expectativa futura de geração de fluxo de caixa, maior do que a estimada pelo mercado.

Tabela 6 – Resumo dos resultados do modelo 1: $CAR_n = \alpha + \beta_1 lla_{i,t} + \beta_2 lla_{i,t} * payout_{i,t} + \beta_3 lla_{i,t} * payout_{i,t} * dConhecida + \beta_4 lla_{i,t} * payout_{i,t} * dNova + \beta_5 Pb_{i,t} + e_{i,t}$.

Variáveis	Car4	Car5	Car10
Constante	0.001 (0.998)	-0.001 (0.458)	0.001 (0.331)
lla	0.001 (0.123)	0.001* (0.086)	0.001 (0.172)
lla * payout	-0.001 (0.317)	-0.001 (0.969)	-0.001 (0.672)
lla * payout * Conhecida	0.001** (0.027)	0.001 (0.749)	0.001* (0.061)
lla * payout * Nova	-0.001 (0.473)	0.001* (0.089)	-0.001 (0.926)
Pbook	-0.001 (0.680)	0.001*** (0.001)	0.001** (0.020)
Observações	798	797	797
R-quadrado	0.011	0.013	0.006
R-quadrado ajustado	0.00453	0.00709	-0.000436
F	1.347	3.339	2.047

P_valor robusto entre parenteses.
Significância: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Para responder a hipótese de pesquisa H2 “A distribuição da remuneração aos acionistas somente após a divulgação do resultado do exercício apresenta evidências da relevância informacional da divulgação do lucro contábil”, também foi utilizado o modelo 1. Foi encontrada significância no coeficiente do termo de interação $\beta_4 lla * payout_{i,t} * dNova$, no Car_5 , confirmando a hipótese de pesquisa. O coeficiente com sinal positivo, indica evidências de que há um impacto positivo no preço das ações das empresas do grupo Informação Nova, confirmando evidências da relevância da tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas sobre a relevância informacional do lucro contábil ao preço das ações.

Foi utilizado o modelo 2 para responder a hipótese de pesquisa H3 “A distribuição da remuneração aos acionistas na forma de dividendos é informacionalmente relevante independente da tempestividade de sua distribuição”. Sendo assim, para que a hipótese de pesquisa H3 fosse confirmada, os coeficientes das interações $\beta_3 lla * DivAjPay_{i,t} * dConhecida + \beta_4 lla * DivAjPay_{i,t} * dNova$ deveriam apresentar significância indicando que o dividendo, por ter características de uma informação que o mercado não conhece (já que normalmente é proposto o valor de sua distribuição quando é apresentado o resultado do exercício) teria relevância informacional independente da tempestividade de sua distribuição. Assim, conforme o apêndice G, não foi possível confirmar

a hipótese de pesquisa H3, uma vez que foi encontrada significância estatística no coeficiente do termo de interação $\beta_3lla * DivAjPay_{i,t} * dConhecida$, conforme a tabela 7.

Tabela 7 – Resumo dos resultados do modelo 2: $CAR_n = \alpha + \beta_1lla_{i,t} + \beta_2lla_{i,t} * DivAjPay + \beta_3lla * DivAjPay_{i,t} * dConhecida + \beta_4lla * DivAjPay_{i,t} * dNova + \beta_5lla_{i,t} * JSCPajPay + \beta_6lla * JSCPajPay_{i,t} * dConhecida + \beta_7lla * JSCPajPay_{i,t} * dNova + \beta_8Pb_{i,t} + e_{i,t}$.

Variáveis	Car2	Car3	Car20
Constante	0.001 (0.163)	0.001 (0.743)	0.001 (0.429)
Ila	0.001 (0.123)	0.001 (0.485)	0.001 (0.828)
Ila * DivAjPay	-0.001 (0.485)	-0.001 (0.440)	0.001 (0.879)
Ila * DivAjPay * Conhecida	0.001 (0.798)	0.001 (0.969)	0.001*** (0.001)
Ila * DivAjPay * Nova	-0.001 (0.357)	-0.001 (0.820)	-0.001 (0.266)
Ila * JSCPajPay * Conhecida	-0.001** (0.019)	-0.001** (0.013)	-0.001** (0.014)
Ila * JSCPajPay * Nova	-0.001 (0.170)	-0.001 (0.137)	-0.001 (0.470)
Pbook	-0.001 (0.648)	-0.001** (0.033)	-0.001 (0.362)
Observações	798	798	797
R-quadrado	0.012	0.026	0.055
R-quadrado ajustado	0.00320	0.0169	0.0468
F	2.355	3.126	3.475

P_valor robusto entre parenteses.

Significância: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Entretanto, o termo de interação $\beta_5lla * JSCPajPay_{i,t} * dConhecida$, que é o termo que verifica se há relevância informacional quando os lucros são distribuídos via JSCP para o grupo Informação Conhecida, apresentou significância no Car_2 , Car_3 e Car_{20} , com sinal negativo. Desta forma, evidências indicam que houve impacto no preço das ações quando a empresa divulgou o resultado do exercício, mesmo quando a empresa distribuiu os lucros via JSCP durante o ano corrente.

Assim, mesmo o JSCP sendo uma informação que pode ser estimada pelo mercado em função da forma de seu cálculo e pela observação da prática da empresa em anos anteriores, no momento da divulgação do resultado do exercício, esta informação pode ter apresentado relevância em função de expectativas não confirmadas pela divulgação do resultado do exercício. Existe também a possibilidade de haver algum impacto em função da diferença de

tributação entre o dividendo e o JSCP, pois o dividendo é isento de tributos ao acionista, enquanto o JSCP tem retido 15% de IRRF, o que poderia justificar o sinal negativos dos coeficientes apresentados.

Então, para esclarecer a relação que poderia existir entre a tempestividade da distribuição e o dividendo, foi utilizado o modelo 3, que inclui a variável *dummy* *dNewDiv* para identificar as empresas que distribuíram somente, via dividendo, após o resultado do exercício, visando responder a hipótese de pesquisa H4 “O dividendo distribuído após a divulgação do resultado do exercício é informacionalmente relevante aos lucros contábeis”.

Tabela 8 – Resumo dos resultados do modelo 3: $CAR_{it} = \alpha + \beta_1 Ila_{i,t} + \beta_2 Ila_{i,t} * DivAjPay + \beta_3 Ila * DivAjPay_{i,t} * dNewDiv + \beta_4 Pb_{i,t} + e_{i,t}$.

Variáveis	Car20
Constante	0.001 (0.642)
Ila	-0.001** (0.017)
Ila * DivAjPay	0.001** (0.036)
Ila * DivAjPay * dNewDiv	-0.001* (0.076)
Pbook	-0.001 (0.328)
Observações	797
R-quadrado	0.030
R-quadrado ajustado	0.0247
F	1.863

P_valor robusto entre parenteses.

Significância: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Assim, conforme apêndice H, foram encontradas evidências de que o dividendo distribuído após a divulgação do resultado do exercício é informacionalmente relevante aos lucros contábeis, condizente com a hipótese de eficiência dos mercados, ao incorporar a informação nova ao preço das ações. Foi encontrada significância estatística no coeficiente do termo de interação $\beta_3 Ila * DivAjPay_{i,t} * dNewDiv$ no Car_{20} , confirmando a hipótese de pesquisa H4. Entretanto, foi inesperado o coeficiente encontrado apresentar sinal negativo, conforme a tabela 8. Esta ocorrência poderia ser resultado de uma expectativa existente que não se concretizou quanto ao montante dos lucros e/ou o montante dos lucros a ser distribuído aos acionistas.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta pesquisa buscou-se verificar o impacto da tempestividade da divulgação dos lucros propostos aos acionistas, no momento da divulgação das demonstrações contábeis à informatividade dos lucros contábeis, uma vez que muitas empresas realizam a distribuição da remuneração aos acionistas de forma antecipada através de dividendos e/ou JSCP. Para isso, foi realizado estudo de evento com amostra de 852 empresas listadas na BM&F BOVESPA, abrangendo a distribuição de lucros dos exercícios de 2010 a 2016, seguido de análise econométrica. O estudo de evento visa verificar o comportamento dos grupos formados pelas empresas da amostra, enquanto pela análise econométrica busca-se por evidências que possam confirmar as hipóteses de pesquisa propostas.

Inicialmente foi realizado o teste t para uma amostra, seguido pelo teste t para duas amostras. Apesar do resultado do teste t para uma amostra não ter apresentado significância estatística para a amostra do grupo Informação Nova, os testes para duas amostras realizados, apresentaram evidências de que a média do CAR do grupo Informação Nova é maior que a média do CAR do grupo Ambos somente nos dias -7 a -1, antecedentes à data do evento. Quando realizado o teste do grupo Informação Conhecida contra o grupo Informação Nova, os resultados apontaram evidências de que a média do CAR das empresas do grupo Informação Conhecida é maior do que a média do CAR das empresas da amostra do grupo Informação Nova, para os dias -4, data zero, dia 1 e dos dias 8 ao 19, conforme pode ser observado no quadro 5.

Quadro 5 – Resultado do teste t.

Teste	Grupo	Significância encontrada
Teste t para 1 amostra	Informação Nova	Não encontrada.
Teste t para 1 amostra	Informação Conhecida	Dias -4, -3, -2, dia do evento e dias 8 ao dia 20.
Teste t para 1 amostra	Ambos	Dias -7 ao dia -1 e nos dias 15 ao dia 20.
Teste t para 2 amostras	Ambos x Informação Conhecida	CAR do grupo Informação Conhecida é maior nos dias -8 ao dia 1, dias 4, 5, 10, dos dias 12 ao dia 16, e no dia 19.
Teste t para 2 amostras	Ambos x Informação Nova	CAR do grupo “Informação Nova” é maior somente nos dias -7 ao dia -1.
Teste t para 2 amostras	Informação Conhecida x Informação Nova	CAR do grupo “Informação Conhecida” é maior nos dias -4, data zero, dia 1 e dos dias 8 ao dia 19.

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Como há um interesse maior no grupo Informação Nova em virtude de as empresas deste grupo levarem ao mercado uma informação nova com relação à distribuição dos lucros quando estas

divulgam seus resultados, foi realizado a estimação *Difference-in-Differences*, para investigar o comportamento do retorno anormal acumulado das empresas do grupo Informação Nova em relação aos outros grupos da amostra. Conforme observado no quadro 6, as evidências encontradas indicam que a média do grupo Informação Nova, após a data do evento, é inferior à média dos outros grupos, estando condizente com as evidências encontradas nos testes t realizados. Desta forma, foi analisado o tamanho que, em média, os eventos causam impacto no retorno anormal das empresas da amostra. Contudo, se faz necessário encontrar evidências, que confirmem a significância estatística da ocorrência do impacto dos eventos, ao preço das ações.

Quadro 6 – Resultado do *Diff-in Diff*.

Período	Grupo	Significância encontrada
Após a data do evento	Informação Nova x outros grupos	A média do grupo Informação Nova é inferior a média dos outros grupos.
Antes x depois da data do evento	Informação Nova x outros grupos	Não foi possível rejeitar a hipótese nula de que, antes da data do evento, a média do CAR do grupo “Informação Nova” é diferente da média dos outros dois grupos.

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

Com os resultados das análises econométricas, pode-se indicar o seguinte conjunto de evidências relacionadas ao impacto da tempestividade na relevância da informatividade dos lucros contábeis, aplicada à amostra desta pesquisa:

- i. Foram encontradas evidências que indicam que a tempestividade da distribuição do lucro aos acionistas impacta a relevância informacional do lucro contábil, conforme o resultado da hipótese de pesquisa 1 disposto no quadro 7. A significância estatística e o sinal encontrados no coeficiente do termo de interação $\beta_4lla * payout_{i,t} * dNova$, no Car_5 , e no termo de interação $\beta_3lla * payout_{i,t} * dConhecida$, no Car_4 e Car_{10} , apontam evidências de que há um impacto positivo no preço das ações das empresas do grupo Informação Nova e Informação Conhecida, em relação ao grupo de base, grupo Ambos (que distribui antes e depois da divulgação do resultado do exercício), confirmando a hipótese de pesquisa H1.
- ii. Foi estudada a relação entre a distribuição dos lucros após a divulgação do resultado do exercício e a relevância informacional do lucro contábil, pois ao divulgar uma informação nova, é esperado um impacto no preço das ações. Assim, se houver relevância na

tempestividade da distribuição dos lucros, deveria ocorrer algum impacto no preço das ações. Assim, foi confirmada a hipótese de pesquisa H2, pois o coeficiente com significância estatística e com sinal positivo, no Car_5 , do termo de interação $\beta_4lla * payout_{i,t} * dNova$ indica evidências de um impacto positivo no preço das ações das empresas deste grupo. Desta forma, foi confirmada a hipótese de pesquisa H2, de evidências da relevância da tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas sobre a relevância informacional do lucro contábil, ao preço das ações, estando de acordo com Lonie *et al* (1996), que encontraram evidências confirmando que, no Reino Unido, as empresas que apresentaram boas notícias obtiveram ganhos anormais substanciais.

- iii. Foi analisado se a remuneração aos acionistas exclusivamente na forma de dividendos é informacionalmente relevante, independente da tempestividade de sua distribuição. Contudo, não foi possível confirmar a hipótese de pesquisa H3, pois não foi encontrada significância estatística nos coeficientes das interações $\beta_3lla * DivAjPay_{i,t} * dConhecida$ e $\beta_4lla * DivAjPay_{i,t} * dNova$.

Quadro 7 – Resultado das Hipóteses.

Hipóteses	Descrição das Hipóteses	Coefficiente	Sinal	Resultado
H1	A tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas impacta a relevância informacional do lucro contábil, ao preço das ações.	Significante	+ para ambos	Confirmado
H2	A distribuição da remuneração aos acionistas somente após a divulgação do resultado do exercício apresenta evidências da relevância informacional da divulgação do lucro contábil.	Significante	+	Confirmado
H3	A distribuição da remuneração aos acionistas na forma de dividendos é informacionalmente relevante independente da tempestividade de sua distribuição.	Não significante	n/a	Não confirmado
H4	O dividendo distribuído após a divulgação do resultado do exercício é informacionalmente relevante aos lucros contábeis.	Significante	-	Confirmado

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

- iv. Foi pesquisado se a distribuição exclusivamente via dividendos, após a divulgação do resultado do exercício, apresenta relevância informacional aos lucros contábeis. Conforme resultado no quadro 7, foi confirmada a hipótese de pesquisa H4, indicando evidências de que, o dividendo impacta a relevância informacional do lucro contábil quando as empresas distribuem os lucros exclusivamente na forma de dividendos “e” somente após a divulgação do resultado do exercício. Devido à significância estatística encontrada no coeficiente do

termo de interação $\beta_3lla * DivAjPay_{i,t} * dNewDiv$, no Car_{20} , foi confirmada a hipótese de pesquisa H4, estando em linha com Silva (2015), que encontrou evidências de que os dividendos e a remuneração futura contribuem para a informatividade do lucro contábil em explicar o retorno das ações, e com Brugni *et al* (2012) quanto a contribuição positiva do dividendo para a relevância informacional do lucro contábil.

- iv. No coeficiente com sinal negativo sobre o estudo da distribuição exclusivamente via dividendos, após a divulgação do resultado do exercício, pode ser um indicador de uma expectativa existente no mercado que não foi concretizada com relação ao lucro que o mercado esperava que fosse divulgado ou ao montante da distribuição dos lucros esperada, conforme os achados de Michaely, Thaler e Womack (1995, p. 574), que encontraram evidências de que quando a assembleia decide distribuir os lucros em montante diferente do esperado pelo mercado, os preços seguem a mesma direção por três trimestres.
- v. Como o montante a ser distribuído por dividendos é proposto na divulgação do resultado do exercício e decidido na assembleia dos acionistas, o dividendo é caracterizado como uma informação nova. Entretanto, as evidências apontam que ao distribuir dividendo antecipadamente, o conteúdo informativo da proposta do dividendo na divulgação do resultado do exercício é reduzido, estando de acordo com a hipótese de eficiência dos mercados.
- vi. Foi inesperado o grupo “Informação Conhecida” apresentar significância estatística no modelo 1 e os termos de interação $lla_{i,t} * DivpAjPay_{i,t} * dConhecida$ e $lla_{i,t} * JSCPajPay_{i,t} * dConhecida$ apresentarem significância estatística no modelo 2, apontando evidências de que as empresas que distribuem os lucros somente de forma antecipada também impactam a relevância informacional do lucro contábil, independente da forma da distribuição (dividendos e/ou JSCP).
- vii. Apesar de não ser o objetivo deste trabalho analisar o questionamento acerca de o JSCP se enquadrar como renda ao acionista ou como juro, conforme disposto na plataforma teórica, evidências sugerem que os investidores enxergam o JSCP como remuneração e não como um juro sobre o capital investido. Uma vez que o juro é esperado em função de uma dívida existente, não era esperado encontrar significância em um pagamento de JSCP se ele fosse

um juro, de fato. Assim, Conforme a tabela 7, a significância estatística no Car_2 , Car_3 e Car_{20} do termo de interação $\beta_6 lla * JSCPajPay_{i,t} * dConhecida$ apontam para o caráter remuneratório do JSCP, pois evidências encontradas sugerem que o JSCP é relevante para a informatividade do lucro contábil.

Os achados desta pesquisa fornecem evidências da relevância do lucro contábil dada a tempestividade da distribuição da remuneração aos acionistas conforme os achados de Kronbauer *et al* (2015, p. 190), pois os investidores no Brasil também estariam preferindo dividendos imediatos ao invés de um ganho futuro, podendo ainda, contribuir para a redução dos conflitos de agência, conforme citado na plataforma teórica.

Esta pesquisa apresentou um diferencial ao incluir a tempestividade da distribuição dos lucros, aos acionistas, como relevante para a capacidade informacional dos lucros contábeis. Contudo, é importante ressaltar que a metodologia de estudo de evento não observa outras variáveis que poderiam influenciar as variações dos preços das ações, tornando-se uma limitação deste trabalho, assim como a premissa assumida nesta pesquisa de que os eventos ocorrem de forma independente. Como sugestão de pesquisas futuras visando aprofundar os estudos sobre a distribuição dos lucros e sua relevância informacional, é sugerido (i) um estudo dos fatores que levariam às empresas a não distribuir os lucros através de JSCP, com a renúncia de uma possível vantagem tributária, (ii) um estudo do impacto da tempestividade da distribuição dos lucros levando em conta a relação entre o percentual mínimo estatutário da distribuição com o montante a ser distribuído aos acionistas e (iii) um estudo mais aprofundado da relevância informacional da tempestividade do JSCP nos lucros contábeis.

APÊNDICE A

Teste t para uma amostra

Grupo Ambos					Grupo Informação Conhecida					Grupo Informação Nova						
Dia	μ	$\mu^*(1+i)$	σ AR cap	p_valor	Dia	μ	$\mu^*(1+i)$	σ AR cap	p_valor	Dia	μ	$\mu^*(1+i)$	σ AR cap	p_valor		
-10	0.00137	1.00137	0.00105	0.19284	-10	-0.00012	0.99988	0.00261	0.96361	-10	0.00078	1.00078	0.00136	0.56902		
-9	-0.00064	1.00073	0.00141	0.60437	-9	0.00201	1.00179	0.00346	0.60521	-9	-0.00014	1.00047	0.00158	0.76478		
-8	-0.00194	0.99872	0.00157	0.41560	-8	0.00234	1.00423	0.00441	0.33978	-8	-0.00015	1.00028	0.00204	0.89250		
-7	-0.00414	0.99463	0.00184	0.00369	*	-7	0.00110	1.00524	0.00463	0.25974	-7	0.00141	1.00163	0.00229	0.47718	
-6	0.00006	0.99468	0.00214	0.01351	**	-6	0.00184	1.00719	0.00534	0.18131	-6	0.00226	1.00390	0.00265	0.14127	
-5	0.00068	0.99528	0.00232	0.04218	**	-5	0.00212	1.00940	0.00607	0.12463	-5	0.00025	1.00414	0.00288	0.15129	
-4	0.00013	0.99541	0.00252	0.06962	***	-4	0.00534	1.01504	0.00713	0.03731	**	-4	-0.00060	1.00352	0.00317	0.26762
-3	0.00009	0.99546	0.00267	0.08935	***	-3	-0.00077	1.01359	0.00637	0.03511	**	-3	0.00112	1.00461	0.00339	0.17462
-2	-0.00030	0.99485	0.00256	0.04476	**	-2	-0.00039	1.01318	0.00671	0.05217	***	-2	0.00030	1.00485	0.00354	0.17072
-1	0.00017	0.99493	0.00267	0.05835	***	-1	-0.00317	1.00972	0.00662	0.14524	-1	-0.00032	1.00443	0.00366	0.22671	
0	0.00252	0.99733	0.00285	0.34920	0	0.00518	1.01515	0.00772	0.05241	***	0	-0.00177	1.00270	0.00391	0.49084	
1	0.00005	0.99717	0.00340	0.40604	1	-0.00272	1.01252	0.00844	0.14082	1	-0.00333	0.99905	0.00424	0.82243		
2	0.00323	1.00047	0.00361	0.89726	2	-0.00146	1.01087	0.00838	0.19763	2	0.00060	0.99962	0.00445	0.93152		
3	0.00047	1.00086	0.00369	0.81488	3	0.00031	1.01150	0.00900	0.20391	3	-0.00160	0.99811	0.00471	0.68917		
4	0.00016	1.00099	0.00381	0.79460	4	0.00212	1.01310	0.00856	0.12880	4	-0.00041	0.99793	0.00497	0.67687		
5	0.00041	1.00152	0.00400	0.70329	5	0.00001	1.01316	0.00884	0.13945	5	0.00216	1.00004	0.00507	0.99372		
6	0.00082	1.00299	0.00442	0.49914	6	-0.00090	1.01230	0.00911	0.18007	6	-0.00034	0.99946	0.00501	0.91399		
7	0.00085	1.00327	0.00440	0.45800	7	-0.00060	1.01123	0.00898	0.21401	7	-0.00069	0.99884	0.00520	0.82375		
8	0.00195	1.00521	0.00451	0.24857	8	0.00432	1.01545	0.00924	0.09755	***	8	-0.00042	0.99848	0.00533	0.77494	
9	-0.00031	1.00460	0.00447	0.30446	9	0.00101	1.01685	0.01001	0.09540	***	9	0.00161	0.99991	0.00533	0.98631	
10	0.00263	1.00723	0.00461	0.11793	10	0.00369	1.02067	0.01040	0.04948	**	10	0.00175	1.00181	0.00554	0.74428	
11	-0.00066	1.00650	0.00468	0.16537	11	-0.00130	1.01918	0.01058	0.07288	***	11	-0.00014	1.00186	0.00576	0.74725	
12	-0.00028	1.00624	0.00475	0.19025	12	0.00129	1.02012	0.01053	0.05886	***	12	0.00002	1.00180	0.00583	0.75805	
13	0.00013	1.00633	0.00485	0.19227	13	0.00323	1.02366	0.01117	0.03649	**	13	0.00081	1.00256	0.00591	0.66503	
14	0.00127	1.00748	0.00486	0.12500	14	-0.00083	1.02301	0.01160	0.05003	***	14	0.00088	1.00342	0.00598	0.56817	
15	0.00124	1.00875	0.00494	0.07728	***	15	0.00233	1.02604	0.01247	0.03926	**	15	0.00020	1.00374	0.00610	0.54006
16	0.00116	1.00976	0.00495	0.04918	**	16	0.00069	1.02685	0.01287	0.03939	**	16	0.00117	1.00478	0.00614	0.43615
17	0.00020	1.00995	0.00499	0.04713	**	17	-0.00303	1.02416	0.01413	0.09042	***	17	-0.00053	1.00424	0.00622	0.49604
18	0.00129	1.01129	0.00511	0.02780	**	18	0.00045	1.02368	0.01335	0.07895	***	18	0.00061	1.00492	0.00636	0.43926
19	-0.00135	1.00995	0.00521	0.05697	***	19	0.00267	1.02663	0.01370	0.05467	***	19	0.00089	1.00554	0.00632	0.38108
20	0.00136	1.01124	0.00527	0.03354	**	20	-0.00295	1.02216	0.01223	0.07291	***	20	-0.00078	1.00478	0.00645	0.45930

* Significante a 0.01. ** Significante a 0.05. *** Significante a 0.10

Fonte: Fonte:elaborado pelo autor (2017).

APÊNDICE B

Teste t para duas amostras: Grupos “Ambos” x “Informação Conhecida”

	Dia	μ "Conhecida"	μ "Ambos"	Calda Inferior		Duas Caldas	Calda Superior	
Ambos x Conhecida	-10	1.00137	0.99988	0.72986		0.54028	0.27014	
	-9	1.00073	1.00179	0.37211		0.74423	0.62789	
	-8	0.99872	1.00423	0.07293	***	0.14586	0.92707	
	-7	0.99463	1.00524	0.00663	*	0.01326	**	0.99337
	-6	0.99468	1.00719	0.00601	*	0.01202	**	0.99399
	-5	0.99528	1.00940	0.00493	*	0.00987	*	0.99507
	-4	0.99541	1.01504	0.00068	*	0.00137	*	0.99932
	-3	0.99546	1.01359	0.00154	*	0.00307	*	0.99846
	-2	0.99485	1.01318	0.00123	*	0.00246	*	0.99877
	-1	0.99493	1.00972	0.00847	*	0.01694	**	0.99153
	0	0.99733	1.01515	0.00443	*	0.00886	*	0.99557
	1	0.99717	1.01252	0.02580	**	0.05161	***	0.97420
	2	1.00047	1.01087	0.10229		0.20458		0.89771
	3	1.00086	1.01150	0.10523		0.21045		0.89477
	4	1.00099	1.01310	0.07879	***	0.15758		0.92121
	5	1.00152	1.01316	0.09678	***	0.19356		0.90322
	6	1.00299	1.01230	0.16934		0.33869		0.83066
	7	1.00327	1.01123	0.20489		0.40978		0.79511
	8	1.00521	1.01545	0.15053		0.30106		0.84947
	9	1.00460	1.01685	0.11144		0.22289		0.88856
	10	1.00723	1.02067	0.09791	***	0.19581		0.90209
11	1.00650	1.01918	0.11454		0.22908		0.88546	
12	1.00624	1.02012	0.09621	***	0.19242		0.90379	
13	1.00633	1.02366	0.05732	***	0.11463		0.94268	
14	1.00748	1.02301	0.08138	***	0.16277		0.91862	
15	1.00875	1.02604	0.06635	***	0.13269		0.93365	
16	1.00976	1.02685	0.07095	***	0.14189		0.92905	
17	1.00995	1.02416	0.11988		0.23976		0.88012	
18	1.01129	1.02368	0.15153		0.30307		0.84847	
19	1.00995	1.02663	0.08736	***	0.17472		0.91264	
20	1.01124	1.02216	0.18065		0.36130		0.81935	

* Significante a 0.01. ** Significante a 0.05. *** Significante a 0.10

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

APÊNDICE C

Teste t para duas amostras: Grupos “Ambos” x “Informação Nova”

	Dia	μ "Conhecida"	μ "Nova"	Calda Inferior	Duas Caldas	Calda Superior		
Ambos x Nova	-10	1.00137	1.00078	0.63505	0.72989	0.36495		
	-9	1.00073	1.00047	0.54830	0.90341	0.45170		
	-8	0.99872	1.00028	0.27216	0.54432	0.72784		
	-7	0.99463	1.00163	0.00842	*	0.01685	**	0.99158
	-6	0.99468	1.00390	0.00336	*	0.00672	*	0.99664
	-5	0.99528	1.00414	0.00813	*	0.01626	**	0.99187
	-4	0.99541	1.00352	0.02239	**	0.04477	**	0.97761
	-3	0.99546	1.00461	0.01667	**	0.03333	**	0.98333
	-2	0.99485	1.00485	0.01067	**	0.02134	**	0.98933
	-1	0.99493	1.00443	0.01760	**	0.03521	**	0.98240
	0	0.99733	1.00270	0.13239		0.26478		0.86761
	1	0.99717	0.99905	0.36439		0.72879		0.63561
	2	1.00047	0.99962	0.55912		0.88176		0.44088
	3	1.00086	0.99811	0.67782		0.64436		0.32218
	4	1.00099	0.99793	0.68859		0.62283		0.31141
	5	1.00152	1.00004	0.59121		0.81758		0.40879
	6	1.00299	0.99946	0.70175		0.59651		0.29825
	7	1.00327	0.99884	0.74270		0.51459		0.25730
	8	1.00521	0.99848	0.83324		0.33352		0.16676
	9	1.00460	0.99991	0.75042		0.49916		0.24958
	10	1.00723	1.00181	0.77458		0.45084		0.22542
11	1.00650	1.00186	0.73499		0.53001		0.26501	
12	1.00624	1.00180	0.72315		0.55370		0.27685	
13	1.00633	1.00256	0.68968		0.62065		0.31032	
14	1.00748	1.00342	0.70156		0.59688		0.29844	
15	1.00875	1.00374	0.73904		0.52191		0.26096	
16	1.00976	1.00478	0.73707		0.52585		0.26293	
17	1.00995	1.00424	0.76362		0.47276		0.23638	
18	1.01129	1.00492	0.78342		0.43316		0.21658	
19	1.00995	1.00554	0.70517		0.58966		0.29483	
20	1.01124	1.00478	0.78175		0.43651		0.21825	

* Significante a 0.01. ** Significante a 0.05. *** Significante a 0.10

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

APÊNDICE D

Teste t para duas amostras: Grupos “Informação Conhecida” x “Informação Nova”

	Dia	μ "Ambos"	μ "Nova"	Calda Inferior	Duas Caldas	Calda Superior	
Conhecida x Nova	-10	0.99988	1.00078	0.37915	0.75830	0.62085	
	-9	1.00179	1.00047	0.64676	0.70648	0.35324	
	-8	1.00423	1.00028	0.81044	0.37913	0.18956	
	-7	1.00524	1.00163	0.76740	0.46520	0.23260	
	-6	1.00719	1.00390	0.71715	0.56570	0.28285	
	-5	1.00940	1.00414	0.79837	0.40326	0.20163	
	-4	1.01504	1.00352	0.94825	0.10349	0.05175	***
	-3	1.01359	1.00461	0.89338	0.21325	0.10662	
	-2	1.01318	1.00485	0.86511	0.26978	0.13489	
	-1	1.00972	1.00443	0.75282	0.49437	0.24718	
	0	1.01515	1.00270	0.93010	0.13979	0.06990	***
	1	1.01252	0.99905	0.92941	0.14118	0.07059	***
	2	1.01087	0.99962	0.88236	0.23529	0.11764	
	3	1.01150	0.99811	0.90813	0.18374	0.09187	***
	4	1.01310	0.99793	0.92769	0.14461	0.07231	***
	5	1.01316	1.00004	0.89137	0.21727	0.10863	
	6	1.01230	0.99946	0.88705	0.22591	0.11295	
	7	1.01123	0.99884	0.87249	0.25501	0.12751	
	8	1.01545	0.99848	0.93576	0.12849	0.06424	***
	9	1.01685	0.99991	0.93206	0.13588	0.06794	***
	10	1.02067	1.00181	0.94493	0.11014	0.05507	***
11	1.01918	1.00186	0.92198	0.15603	0.07802	***	
12	1.02012	1.00180	0.93160	0.13680	0.06840	***	
13	1.02366	1.00256	0.95286	0.09428	***	0.04714	**
14	1.02301	1.00342	0.93665	0.12671		0.06335	***
15	1.02604	1.00374	0.95372	0.09256	***	0.04628	**
16	1.02685	1.00478	0.94993	0.10014		0.05007	***
17	1.02416	1.00424	0.92394	0.15213		0.07606	***
18	1.02368	1.00492	0.91137	0.17726		0.08863	***
19	1.02663	1.00554	0.93470	0.13060		0.06530	***
20	1.02216	1.00478	0.89652	0.20696		0.10348	

* Significante a 0.01. ** Significante a 0.05. *** Significante a 0.10

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

APÊNDICE E

Matriz de Correlação

	Car1	Car2	Car3	Car4	Car5	Car10	Car15	Car20	Ila	payout	Pb	DivAjPay	JSCPajPay
Car1	1												
Car2	0.0660	1											
Car3	-0.0623	-0.0338	1										
Car4	0.0381	-0.0023	-0.0196	1									
Car5	0.0907*	0.0820	-0.0976**	-0.0311	1								
Car10	-0.0253	-0.0191	-0.0330	0.0919**	-0.0124	1							
Car15	0.0231	0.0173	-0.0939**	0.0495	0.0887*	0.0540	1						
Car20	-0.0121	-0.0380	0.0016	0.0947**	-0.00197	0.0097	-0.0848*	1					
Ila	0.0850*	0.0177	-0.0856*	0.0308	0.0854*	0.0451	0.0161	0.0756*	1				
payout	-0.0107	-0.0208	0.0101	0.0523	-0.0690	0.0113	0.0237	0.0007	0.0289	1			
Pb	-0.0277	-0.0057	-0.0247	-0.0079	0.0290	0.0195	-0.0051	-0.0107	-0.0348	0.0136	1		
DivAjPay	-0.0523	-0.0068	0.0100	-0.0182	0.00642	0.0015	0.0007	-0.0071	0.0289	-0.0232	0.0561	1	
JSCPajPay	0.0523	0.0068	-0.0100	0.0182	-0.00642	-0.0015	-0.0007	0.00714	-0.0289	0.0232	-0.0561	-1	1

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

APÊNDICE F

Resultado da regressão do modelo 1: $CAR_n = \alpha + \beta_1 lla_{i,t} + \beta_2 lla_{i,t} * payout_{i,t} + \beta_3 lla_{i,t} * payout_{i,t} * dConhecida + \beta_4 lla_{i,t} * payout_{i,t} * dNova + \beta_5 Pb_{i,t} + e_{i,t}$

Variable	Car1	Car2	Car3	Car4	Car5	Car10	Car15	Car20
lla	.00001938	1.714e-06	-.00001632	7.726e-06	.00001192	8.415e-06	7.617e-07	9.551e-06
	.00001806	8.322e-06	8.803e-06	4.998e-06	6.943e-06	6.154e-06	5.634e-06	.00001736
	0.2836	0.8369	0.0642	0.1226	0.0863	0.1719	0.8925	0.5824
c.lla#								
c.payout	.0000362	8.822e-06	.0000362	-.0000118	-5.953e-07	-5.118e-06	.00001628	.00001586
	.00004152	.00001217	.00001603	.00001178	.00001541	.00001209	.0000101	.00002016
	0.3835	0.4686	0.0242	0.3170	0.9692	0.6721	0.1074	0.4316
grupo#c.lla#								
c.payout								
conhecida	.00001345	-.0000462	-8.789e-06	.0000843	9.391e-06	.00005409	7.273e-06	4.528e-06
	.0000543	.00003313	.00004081	.00003793	.00002935	.00002883	.00002962	.00003929
	0.8044	0.1635	0.8295	0.0265	0.7491	0.0610	0.8061	0.9083
nova	-.00004571	-.00004732	4.414e-07	-.00001746	.00005706	-2.814e-06	-.00001629	2.794e-06
	.00010813	.00004941	.0000461	.00002429	.0000335	.00003027	.00003043	.0000314
	0.6726	0.3385	0.9924	0.4726	0.0889	0.9260	0.5925	0.9291
Ebook	-.00008205	-.00001581	-.00004724	-9.601e-06	.00006833	.00004416	-5.273e-06	-.00001265
	.00005766	.00002618	.00002156	.00002329	.00002002	.0000189	.00002019	.0000403
	0.1551	0.5460	0.0287	0.6804	0.0007	0.0197	0.7940	0.7537
_cons	-.0035955	.00209859	-.00018163	1.851e-06	-.00076083	.0009874	.00035884	-.00094709
	.00232953	.0011252	.00107109	.00090748	.0010252	.00101575	.00087768	.00141718
	0.1231	0.0625	0.8654	0.9984	0.4582	0.3313	0.6828	0.5041
N	798	798	798	798	797	797	797	797
r2	.01081168	.0047536	.01519137	.01077353	.0133305	.00584778	.00275446	.00737404
r2_a	.0045668	-.00152952	.00897415	.00452841	.00709365	-.00043637	-.00354924	.00109954
F	.97427942	.95783669	2.1055826	1.3465085	3.3387967	2.0465163	.96743328	.98401471

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

legend: b/se/p

APÊNDICE G

Resultado da regressão do modelo 2: $CAR_n = \alpha + \beta_1 lla_{i,t} + \beta_2 lla_{i,t} * DivAjPay + \beta_3 lla * DivAjPay_{i,t} * dConhecida + \beta_4 lla * DivAjPay_{i,t} * dNova + \beta_5 lla_{i,t} * JSCPajPay + \beta_6 lla * JSCPajPay_{i,t} * dConhecida + \beta_7 lla * JSCPajPay_{i,t} * dNova + \beta_8 Pb_{i,t} + e_{i,t}$

Variable	Car1	Car2	Car3	Car4	Car5	Car10	Car15	Car20
lla	.00002033	.00002704	.00001801	-6.730e-06	.00001664	.00002615	-3.810e-06	3.248e-06
	.00003019	.00001753	.00002576	.00002924	.00001751	.00003017	.00001837	.00001497
	0.5009	0.1234	0.4847	0.8180	0.3424	0.3862	0.8357	0.8282
c.lla#								
c.DivAjPay	.00005425	-.00001348	-.00001977	2.009e-06	-1.957e-06	-.00003643	7.789e-06	2.491e-06
	.00007269	.0000193	.00002559	.00002993	.0000184	.00003083	.00001904	.00001641
	0.4556	0.4852	0.4399	0.9465	0.9153	0.2377	0.6826	0.8794
grupo#c.lla#								
c.DivAjPay								
conhecida	-.00005861	2.711e-06	3.651e-07	.00002125	-2.814e-07	.00002147	-5.422e-06	.00006244
	.00006023	.00001057	9.438e-06	8.359e-06	8.813e-06	.00001494	.00001155	.00001886
	0.3308	0.7977	0.9691	0.0112	0.9745	0.1512	0.6387	0.0010
nova	-.00008324	-.00002409	-4.951e-06	6.054e-06	.00001724	.00002052	5.130e-06	-.00001275
	.00005338	.00002614	.00002177	.00001007	.00001567	.00001609	.0000153	.00001147
	0.1193	0.3569	0.8201	0.5478	0.2716	0.2026	0.7375	0.2664
c.lla#								
c.JSCPajPay	(omitted)							
grupo#c.lla#								
c.JSCPajPay								
conhecida	-8.854e-06	-.00004636	-.00007062	.000012	-.00002996	-9.219e-06	1.589e-06	-.0000454
	.00003432	.00001977	.00002847	.00003493	.00002678	.00003098	.00002239	.0000184
	0.7965	0.0193	0.0133	0.7314	0.2637	0.7661	0.9434	0.0138
nova	-.00006342	-.00004312	-.00005616	6.580e-06	-.00002015	-.00002464	2.307e-06	-.00001707
	.00006916	.0000314	.00003776	.00003774	.00002504	.00003572	.00002965	.00002361

		0.3595	0.1700	0.1373	0.8616	0.4214	0.4905	0.9380	0.4700
Pbook		-.00009224	-.0000109	-.00004986	-.0000165	.00006646	.00004322	-6.960e-06	-.00002696
		.00006669	.0000239	.0000234	.00002193	.00001984	.00001904	.00001997	.00002958
_cons		0.1670	0.6484	0.0334	0.4521	0.0008	0.0235	0.7275	0.3623
		-.00263993	.00143184	.00034335	.00057791	-.00054175	.00120098	.00062231	.0007074
		.00202846	.0010246	.0010455	.00092847	.0010239	.00094254	.00082874	.00089436
		0.1935	0.1627	0.7427	0.5338	0.5969	0.2030	0.4529	0.4292

N		798	798	798	798	797	797	797	797
r2		.02892875	.01195275	.02556048	.00451605	.01723561	.00827313	.00176327	.0551524
r2_a		.02032432	.0031979	.01692621	-.0043047	.00851653	-.00052546	-.00709308	.04676972
F		1.3553604	2.3553065	3.1264406	1.351155	4.3675748	2.9043966	.17540408	3.475027

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

legend: b/se/p

APÊNDICE H

Resultado da regressão do modelo 3: $CAR_n = \alpha + \beta_1 lla_{i,t} + \beta_2 lla_{i,t} * DivAjPay + \beta_3 lla * DivAjPay_{i,t} * d_g3Div + \beta_4 Pb_{i,t} + e_{i,t}$

Variable	Car1	Car2	Car3	Car4	Car5	Car10	Car15	Car20
lla	-4.741e-06	-.00001204	-.00003627	3.776e-06	-4.453e-06	.00001843	-3.065e-06	-.0000256
	.00002097	8.473e-06	.00001767	.00001399	.00001525	8.725e-06	.00001018	.00001066
	0.8212	0.1558	0.0405	0.7874	0.7704	0.0349	0.7634	0.0166
c.lla#								
c.DivAjPay	.00004821	.00002752	.00003453	7.216e-07	.00001991	-.00001785	6.109e-06	.00005871
	.00004578	.00001131	.00001786	.00001592	.00001544	.00001303	.00001291	.00002802
	0.2926	0.0152	0.0536	0.9639	0.1975	0.1711	0.6363	0.0365
c.lla#								
c.DivAjPay#								
c.d_g3Div	-.00005043	-.0000319	-9.700e-06	-1.342e-08	.00001328	8.466e-06	2.714e-06	-.00003825
	.00003502	.00002714	.00002274	.0000102	.00001613	.0000174	.00001616	.00002153
	0.1502	0.2402	0.6698	0.9990	0.4108	0.6267	0.8667	0.0761
Ebook	-.00009879	-.00001782	-.00005827	-.00001296	.00006326	.00004414	-7.872e-06	-.00002793
	.00006963	.00002723	.00002791	.00002299	.00002028	.00001875	.00002014	.00002854
	0.1564	0.5129	0.0371	0.5732	0.0019	0.0188	0.6961	0.3280
_cons	-.00186711	.00207088	.0012208	.00011144	-.00015938	.0010216	.00074457	.00047453
	.00173765	.00098161	.00104749	.00085219	.00105849	.00082275	.00078934	.00101969
	0.2829	0.0352	0.2442	0.8960	0.8804	0.2147	0.3458	0.6418
N	798	798	798	798	797	797	797	797
r2	.01582753	.00942795	.0159269	.00100539	.01486518	.00454749	.00093533	.02958088
r2_a	.01086323	.00443137	.0109631	-.00403367	.00988975	-.00048005	-.00411045	.02467977
F	1.0292995	2.2781331	1.8556252	.31371067	6.941479	2.9533871	.14909869	1.8634114

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

legend: b/se/p

APÊNDICE I

Estatística Descritiva da Amostra

	Car1	Car2	Car3	Car4	Car5	Car10	Car15	Car20	Ila	payout	DivAjPay	JSCPajPay	Pb	grupo
Mín	-0.359	-0.213	-0.111	-0.079	-0.240	-0.098	-0.113	-0.197	-1650.389	-9.658	0.000	0.000	0.000	1.000
Max	0.306	0.095	0.098	0.119	0.101	0.118	0.069	0.143	1670.321	10.204	1.000	1.000	295.337	3.000
Média	-0.002	0.002	0.000	0.000	0.001	0.002	0.001	0.000	76.145	0.475	0.679	0.321	2.712	1.981
Desvio Padrão	0.039	0.022	0.021	0.020	0.021	0.021	0.018	0.021	141.848	0.883	0.369	0.369	10.813	0.937
p25	-0.017	-0.011	-0.012	-0.012	-0.009	-0.010	-0.009	-0.010	39.350	0.238	0.358	0.000	0.809	1.000
p50	0.000	0.001	-0.001	0.000	0.001	0.001	0.001	-0.001	66.524	0.351	0.864	0.136	1.303	2.000
p75	0.016	0.014	0.012	0.012	0.012	0.013	0.010	0.011	107.816	0.581	1.000	0.642	2.521	3.000
Observações	852	852	852	852	851	851	851	851	841	851	852	852	803	852

Fonte: elaborado pelo autor (2017).

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Dividendos: teoria e prática**. Ribeirão Preto: Inside Books, 2007a.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2007b.

ASSAF NETO, Alexandre, LIMA, Fabiano. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2011.

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

BEAVER, William H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, p. 67-92, 1968.

BEAVER, William H.; MCANALLY, Mary Lea; STINSON, Christopher H. The information content of earnings and prices: A simultaneous equations approach. **Journal of Accounting and Economics**, v. 23, n. 1, p. 53-81, 1997.

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. 161 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

BHATTACHARYA, Sudipto *et al.* Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. **Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259-270, 1979

BORRELLI, Fernando. Os juros sobre o capital próprio e o pis e a cofins: Os JCP na base de cálculo do pis e da confins. [s.d.]. Disponível em <<https://flborrelli.jusbrasil.com.br/artigos/419924915/os-juros-sobre-o-capital-proprio-e-o-pis-e-a-cofins>>. Acesso em: 13 set. 2017.

BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**, v. 1, n. 1, p. 1-22, 1974.

BOADWAY, Robin; BRUCE, Neil. A general proposition on the design of a neutral business tax. **Journal of Public Economics**, v. 24, n. 2, p. 231-239, 1984.

BRASIL. FEDERAL DO BRASIL. **Instrução Normativa nº 1515, de 24 de novembro de 2014**. Dispõe sobre a determinação e o pagamento do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas, disciplina o tratamento tributário da Contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins no que se refere às alterações introduzidas pela Lei

nº 12.973, de 13 de maio de 2014, e dá outras providências. Diário Oficial da união, 26/11/2014, seção 1, p. 52.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 4.357 de 16 de julho de 1964**. Dispõe sobre a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. DOU, Brasília, 17 jul. 1964. s/p

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 5.172 de 25 de outubro de 1966**. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. DOFC, Brasília, 27 out. 1966.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. DOU, Brasília, 17 dez. 1976. Sec. 1, p. 16.419.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 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. DOU, Brasília, 27 dez. 1995. s/p.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 9.365 de 16 de dezembro de 1966**. Institui a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador, do Fundo da Marinha Mercante, e dá outras providências. DO, Brasília, 18 dez. 1966.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 11.051 de 29 de dezembro de 2004**. Dispõe sobre o desconto de crédito na apuração da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL e da Contribuição para o PIS/Pasep e Cofins não cumulativas e dá outras providências. DOU, Brasília, 30 dez. 2004. p. 8.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei 12.973 de 13 de maio de 2014**. Altera a legislação tributária federal relativa ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas - IRPJ, à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL, à Contribuição para o PIS/Pasep e à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – Cofins (...). DOU, Brasília, 14 mai. 2014. P. 1.

BREALEY, Richard A. *et al.* **Principles of corporate finance**. Tata McGraw-Hill Education, 2011.

BROWN, Stephen J.; WARNER, Jerold B. Measuring security price performance. **Journal of financial economics**, v. 8, n. 3, p. 205-258, 1980.

BRUGNI, Talles Vianna *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, 2012.

BRUNI, Adriano Leal; FAMÁ, Rubens. Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidências. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 1, n. 7, p. 71-85, 1998.

BUENO, Artur Franco. Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 13, n. 28, p. 39-55, 2002.

BUNDGAARD, Jakob. **Discussion paper nº 14**: Allowance for corporate equity – overview of existing equity and dividend deduction regimes and the international tax law treatment hereof. CORIT, Denmark, 2014. Disponível em <<http://corit-academic.org/wp-content/uploads/2014/01/Allowance-for-Corporate-Equity-%E2%80%93-Overview-of-existing-Equity-and-Dividend-Deduction-Regimes-and-the-International-Tax-Law-treatm2.pdf>>. Acesso em 03 out. 2017.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; VIDAL BARBOSA, Francisco. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 41, n. 1, 2006.

CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew Wen-Chuan; MACKINLAY, Archie Craig. **The econometrics of financial markets**. Princeton University Press, 1997.

CAMPOS, Eduardo; SIMÃO, Edna. **CMN mantém TJLP em 7% para o terceiro trimestre**. 2017. Disponível em <<http://www.valor.com.br/financas/5021758/cmn-mantem-tjlp-em-7-para-o-terceiro-trimestre>>. Acesso em: 16 set. 2017.

CARNEIRO, Francisco Costa. **Lucro e dividendos distribuídos aos acionistas com base na Lei nº 6.404/76 e possíveis consequências da modificação da Lei nº 9.249/95**. 2015. Disponível em <<http://www.contabeis.com.br/artigos/2500/lucro-e-dividendos-distribuidos-aos-acionistas-com-base-na-lei-no-640476-e-possiveis-consequencias>>. Acesso em: 24 ago. 2017.

CARVALHO, Cristiano Viveiros de *et al.* **Tributação de lucros e dividendos no Brasil**: uma perspectiva comparada. 2015.

CARVALHO, Emerson Rildo Araújo de. **Política de dividendos e juros sobre o capital próprio**: um modelo com informação assimétrica. 2003. 79 f. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2003.

CHAREST, G. Dividend information, stock returns and market efficiency-II. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 2-3, p. 297–330, 1978.

CORSO, Renato Marques; KASSAI, José Roberto; LIMA, Gerlando Augusto Franco Sampaio. Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 6, n. 2, 2012.

COSTA JÚNIOR, Jorge Vieira da *et al.* JSCP e Dividendos: as companhias “vacas leiteiras” estão utilizando a sistemática de imputação nos termos da lei. in: **CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**. 2004.

DAMODARAM, Aswath. **Investment Valuation — and Techniques for Determining the Value of any Asset**. John Wiley and Sons. 2001.

DÉPARTEMENT DE LA POLITIQUE SCIENTIFIQUE FÉDÉRAL. **La Belgique Innovante: Mesures fiscales et primes d’innovation pour les entreprises**. 2006. Disponível em <http://www.interface.ulg.ac.be/docs/Innovation_mesuresfiscales.pdf>. Acesso em: 16 set. 2017.

FAMA, E. 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, 1970.

FAMA, Eugene F. *Efficient capital markets II*. **The Journal of Finance**. Chicago: American Finance Association, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, Dec. 1991.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Dividend yields and expected stock returns. **Journal of Financial Economics**, v. 22, n. 1, p. 3-25, 1988.

FÁVERO, Luiz Paulo *et al.* **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009.

FÁVERO, Luiz Paulo *et al.* **Métodos quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.

FIRMINO, A. L. *et al.* O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre o preço das ações. in: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2003.

FUTEMA, Mariano Seikitsi; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KAYO, Eduardo Kazuo. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44-62, 2009.

G20. **Shaping an interconnected world**. 2017. Disponível em: <https://www.g20.org/Webs/G20/EN/G20/Participants/participants_node.html>. Acesso em: 30 set. 2017.

GOBETTI, Sérgio Wulff *et al.* **Tributação e distribuição da renda no Brasil: novas evidências a partir das declarações tributárias das pessoas físicas**. 2015.

GONZÁLEZ, Patrícia González. As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. **Caderno de Estudos**, n. 19, p. 01-12, 1998.

GRUBER, Jonathan. **Public finance and public policy**. Macmillan, 2004.

GUJARATI, D. N. *Econometria Básica*. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

HARDING, Michelle. **Taxation of dividend, interest, and capital gain income**. 2013.

HAYMANS, Barbara. **Tout ce que vous devez savoir sur les intérêts notionnels**. 2016. Disponível em <<https://www.nagelmackers.be/fr/notre-vision/actualites/detail/tout-ce-que-vous-devez-savoir-sur-les-interets-notionnels-2>>. Acesso em: 16 set. 2017.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. **Journal of Financial Economics**, v. 21, n. 2, p. 149-175, 1988.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDÁ, Michael F. **Teoria da contabilidade**; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, p. 277-297, 1999.

HODRICK, Robert J. Dividend yields and expected stock returns: Alternative procedures for inference and measurement. **Review of Financial Studies**, v. 5, n. 3, p. 357-386, 1992.

IUDÍCIBUS, S. de *et al.* **Manual de Contabilidade Societária**, São Paulo: Atlas. 2013.

IUDICIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American economic review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Gerald R.; JOHNSON, Robert R.; MERCER, Jeffrey M. New evidence on size and price-to-book effects in stock returns. **Financial Analysts Journal**, v. 53, n. 6, p. 34-42, 1997.

JUNIOR, Rabelo; SARAIVA, Tarcísio; IKEDA, Ricardo Hirata. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 34, p. 97-107, 2004.

KANE, Alex; LEE, Young Ki; MARCUS, Alan. Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect?. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 4, p. 1091-1099, 1984.

KLEMM, Alexander. **Allowances for corporate equity in practice**. International Monetary Fund. 2006.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1, p. 105-231, 2001.

KURONUMA, Alexandre M.; LUCCHESI, Eduardo Pozzi; FAMÁ, Rubens. Retornos anormais acumulados das ações no período pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. in: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2004.

KRONBAUER, Clóvis Antônio *et al.* Uma análise dos Estudos sobre Política de Dividendos nos Periódicos Brasileiros no Período de 2007 a 2012. **Revista de Ciências Jurídicas e Empresariais**, v. 15, n. 2, 2015.

LA PORTA, Rafael *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

LEROY, Stephen F. Efficient capital markets and martingales. **Journal of Economic Literature**, v. 27, n. 4, p. 1583-1621, 1989.

LEV, Baruch. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. **Journal of Accounting Research**, p. 153-192, 1989.

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.

LIMA, Mariana Miranda. **A natureza jurídica dos juros sobre o capital próprio e as convenções para evitar a dupla tributação**. 2009. 159 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

LONIE, Alasdair A. *et al.* The stock market reaction to dividend announcements: A UK study of complex market signals. **Journal of Economic Studies**, v. 23, n. 1, p. 32-52, 1996.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A Relevância da Informação Contábil para o Mercado de Capitais: O Modelo Ohlson Aplicado à BOVESPA**. 2001. 308 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

LOPES, Alexsandro Broedel; DE SANT'ANNA, Dimitri Pinheiro; DA COSTA, Fábio Moraes. A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. **Revista de Administração**, v. 42, n. 4, p. 497-510, 2007.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. **The journal of finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARTINS, Andressa Iovine *et al.* O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MARTINS, Danylo. **Dividendos**: como funciona a distribuição de lucros de empresas listadas em bolsa. 2017. Disponível em <<https://verios.com.br/blog/dividendos-como-funciona-a-distribuicao-de-lucros-de-empresas-listadas-em-bolsa/>>. Acesso em: 02 out. 2017.

MARTINS, Eliseu. **Um pouco da história dos juros sobre o capital próprio**. Boletim IOB: temática contábil e balanços, São Paulo, ano 38, n.49, p. 515-507, 2004.

MICHAELY, Roni; THALER, Richard H.; WOMACK, Kent L. Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?. **the Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 573-608, 1995.

MILLER, M. H. The Modigliani-Miller propositions after thirty years. **The Journal of Economic Perspectives**, v.2, n.4 (1988), p. 99-120.

MILLER, M. H., ROCK, K. Dividend Policy Under Asymmetric Information. **Journal of Finance**, v. 40, n.4, (1985), p.1031-1051.

MOTA, D. C. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações**: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. 2007. 71 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

MUKHERJI, Sandip. Are stock returns still mean-reverting?. **Review of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 22-27, 2011.

NETO, Jorge Augusto Novis; SAITO, Richard. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração**, p. 135-143, 2003.

OECD. **OECD Economic Surveys: Portugal 2017**. OECD Publishing, Paris, 2017. Disponível em <http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/oecd-economic-surveys-portugal-2017_eco_surveys-prt-2017-en#page3>. Acesso em: 03 out. 2017a.

OECD. **Overall statutory tax rates on dividend income**. 2017. Disponível em <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TABLE_II4>. Acesso em: 30 ago. 2017b.

OFER, Aharon R.; SIEGEL, Daniel R. Corporate financial policy, information, and market expectations: An empirical investigation of dividends. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 4, p. 889-911, 1987.

PADOVEZE, Clóvis Luís; FREZATTI, Fábio; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. A decisão de distribuição de lucros. **Caderno de Estudos**, n. 11, p. 01-11, 1994.

PAIVA, José WM; LIMA, A. V. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. **Anais do Encontro Brasileiro de Finanças, SBFIn**, 2001.

PEGORARO, Andressa. **Brazil's interest on net equity and Action 2 of the BEPS Project**. 2015. Disponível em < <http://rothmann.com.br/en/publication/brazils-interest-on-net-equity-and-action-2-of-the-beps-project/>>. Acesso em: 11 set. 2017.

PEREIRA, Alexandre Demetrius. **Juros sobre capital próprio: entenda o que são, quais suas finalidades e suas repercussões**. 2011. Disponível em <<http://www.blogdireitoempresarial.com.br/2011/04/juros-sobre-capital-proprio-entenda-o.html>>. Acesso em: 30 jan. 2017.

PRINCETON UNIVERSITY LIBRARY. **Event Studies with Stata**. 2008. Disponível em: <http://dss.princeton.edu/online_help/stats_packages/stata/eventstudy.html>. Acesso em: 03 abr. 2017.

REGNAULT, Jules. **Calcul des chances et philosophie de la bourse**. Mallet-Bachelier, 1863.

ROBERT, Bruno. **Apuração, declaração e pagamento do dividendo mínimo obrigatório nas companhias brasileiras**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, J. **Corporate Finance**. McGraw-Hill/Irwin, 2002.

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

SARLO NETO, Alfredo. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. 180 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SARLO NETO, Alfredo *et al.* O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 46-58, 2005.

SARLO NETO, A.; GALDI, F. C.; DALMACIO, F. Z. Uma pesquisa sobre o perfil das ações brasileiras que reagem à publicação dos resultados contábeis. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p. 22-40, 2009.

SARLO NETO, Alfredo; BASSI, Bruno Rossi; DE ALMEIDA, André Abreu. Um estudo sobre a informatividade dos lucros contábeis na América Latina. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 12, p. 4-25, 2011.

SCHMIDT, Paulo; DOS SANTOS, José Luiz. Contabilidade Societária Atualizado pela Lei nº 10.303/01. **São Paulo: Atlas**, 2002.

SERVICE PUBLIC FÉDÉRAL FINANCES. **Déduction d'intérêt notionnel**. Disponível em <https://finances.belgium.be/fr/entreprises/impot_des_societes/avantages_fiscaux/deduction_intereet_notionnel>. Acesso em: 16 set. 2017.

SILVA, Silvio de Freitas. **A influência da composição da remuneração aos acionistas sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis nas ações listadas na BM&F BOVESPA**. 2015. 64 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2015.

SIMÕES, J..J.; GAZONI JÚNIOR, G.; SARLO NETO, A.; PORTO, P.; COSTA JÚNIOR, J. Relevância da informação contábil no mercado de capitais: uma análise sobre o teste de *impairment* no setor de mineração. in: INTERNATIONAL CONFERENCE OF APPLIED BUSINESS AND MANAGEMENT, 29, 2016, PORTO, PORTUGAL. **Anais eletrônicos ...** Porto, Portugal: ISAG-European Business School, 2016.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina TC. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**, 2002.

SOARES JÚNIOR, Leonildo. Modelo para a avaliação do impacto dos juros sobre o capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas. in: XXIV Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 2004, Florianópolis. **Anais ...** Florianópolis: 2004.

TOMAZELA, Ramon. Why Brazil's interest on net equity should not be affected by BEPS Action 2. 2015. Disponível em <<http://kluwertaxblog.com/2015/08/26/why-brazils-interest-on-net-equity-should-not-be-affected-by-beps-action-2/>>. Acesso em: 11 set. 2017.

TORRES, Fernando. Incentivo externo contra Juros sobre Capital Próprio. **Valor Investe**. 2014. Disponível em <<http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/3801830/incentivo-externo-contrajuros-sobre-capital-proprio>>. Acesso em: 11 set. 2017.

TUCKER, Jennifer W.; ZAROWIN, Paul A. Does income smoothing improve earnings informativeness?. **The Accounting Review**, v. 81, n. 1, p. 251-270, 2006.

VIEIRA, Elisabete Fátima Simões. A influência do conteúdo informativo na política de dividendos. **Estudos do ISCA**, n. 6/7, p. 129-147, 2001.

WARFIELD, Terry D.; WILD, John J.; WILD, Kenneth L. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, n. 1, p. 61-91, 1995.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introductory econometrics: A modern approach**. Nelson Education, 2015.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **Accounting Review**, p. 131-156, 1990.

YEO, Gillian HH *et al.* Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 29, n. 7-8, p. 1023-1046, 2002.

ZANLUCA, Júlio César. **Proposta prevê tributação dos resultados distribuídos a sócios**. [s.d]. Disponível em <<http://www.portaltributario.com.br/artigos/propostatributacao.htm>>. Acesso em: 02 set. 2017.