

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

JOSÉ FELIPE DA ROCHA OLIVEIRA

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E
PROTEÇÃO AO INVESTIDOR: EVIDÊNCIAS NO MERCADO
BRASILEIRO**

**VITÓRIA
2020**

JOSÉ FELIPE DA ROCHA OLIVEIRA

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E
PROTEÇÃO AO INVESTIDOR: EVIDÊNCIAS NO MERCADO
BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Felipe Ramos Ferreira

**VITÓRIA
2020**

JOSÉ FELIPE DA ROCHA OLIVEIRA

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E
PROTEÇÃO AO INVESTIDOR: EVIDÊNCIAS NO MERCADO
BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 08 de junho de 2020.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. FELIPE RAMOS FERREIRA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. TALLES VIANNA BRUGNI
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. AZIZ XAVIER BEIRUTH
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

Aos meus estimados pais, José Murilo de Oliveira e Elizabete da Rocha Oliveira, sobre os quais tenho profundo orgulho e admiração, pelos muitos anos de paciência, apoio e amor incondicional.

Aos meus grandes amigos de longa data, Victor Meneses, Adonai Lima, João Moreira, Pedro Lima e Tales Frota, além do meu excelente primo Artur de Oliveira, pelos vários momentos de alegria e companheirismo, além dos incentivos que ajudaram em minha trajetória.

À minha incrível amiga Rosely Duarte, pelo carinho infinito, apoio extraordinário e pelos grandiosos ensinamentos que tem me proporcionado.

Aos queridos amigos Carolina Felix, José Luciano, Julyendreson Marques e Milton Carlos, por toda a motivação, estudos, debates e construção de ideias.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado da FUCAPE Fundação de Pesquisa e Ensino, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões.

Aos professores Felipe Ramos Ferreira, Silvânia Neris Nossa e Danilo Soares Monte-Morpor todo o conhecimento repassado, além do fabuloso suporte e orientação que proporcionaram grande desenvolvimento pessoal e acadêmico.

Por fim, a todos aqueles que contribuíram de alguma forma para esta conquista.

“Muda, que quando a gente muda o mundo muda com a gente. A gente muda o mundo na mudança da mente. E quando a gente muda, a gente anda pra frente. ”

(Gabriel, o Pensador)

RESUMO

O estudo teve por objetivo analisar o impacto da política de dividendos sobre o gerenciamento de resultados no mercado de ações brasileiro, levando-se em consideração o nível de proteção ao investidor. A amostra compreendeu 1.423 observações extraídas a partir das empresas listadas na B3 dentro do período de 2010 a 2018. Por meio de regressões lineares múltiplas, foram apurados resultados que apontam uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e o pagamento de dividendos. Em âmbito geral, verificou-se que empresas com maiores níveis de proteção ao investidor possuem uma relação negativa entre política de dividendos e gerenciamento de resultados. Tais resultados demonstram uma forte influência das características inerentes ao mercado brasileiro (alta concentração acionária, baixa transparência, baixa proteção ao investidor e legislação tributária), no sentido de possibilitar maior espaço para manipulação contábil, possivelmente com intenção de maximização do valor da empresa ou visando planejamento tributário. Além disso, empresas com elevado nível de governança, por sinalizarem maior confiança aos investidores, adotam um comportamento distinto das demais entidades, ou seja, ao distribuírem mais dividendos, optam por reduzir suas práticas de gerenciamento de resultados.

Palavras-chave: gerenciamento de resultados; política de dividendos; governança corporativa.

ABSTRACT

The study aimed to analyze the impact of dividend policy on earnings management in Brazilian stock market, considering the level of investor protection. The sample comprised 1,423 observations extracted from companies listed on B3 within the period between 2010 and 2018. Through multiple linear regressions, results were found that exhibit a positive relationship between earnings management and dividend payment. In general, it was found that companies with higher levels of investor protection have a negative relationship between dividend policy and earnings management. Such results demonstrate a strong influence of the characteristics inherent to Brazilian stock market (high share concentration, low transparency, low investor protection and tax legislation), in order to allow greater space for accounting manipulation, possibly with the intention of maximizing the company's value or aiming tax planning. In addition, companies with a high level of governance, because they signal greater confidence to investors, adopt a behavior that is different from other entities, that is, when distributing more dividends, they choose to reduce their earnings management practices.

Keywords: earnings management; dividend policy; corporate governance.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	12
2.2. POLÍTICA DE DIVIDENDOS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E PROTEÇÃO AO INVESTIDOR.....	18
3. METODOLOGIA DA PESQUISA	22
3.1. AMOSTRA E COLETA DE DADOS	22
3.2. MODELOS EMPÍRICOS E VARIÁVEIS UTILIZADAS	23
4. ANÁLISE DOS DADOS	31
4.1. ANÁLISE DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA	31
4.2. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DE <i>PEARSON</i>	35
4.3. ANÁLISE DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA	38
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	45
REFERÊNCIAS	48

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Por se tratar de assunto de grande relevância para empresários e investidores, além de envolver a estratégia de gestão e aplicação de recursos das empresas, a distribuição de lucros tem sido tema bastante abordado na literatura contábil e financeira, sendo que diversas pesquisas buscam investigar as motivações que norteiam as decisões sobre as aplicações de recursos financeiros (Holder, Langrehr, & Hexter, 1998; Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2005; Denis & Osobov, 2008).

Para Lintner (1956), o pagamento de dividendos é fator relevante na avaliação de empresas, incentivando gestores a não cortarem dividendos, enquanto Gordon (1963) relata que os dividendos têm maior influência sobre o preço das ações do que os lucros acumulados, além de argumentar que quanto maior o pagamento de dividendos, menor o custo do capital próprio. Aliado à Teoria do Pássaro na Mão proposta por Lintner (1956) e Gordon (1963) - a qual relaciona diretamente a distribuição de dividendos com o valor das empresas -, estudos empíricos indicam que no mercado americano há uma maior tendência à manutenção dos níveis de dividendos pagos, embora o pagamento de dividendos não seja obrigatório (Brav et al., 2005; Skinner & Soltes, 2011).

A literatura evidencia que o gerenciamento de resultados é menor quando há maior limitação no acúmulo de recursos no controle da empresa, ou seja, se os lucros não são pagos aos acionistas, eles podem ser desviados pelos gestores para benefício próprio ou direcionados a investimentos não lucrativos (Leuz, Nanda, &

Wysocki, 2003; Liu & Lu, 2007). Desta forma, os gestores que optam por pagar dividendos passariam a possuir menos recursos controláveis para consumir ou ocultar, portanto, menos propensos a manipular informações contábeis.

No entanto, a relação entre o pagamento de dividendos e o gerenciamento de resultados pode apresentar oscilações em diferentes mercados, a depender de suas características particulares e fatores que a influenciam. Sendo assim, é possível que a ligação entre a política de dividendos e o gerenciamento de resultados apresente comportamento diferenciado no caso do Brasil, em decorrência, por exemplo, do seu nível de proteção ao investidor minoritário ser menor, quando comparado a países desenvolvidos, podendo ser refletido pelo grau de governança corporativa (La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer, & Vishny, 2000; Mitton, 2004).

A política de dividendos pode ser o resultado de uma aplicação eficiente de recursos sob a qual os acionistas minoritários forçam os *insiders* da empresa a devolver o dinheiro investido, limitando assim qualquer comportamento gerencial potencialmente ineficaz ou desfavorável ao investidor. Além disso, os dividendos podem ser empregados para expressar o compromisso de uma empresa em agir no melhor interesse de investidores externos e assim atenuar os conflitos de agência. Assim, as empresas que pagam mais dividendos limitam os benefícios do controle privado disponíveis para os *insiders*, uma vez que o dinheiro pago aos acionistas oferece menos oportunidades para que os *insiders* possam consumir esses benefícios (He, Ng, Zaiats, & Zhang, 2017).

No Brasil, algumas pesquisas abordam a relação entre gerenciamento de resultados e política de dividendos, encontrando resultados diversos, sob diferentes aspectos. Foram verificadas relações entre dividendos e qualidade de lucros (Sobrinho, Rodrigues, & Neto, 2014), e o impacto dos dividendos e juros sobre

capital próprio sobre o gerenciamento dos lucros (Azevedo, Tortoli, Stanzani, & Gaio, 2019). No entanto, não foram encontradas pesquisas que relacionassem política de dividendos e gerenciamento de resultados sob a ótica da proteção ao investidor no contexto brasileiro.

O presente estudo tem como objetivo analisar o impacto da distribuição de lucros sobre o gerenciamento de resultados no mercado de ações brasileiro, levando-se em consideração o nível de *payout*, ou seja, o volume de pagamento de dividendos - somado aos juros sobre capital próprio – em relação às receitas auferidas. Adicionalmente, buscou-se verificar o efeito moderador da proteção ao investidor sobre esta relação mencionada, tomando como amostra as empresas brasileiras listadas na B3. Embora existam estudos que reconheçam que o Brasil é um país marcado pela forte concentração acionária e baixa proteção ao investidor (Carvalho-da-Silva & Leal, 2003), tais fatores podem variar de acordo com o nível de governança de cada empresa.

Os resultados encontrados mostraram que, em geral, as empresas que pagam maiores volumes de dividendos apresentam maiores práticas de gerenciamento de resultados, sinalizando maior necessidade de camuflar ou alterar os resultados divulgados. Por outro lado, as empresas com maiores níveis de governança corporativa teriam menos incentivos para gerenciar resultados, sendo evidenciado pelos resultados encontrados quando a análise considerou a governança como aspecto relevante, ou seja, neste caso a associação encontrada foi negativa. Portanto, observou-se que o nível de proteção ao investidor é fator que influencia na relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados, o que pode impactar na necessidade de transmitir confiança aos investidores, em decorrência dos conflitos de agência entre gestor e investidor.

A pesquisa dá continuidade à referida investigação e contribui para a literatura ao oferecer evidências que ajudam a explicar a relação entre política de dividendos, gerenciamento de resultados e proteção ao investidor, abordando também o contexto da assimetria informacional, fator que proporciona a ocorrência dos conflitos de agência, a fim de entender quais fatores afetam a política de dividendos e como isso reflete na manipulação das informações apresentadas. As descobertas do estudo têm implicações para investidores, gestores, auditores, profissionais responsáveis por estabelecer normas e padrões contábeis, entre outros usuários.

Os investidores podem utilizar dessas informações para realizar melhores decisões de investimento e atuar de forma mais ativa no mercado de ações. Os gestores adquirem novos entendimentos acerca das escolhas contábeis e práticas gerenciais, sendo possível atenuar conflitos de agência. Para os auditores, tal compreensão contribui para o trabalho de melhoria das práticas que refletem em boa governança corporativa e maior transparência. Por fim, os órgãos que padronizam normas contábeis têm a oportunidade de estabelecer novos critérios e realizar os ajustes necessários para que a informação contábil permaneça relevante e fidedigna.

O trabalho está formatado em quatro seções, além da introdução, sendo a Seção 2 voltada para a discussão da motivação do estudo, abordagem conceitual sobre política de dividendos, gerenciamento de resultados e proteção ao investidor, além do desenvolvimento das hipóteses. A Seção 3 aborda a metodologia, apresentando a amostra, período de estudo, variáveis e modelos construídos. A Seção 4 expõe os resultados encontrados de forma mais detalhada, com análise descritiva, correlação de Pearson e regressão linear. A última seção conclui a pesquisa, com as devidas observações pertinentes.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Lintner (1956) iniciou o debate a respeito dos dividendos quando afirmou que estes exerciam influência direta sobre a avaliação das empresas, uma vez que a opção por retenção ou distribuição dos dividendos poderia interferir na visão do investidor sobre a empresa. No entanto, Miller e Modigliani (1961) refutam este ponto de vista ao presumir que os lucros distribuídos não afetam o valor de mercado das empresas. Para os autores, o que impacta no preço das ações é a avaliação do potencial de geração de riqueza em longo prazo.

Conforme observado por Brav et al. (2005), a política de dividendos carrega um aspecto conservador, resultante principalmente da reação assimétrica do mercado em resposta aos aumentos e reduções de dividendos. Isso acaba por desestimular empresas não pagadoras de dividendos a continuarem sem pagar. Os autores também verificaram que os gestores estão dispostos a vender ativos, demitir funcionários, levantar fundos externos ou até mesmo ignorar projetos rentáveis, em detrimento da redução no pagamento de dividendos.

Estudos internacionais abordam os fatores determinantes na definição da política de dividendos das companhias, dentre os quais destaca-se a vinculação entre incentivos de remuneração e pagamento de dividendos na tentativa atenuar conflitos entre acionistas e administradores (White, 1996; Brav et al., 2005; Denis & Osobov, 2008). Holder, Langrehr e Hexter (1998) descobriram que quanto menor o

grau de concentração acionária, maior o nível de pagamento de dividendos, e quanto maior a variabilidade dos lucros, menores são os dividendos pagos. Tais achados fortalecem a ideia de que a política de dividendos está relacionada com a estrutura de propriedade e com a persistência dos lucros.

Conforme apontam Denis e Osobov (2008), os dividendos são afetados pelo tamanho da empresa, lucratividade, bem como por oportunidades de crescimento. Os autores encontraram que empresas maiores e mais lucrativas e aquelas com maior proporção de patrimônio líquido distribuem mais dividendos, enquanto o efeito de oportunidades de crescimento na probabilidade de pagamento de dividendos pode variar.

Com relação ao mercado de ações no Brasil, identificam-se alguns atributos específicos decorrentes da legislação e do sistema jurídico brasileiro. Desde a década de 1990, os dividendos não sofrem tributação, o que não ocorre nos Estados Unidos e Austrália, por exemplo. Além disso, existe a remuneração ao acionista por meio de juros sobre o capital próprio (JCP), que permite dedução sobre o lucro tributável das empresas, e a presença do dividendo mínimo obrigatório. O Brasil é também caracterizado pela elevada concentração acionária de seu mercado, baixa proteção ao investidor minoritário e transparência, quando comparado a países desenvolvidos, como os Estados Unidos (Viana & Ponte, 2016).

Evidências empíricas mostram que os gestores mais incentivados, ou seja, aqueles cuja remuneração geral é mais sensível aos preços das ações da empresa, lideram empresas com níveis mais altos de gerenciamento de resultados (Bergstresser & Philippon, 2006). Alinhado a essa ideia, Martinez (2013) destaca os incentivos detectados que resultam em gerenciamento de resultados, sendo tal prática realizada para atingir termos contratuais ou metas específicas, além de tentar

sensibilizar investidores externos e outros *stakeholders* a respeito de suas expectativas quanto à saúde financeira da companhia e na percepção do risco da empresa. O autor também argumenta que a auditoria externa, a governança corporativa e o nível de transparência seriam fatores mitigadores da prática de gerenciamento.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) reconhecem que os gestores possuem incentivos para manter excesso de caixa, oferecendo espaço para se apropriar ou desperdiçar recursos, os quais podem ser usados para benefícios pessoais às custas de investidores dos acionistas. Ou seja, caso os lucros não sejam distribuídos aos acionistas, eles podem ser desviados por gestores para uso pessoal ou injetados em investimentos não rentáveis (DeAngelo, DeAngelo, & Stulz, 2006; Denis & Osobov, 2008).

Por outro lado, estudos indicam que as empresas pagam dividendos como uma maneira de resolver conflitos de interesse entre gestores e acionistas (Rozeff, 1982; Brockman & Unlu, 2009). Segundo os autores, a política de dividendos pode ser elemento bastante relevante dentro da companhia, melhorando na alocação de recursos, e fazendo com que os acionistas minoritários levem a empresa a desembolsar recursos, de forma a limitar possível gerenciamento ineficiente dos recursos (Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2006).

Além disso, os dividendos podem transmitir maior confiança para os investidores, pois a empresa estaria tomando decisões em favor dos acionistas, reduzindo assim conflitos de agência (Rozeff, 1982; La Porta et al., 2000). Assim, empresas que pagam dividendos limitam os benefícios de controle privado disponíveis para os *insiders*, pois o dinheiro pago reduz a probabilidade dos *insiders* consumirem esses benefícios (Pinkowitz et al., 2006).

Dechow, Ge e Schrand (2010) sugerem que práticas de gerenciamento de resultados corrompem a qualidade informacional dos lucros divulgados, prejudicando sua utilidade para a tomada de decisão dos investidores. Tais procedimentos impactam negativamente sobre a qualidade informacional dos lucros divulgados, fazendo com que os *stakeholders* possivelmente tomem decisões equivocadas.

Gopalan e Jayaraman (2012) exploraram a associação entre benefícios de controle privado e gerenciamento de resultados, encontrando um forte vínculo entre tais variáveis, além disso, obtiveram evidências de que empresas controladas por *insiders* estão associadas a mais gerenciamento de resultados do que as empresas não controladas por *insiders*, em países com baixa proteção aos investidores.

Edelstein, Liu e Tsang (2008) descobriram que o gerenciamento de resultados é uma estratégia viável utilizada para atender a determinados níveis de dividendos, achados que condizem com os argumentos de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), os quais afirmam que a proteção ao investidor é um dos fatores institucionais principais que impactam nas decisões das políticas corporativas, além de influenciar no gerenciamento de resultados. Os autores sugerem que a difusão do gerenciamento de resultados aumenta os benefícios do controle privado e diminui a proteção ao investidor externo.

Estudos envolvendo empresas norte-americanas (Skinner & Soltes, 2011; Tong & Miao, 2011) e chinesas (Deng, Li, & Liao, 2017) sugerem que as companhias que pagam dividendos possuem maior qualidade de lucros do que as companhias que não distribuem seus lucros. Complementarmente, Mikhail, Walther e Willis (2003) descobriram que a qualidade informacional possui poder explicativo sobre os dividendos, capaz de prever reações dos participantes do mercado.

Portanto, a qualidade de lucros seria reflexo de uma série de fatores, dentre eles a política de dividendos (Dechow, Ge, & Schrand, 2010).

Evidências empíricas encontradas no mercado acionário finlandês deram suporte à compreensão de que os dividendos são um importante determinante para o impulsionamento do gerenciamento de resultados, além de identificar outros fatores que contribuem para este procedimento, como a elevada concentração acionária e tributação (Kasanen; Kinnunen, & Niskanen, 1996).

De maneira semelhante, Daniel, Denis e Naveen (2008) indicam que as companhias se utilizam do gerenciamento de resultados para burlar os lucros divulgados, mantendo assim os dividendos em um grau aceitável pelos investidores. Liu e Espahbodi (2014) sustentam a ideia de que a política de dividendos direciona o gerenciamento de resultados ao constatar que empresas pagadoras de dividendos se envolvem mais em suavização de lucros do que empresas que não pagam dividendos.

Daniel, Denis e Naveen (2008) afirmam que o gerenciamento de resultados pode afetar a capacidade da empresa de pagar dividendos, permitindo maior flexibilidade sobre as restrições impostas pelos contratos de dívida. Desta forma, percebe-se que os lucros divulgados são um importante parâmetro para os dividendos, fazendo com os gestores estejam mais propensos a gerenciar os resultados para cima, evitando assim os cortes de dividendos.

Nesse sentido, Benavides, Berggrun e Perafan (2016) afirmam que os dividendos podem reduzir os custos de agência quando forçam as empresas a atuarem no mercado de ações, pois acabam expondo as empresas a um maior monitoramento por parte dos investidores e financiadores. Martins e Famá (2012) ressaltam que no Brasil, a elevada concentração acionária gera um maior conflito

entre acionista controlador e minoritário, sendo reforçado pela existência de duas classes de ações no Brasil, com e sem direito a voto, e pela grande emissão de ações sem direito a voto.

O pagamento de dividendos pode reduzir os custos de agência e minimizar o comportamento gerencial, de forma a limitar o uso ineficiente do lucro gerado. Além disso, os dividendos podem ser empregados para agir no melhor interesse de investidores externos e assim atenuar os conflitos de agência. Portanto, espera-se que as empresas pagadoras de dividendos tenham menos incentivos para suprimir os benefícios distribuídos, ou seja, as empresas que pagam dividendos podem estar menos inclinadas a distorcer seu verdadeiro desempenho econômico através do gerenciamento de resultados.

Assim como em âmbito internacional, no cenário brasileiro a temática ainda é inconclusiva. Sendo assim, a pesquisa justifica-se pela necessidade de aprofundamento do estudo da relação entre tais variáveis, entendendo os possíveis impactos no mercado de ações brasileiro, especialmente no que concerne à influência da governança nesse tipo de ambiente. Sobrinho, Rodrigues e Neto (2014) verificaram se os dividendos aumentavam a qualidade dos lucros de empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA, encontrando uma relação positiva. De forma complementar, Azevedo et al. (2019) examinaram a relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados no Brasil, encontrando também associação positiva, além de também realizarem uma análise mais específica sobre os juros sobre capital próprio, evidenciando correlação negativa para este último caso.

Em estudo realizado sobre países sul-americanos, Saona e Muro (2018) encontraram associação positiva dos dividendos sobre o gerenciamento de

resultados, enquanto que Sousa, Martins, Girão e Nakamura (2018), ao investigarem a relação entre persistência de dividendos e gerenciamento de resultados em empresas da América Latina, evidenciaram que empresas que distribuem mais dividendos têm maior gerenciamento de resultados, no entanto a persistência dos dividendos não foi influenciada pelo nível de gerenciamento de resultados. Sendo assim, baseando-se nas evidências encontradas em pesquisas anteriores, a primeira hipótese é:

H1. A política de pagamento de dividendos exerce influência sobre o nível de gerenciamento de resultados.

2.2. POLÍTICA DE DIVIDENDOS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E PROTEÇÃO AO INVESTIDOR

A literatura demonstra que, ao redor do mundo, existem diferentes práticas para a política de dividendos, sendo que em diversos países há maior flexibilização quanto à variação no volume de dividendos distribuídos. Na Alemanha, por exemplo, a política de dividendos baseia-se mais nos fluxos de caixa do que nos lucros divulgados, além disso, as empresas alemãs são mais flexíveis quanto ao corte de dividendos (Andres, Betzer, Goergen, & Renneboog, 2009).

As empresas japonesas são mais predispostas a omitir ou reduzir dividendos, ao passo que aumentam drasticamente os dividendos quando os lucros aumentam (Dewenter & Warther, 1998). Jeong (2013), ao estudar o caso da Coreia do Sul, encontrou influência da tributação e das taxas de juros sobre a política de dividendos. As empresas de Hong Kong empregam políticas de dividendos mais flexíveis e se envolvem menos na suavização de dividendos (Chemmanur, He, Hu, &

Liu, 2010). Portanto, cada país apresenta características próprias e está inserido em determinado contexto político-econômico.

Os resultados encontrados por Sharma (2011) sugerem que a independência dos diretores das empresas são determinantes importantes da política de pagamentos. Nesta mesma linha, John e Knyazeva (2006) descobriram que empresas com governança corporativa fraca pagam dividendos mais altos, sendo que tal relação se mostrou mais forte em empresas com alto fluxo de caixa livre. De forma similar, Jiraporn, Kim e Kim (2011) relatam que quanto melhor qualidade de governança, maior a pressão para que os gestores distribuam mais dividendos, reduzindo assim a oportunidade para manipulação gerencial, ou seja, a governança corporativa tem um impacto considerável nas decisões sobre a política de dividendos.

Diversas pesquisas abordam o gerenciamento de resultados sob o efeito de elementos de proteção ao investidor, como governança corporativa e transparência. Liu e Lu (2007) mostram empiricamente que o gerenciamento de resultados das empresas chinesas está relacionado aos principais aspectos de sua governança corporativa, sendo que esta atenua os conflitos de agência, especialmente entre os acionistas majoritários e minoritários. Ademais, os autores identificaram que os benefícios do controle privado também estão relacionados ao gerenciamento de resultados das empresas listadas.

Xie, Davidson e DaDalt (2003) examinaram o papel do conselho de administração, do comitê de auditoria e do comitê executivo na prevenção do gerenciamento de resultados. Eles demonstraram que a atividade do conselho e do comitê de auditoria podem ser fatores importantes para restringir a propensão dos gestores a se envolverem em gerenciamento de resultados.

A auditoria externa também é considerada na literatura como fator importante para redução de gerenciamento de resultados. Francis, Maydew e Sparks (1999) encontraram que empresas auditadas por Big-6 têm menor provisões discricionárias, ou seja, a auditoria de maior qualidade restringe a agressividade do gerenciamento. Teoh e Wong (1993) e Becker, DeFond, Jiambalvo e Subramanyam (1998) também encontraram valores mais elevados para *accruals* discricionários em empresas com auditoria de menor qualidade, indicando que uma menor qualidade de auditoria está associada a maior flexibilidade contábil.

Como sugerido por diversas pesquisas internacionais, tais como as de Mitton, (2004); Jiraporn e Ning (2006); John e Knyazeva (2006); Chae, Kim e Lee (2009); Adjaoud e Ben-Amar (2010); Jiraporn, Kim e Kim (2011); He et al. (2017), é plausível a existência de relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados, sendo esta relação moldada por fatores como proteção ao investidor e transparência. Notadamente, intensificaram-se os estudos que enfatizam a busca por mecanismos alternativos para transmissão de confiança e manutenção da credibilidade em mercados financeiros com baixa proteção ao investidor.

Oferecendo maior robustez às análises envolvendo gerenciamento de resultados e política de dividendos, He et al. (2017) consideraram também a variação dos níveis de transparência institucional entre diferentes países. Para isso, utilizaram-se de uma amostra de 23.429 empresas em 29 países ao redor do mundo e identificaram que empresas que pagam dividendos apresentam menor gerenciamento de resultados do que empresas que não pagam dividendos, especialmente em países com baixa transparência e precária proteção aos investidores.

A partir da literatura é possível prever que empresas podem utilizar-se da política de dividendos como alternativa para o consumo dos recursos financeiros disponíveis, apresentando assim uma ligação negativa entre política de dividendos e manipulação de lucros. Gopalan e Jayaraman (2012) e He et al. (2017) identificaram que empresas de países com fraca proteção ao investidor gerenciam os lucros de forma mais agressiva. A partir de tais estudos, mostra-se importante avaliar se a relação de gerenciamento de resultados e política de dividendos é intensificada em empresas com maiores conflitos de agência. Desse modo, surge a segunda hipótese a ser testada:

H2: Os níveis de proteção ao investidor moderam a relação entre política de pagamento de dividendos e níveis de gerenciamento de resultados

Capítulo 3

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

Quanto à sua metodologia, a presente pesquisa é empírica, de natureza descritiva e abordagem quantitativa, tendo em vista que foram coletados dados do mercado acionário brasileiro, possibilitando a análise aprofundada das variáveis por meio de modelos estatísticos. Os procedimentos utilizados envolveram a pesquisa documental e a bibliográfica, de forma a permitir a observação e discussão dos resultados obtidos.

3.1. AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A amostra foi constituída por empresas brasileiras que possuem ações negociadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), entre 2010 e 2018, período no qual houve obrigatoriedade na divulgação dos formulários de referência por parte das empresas brasileiras, tornando possível obter informações a respeito dos dividendos pagos. Os dados financeiros e de mercado foram extraídos do banco de dados da Economática®, e outras informações relevantes sobre as empresas foram obtidas nos formulários de referência das empresas e relatórios emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Foram incluídas apenas as empresas que possuíam informações sobre as variáveis analisadas em cada ano, de forma a possibilitar as estimações dos modelos. As instituições financeiras e seguradoras foram excluídas, uma vez que possuem especificidades em sua estrutura de capital que influenciam o seu nível de endividamento, criando um viés na análise e comprometendo os resultados do

estudo. Sendo assim, a amostra é não probabilística, já que houve seleção intencional dos dados, obtendo-se 1.423 observações, conforme Tabela 1.

TABELA 1: COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

Especificação	Quantidade
Empresas listadas na B3 entre 2010 e 2018	571
Total de observações	5.139
(-) Empresas do setor financeiro e seguradoras	(972)
(-) Empresas com PL negativo	(440)
(-) Empresas com informações ausentes (<i>missingvalues</i>)	(2.304)
(=) Amostra	1.423

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

3.2. MODELOS EMPÍRICOS E VARIÁVEIS UTILIZADAS

Para o alcance do objetivo proposto, foram realizadas mensurações sobre as variáveis estudadas. Para determinar a política de distribuição de dividendos, foi determinada a variável independente política de dividendos (PDIV), a qual representa o volume de dividendos e juros sobre capital próprio (JCP) pagos, dividido pela receita operacional, em dado período. A referida variável independente presente nos modelos de regressão passou pelo processo de winsorização a 1% em cada calda, de forma a diminuir a interferência dos *outliers* dentro da amostra.

No caso do gerenciamento de resultados (GR), este foi calculado por meio de duas métricas diferentes que têm sido amplamente estudadas na literatura contábil e financeira, sendo elas: (i) o valor dos resíduos do modelo de *accruals* anormais de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), GR (D); e (ii) o valor dos resíduos do modelo de *accruals* de Francis et al. (2005), GR (F). A utilização dos modelos citados proporciona uma constatação mais robusta sobre os resultados, considerando que a

proporção de *accruals* discricionários indica gerenciamento de resultados, ou seja, quanto maior o valor dos *accruals*, maior o nível de manipulação gerencial das informações financeiras.

O modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) considera o valor dos resíduos do modelo como uma medida de gerenciamento de resultados, sendo que os *accruals* totais incluem ativo total, variação da receita e imobilizado. O modelo de regressão para o cálculo dos *accruals* totais segue abaixo, conforme equação 1:

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(1/AT_{t-1}) + \beta_2(\Delta Rec_{i,t}/AT_{t-1}) - \beta_3(Imob_{i,t}/AT_{t-1}) + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

$TA_{i,t}$: total de *accruals* da empresa i no ano t;

AT_{t-1} : ativo total da empresa i no ano t-1;

$\Delta Rec_{i,t}$: variação da receita operacional líquida da empresa i no ano t;

$Imob_{i,t}$: ativo imobilizado da empresa i no ano t.

$\epsilon_{i,t}$: valor dos resíduos.

O cálculo dos *accruals* totais leva em consideração a equação 2:

$$TA_t = LL_t - FC_t \quad (2)$$

Onde:

TA : total de *accruals*;

LL_t : Lucro líquido da empresa i no ano t;

FC_t : Fluxo de caixa da empresa i no ano t;

O modelo de Francis et al. (2005) se baseia no modelo de Dechow e Dichev (2002) - o qual considera que os *accruals* alteram o reconhecimento dos fluxos de caixa no decorrer do tempo, uma vez que antecipam saídas de caixa futuros e revertem posteriores entradas de caixas - e utiliza do crescimento de vendas para refletir o desempenho, adicionando também o ativo imobilizado para capturar outros *accruals*, incluindo depreciação. O modelo é representado de acordo com a equação 3:

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCO_{i,t-1} + \beta_2 FCO_{i,t} + \beta_3 FCO_{i,t+1} + \beta_4 \Delta Rec_{i,t} + \beta_5 Imob_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde:

$TA_{i,t}$: total de *accruals* da empresa i no ano t;

$FCO_{i,t-1}$: fluxo de caixa operacional da empresa i no ano t-1;

$FCO_{i,t}$: fluxo de caixa operacional da empresa i no ano t;

$FCO_{i,t+1}$: fluxo de caixa operacional da empresa i no ano t+1;

$\Delta Rec_{i,t}$: variação da receita da empresa i no ano t;

$Imob_{i,t}$: ativo imobilizado da empresa i no ano t.

$\epsilon_{i,t}$: valor dos resíduos.

Neste caso, o cálculo dos *accruals* totais se dá pela equação 4:

$$TA_t = LL_t - FC_t \quad (4)$$

Onde:

TA : total de *accruals*;

LL_t : Lucro líquido da empresa i no ano t ;

FC_t : Fluxo de caixa da empresa i no ano t ;

Embora cada medida tenha pontos positivos e negativos (Dechow, Ge & Schrand, 2010), o uso de duas medidas diferentes fornecerá mais robustez aos resultados. Interpreta-se que quanto maior $GR(D)$ e $GR(F)$, mais agressivo será o gerenciamento de resultados. Para testar a hipótese H1, verificou-se a influência do pagamento de dividendos e dos juros sobre capital próprio em relação ao gerenciamento de resultados das empresas, conforme modelos abaixo, seguindo as equações 5 e 6.

$$GR(D)_t = \beta_0 + \beta_1 PDIV_t + \sum_i^9 \beta_{2it} Controle_{it} + \text{Efeito Fixo} + \epsilon_t \quad (5)$$

$$GR(F)_t = \beta_0 + \beta_1 PDIV_t + \sum_i^9 \beta_{2it} Controle_{it} + \text{Efeito Fixo} + \epsilon_t \quad (6)$$

Tendo em vista que a política de dividendos pode impactar nos custos de agência e assim interferir nas práticas administrativas que afetam o resultado divulgado pelas empresas, espera-se que o coeficiente β_1 seja significativo, ou seja, as empresas que pagam maiores proporções de dividendos teriam estímulos para manipular seus lucros, tanto para inflar como para limitar os resultados.

Dentro deste contexto, as empresas com maior qualidade na governança corporativa, ou seja, entidades que sofrem maior monitoramento e respondem a mais exigências do mercado, estariam menos propensas a praticar gerenciamento de resultados, uma vez que a inserção em um ambiente mais controlado inibiria tais condutas. Sendo assim, Como forma de testar a hipótese H2, foram replicadas as regressões referentes às equações 5 e 6, dando origem às equações 7 e 8, as quais

incluem duas variáveis independentes: governança corporativa (GOV), que se trata de uma variável *dummy* que assume valor 1 para empresas que estão enquadradas nos níveis de governança “Mercado Novo”, “Nível 2” e “Nível 1”, os quais possuem regras diferenciadas e maiores exigências legislativas dentro da B3; e política de dividendos para alta governança corporativa (PDIV*GOV), a qual se refere a uma variável de interação, envolvendo as variáveis PDIV e GOV.

$$GR(D)_t = \beta_0 + \beta_1 PDIV_t + \beta_2 GOV_t + \beta_3 PDIV * GOV_t + \sum_i^9 \beta_{4it} Controle_{it} + \text{Efeito Fixo} + \epsilon_t (7)$$

$$GR(F)_t = \beta_0 + \beta_1 PDIV_t + \beta_2 GOV_t + \beta_3 PDIV * GOV_t + \sum_i^9 \beta_{4it} Controle_{it} + \text{Efeito Fixo} + \epsilon_t (8)$$

Essa abordagem permite avaliar se a relação entre o pagamento de dividendos e o gerenciamento de resultados apresenta discrepâncias para empresas que operam com diferentes níveis de transparência e proteção ao investidor. Como o nível de governança corporativa impactaria sobre o nível de gerenciamento das companhias, espera-se que o coeficiente β_3 seja negativo, ou seja, as empresas que estão sob maior grau de vigilância sofreriam maiores pressões para não gerenciarem, bem como teriam menos estímulos para adotarem tais práticas. Ao elevarem os níveis de pagamentos de dividendos, tais empresas estariam apresentando sinais alternativos de confiança ao mercado, reduzindo os conflitos de agência.

A partir da literatura, é concebível admitir determinados resultados para as características de controle definidas, as quais impactam no gerenciamento de resultados. A variável valor de mercado (VM), está ligada ao monitoramento realizado pelos investidores, onde o aumento dos lucros acompanhado por elevados *accruals* tende a ser associado a retornos abaixo da média (Chan, Chan, Jegadeesh, & Lakonishok, 2006) ou redução dos retornos das ações (Teoh, Welch,

& Wong, 1998). Já o fluxo de caixa (FCAT) é afetado pelo gerenciamento quando há intenção em ocultar prejuízos ou reduções nos lucros (Burgstahler&Dichev, 1997) ou melhorar desempenho para compensar prejuízos ou lucros inferiores (Chung, Firth &Kim, 2005).

O índice Book-to-market (PLVM), conforme argumentam Fama e French (1995), é uma variável fortemente relacionada com a lucratividade e é capaz de capturar fortes variações comuns nos retornos das ações. O crescimento da receita (REC) está relacionado a maiores níveis de *accruals* (Roychowdhury, 2006; Stubben, 2010). Quanto à idade, empresas mais velhas tendem a apresentar menor gerenciamento de resultados quando comparadas às mais novas (Bergstresser & Philippon, 2006). O endividamento (PPL) conecta-se à manipulação contábil ao passo que os gestores evitam violar cláusulas de covenants de dívida (DeFond & Jiambalvo, 1994).

Para os ativos fixos (PPE), de acordo com Erickson e Wang (1999), espera-se uma relação negativa com o gerenciamento de resultados, uma vez que se tratam de ativos mais perceptíveis, ou seja, estariam mais expostos à apreciação do mercado, reduzindo assim a assimetria informacional. A lucratividade (ROA) baseia-se na ideia de que os administradores buscam manipular as informações contábeis de forma a aumentar os lucros reportados e conseqüentemente gerar mais incentivos financeiros, ao bater metas ou cumprir contratos de bônus (Kothari, Leone, & Wasley, 2005). A auditoria big four (BIG4) está ligada à compreensão de que as práticas de auditoria big four inibem a prática de gerenciamento de resultados por partes das companhias auditadas, na tentativa de manutenção da sua reputação (Teoh & Wong, 1993; Becker et al., 1998).

Variável	Tipo	Descrição	Literatura	Sinal esperado	Fonte
GR (D)	Explicada	Gerenciamento de resultados conforme modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995)	Dechow, Sloan e Sweeney (1995)		Economática®
GR (F)	Explicada	Gerenciamento de resultados conforme modelo de Francis et al. (2005)	Francis et al. (2005)		Economática®
PDIV	Explicativa	Volume de dividendos e juros sobre capital próprio pagos, dividido pela receita operacional	Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996); Daniel, Denis e Naveen (2008); Skinner e Soltes (2011); Tong e Miao (2011); Liu e Espahbodi (2014); Deng, Li e Liao (2017); He et al. (2017)	(+/-)	CVM
GOV	Explicativa	Uma variável <i>dummy</i> que assume o valor de 1 se a empresa apresenta nível de governança “Mercado Novo”, “Nível 2” ou “Nível 1”, e valor 0 caso contrário.	Xie, Davidson e DaDalt (2003), Liu e Lu (2007)	(-)	CVM
VM	Controle	Logaritmo natural do valor de mercado	Teoh, Welch e Wong (1998), Bergstresser e Philippon (2006)	(-)	Economática®
FCAT	Controle	Fluxos de caixa operacionais, medidos como fluxo de caixa operacional dividido pelo ativo total	Burgstahlere Dichev (1997), Dechow e Dichev (2002), Chung, Firth e Kim (2005), Stubben (2010)	(-)	Economática®
PLVM	Controle	Patrimônio líquido contábil dividido pelo valor de mercado	Fama e French (1995), Sloan (1996)	(-)	Economática®
REC	Controle	Receita operacional líquida no ano t dividido pela receita operacional líquida no ano t – 1	Roychowdhury (2006), Stubben (2010)	(+)	Economática®

IDADE	Controle	Número de anos desde que a empresa foi constituída	Bergstresser e Philippon (2006), Stubben(2010)	(-)	CVM
PPL	Controle	Passivo total dividido pelo patrimônio líquido	DeFond e Jiambalvo (1994), Healy e Wahlen (1999)	(+)	Economática®
PPE	Controle	Ativo imobilizado dividido pelo ativo total	Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Erickson e Wang (1999)	(-)	Economática®
ROA	Controle	Lucro líquido dividido pelo ativo total	Teoh, Welch e Wong (1998), Kothari, Leone e Wasley (2005)	(+)	Economática®
BIG4	Controle	Uma variável <i>dummy</i> que assume o valor de 1 se uma empresa é auditada por qualquer uma das empresas de auditoria Big 4, ou 0 caso contrário	Teoh e Wong (1993), Becker et al. (1998)	(-)	CVM

Quadro 1: Variáveis explicadas, explicativas e de controle
Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Capítulo 4

4. ANÁLISE DOS DADOS

Nesta Seção serão apresentados os resultados encontrados de forma detalhada, por meio de análise descritiva, correlação de Pearson e regressão linear múltipla, esta última considerando 2 métodos para cálculo da variável dependente. Todas as variáveis presentes nos modelos de regressão, com exceção das variáveis IDADE, BIG4 e GOV, passaram pelo processo de winsorização a 1% em cada calda, de forma a diminuir a interferência dos *outliers* dentro da amostra.

4.1. ANÁLISE DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Esta seção contém análise sobre a estatística relacionada às variáveis do estudo. A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva da amostra, contendo o número de observações extraídas das empresas listadas na B3 entre 2010 e 2018, bem como a média, desvio padrão, mínimo, 1º quartil, mediana, 3ª quartil e máximo, considerando todas as variáveis do estudo, sendo elas: GR(D), GR(F), PDIV, GOV, PDIV*GOV, VM, FCAT, PLVM, REC, IDADE, PPL, ROA e BIG4.

De acordo com a Tabela 2, as variáveis GR(D) e GR(F) apresentaram médias de 0,0011 e 0,0020, respectivamente, demonstrando que, em média, as empresas brasileiras praticam gerenciamento de modo a inflar os lucros publicados. Ao analisar a variável PDIV, verificou-se que as companhias realizaram distribuição de dividendos média de 0,0390, no entanto, percebe-se que a referida variável possui elevada dispersão (dados heterogêneos), bem como grande parte da amostra não distribuiu dividendos dentro do período estudado.

TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável	Nº de observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
GR(D)	1.423	0,0011	0,0915	-0,3714	-0,0418	0,0032	0,0382	0,4257
GR(F)	1.423	0,0020	0,0726	-0,4111	-0,0276	0,0024	0,0372	0,4235
PDIV	1.423	0,0390	0,0762	0,0000	0,0000	0,0095	0,0397	0,5017
GOV	1.423	0,5109	0,5001	0	0	1	1	1
PDIV*GOV	1.423	0,0204	0,0449	0,0000	0,0000	0,0000	0,0183	0,2373
VM	1.423	14,237	1,915	10,054	12,725	14,417	15,586	19,159
FCAT	1.423	0,057	0,080	-0,212	0,017	0,057	0,100	0,296
PLVM	1.423	1,185	1,266	0,064	0,402	0,762	1,430	7,176
REC	1.423	1,119	0,361	0,284	0,972	1,088	1,193	3,164
IDADE	1.423	40,145	27,814	1	14	39	60	134
PPL	1.423	1,274	2,497	0,059	0,275	0,568	1,154	18,956
PPE	1.423	0,236	0,211	0,001	0,039	0,201	0,367	0,767
ROA	1.423	2,890	8,077	-28,500	-0,100	3,300	7,100	23,700
BIG4	1.423	0,706	0,456	0	0	1	1	1

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Ainda com base na Tabela 2, ao examinar as variáveis GOV e PDIV*GOV, identifica-se que mais da metade das empresas apresentou governança corporativa de “Nível 1”, “Nível 2” ou está inserida no “Novo Mercado”, além disso, a média de distribuição de dividendos para empresas com maiores níveis de governança foi menor, quando comparada à média do *payout* das empresas em geral. A variabilidade das referidas variáveis também mostrou-se elevada, quando analisados os desvios padrões comparados às médias das amostras.

Em geral, as empresas tiveram valor de mercado médio de 14,237, além de fluxo de caixa positivo, aproximadamente de 0,057. A partir da variável PLVM, abstraiu-se que o patrimônio líquido das empresas desempenharam valores, em média, superiores ao valor de mercado. O valor médio de crescimento da receita (REC) foi positivo, ou seja, as empresas tiveram, em média, acréscimos na geração de receitas durante esse período. A idade média das empresas da amostra foi de aproximadamente 40 anos, e o endividamento (PPL) médio foi superior a 1, ou seja, maior capital de terceiros em relação ao capital próprio. Quanto à variável PPE, registrou-se uma imobilização média de ativos de 0,236. A performance média das empresas, representada pelo ROA, registrou 2,890%, ou seja, a rentabilidade média das empresas foi positiva, embora parte da amostra tenha apresentado desempenho negativo. Por fim, constata-se também que a maioria das observações apresentou presença de auditoria por Big Four (BIG4), com valor médio de 0,706.

A Tabela 3 apresenta a média, mediana e desvio padrão das variáveis estudadas, segregando entre pagadores e não pagadores de dividendos. Ela também relata os p-valores associados ao teste de diferença de médias entre os dois grupos de empresas. Com base nos testes de diferença de médias entre os grupos pagadores e não-pagadores de dividendos, todas as variáveis apresentam médias estatisticamente diferentes. Com base na literatura, foram identificadas as seguintes variáveis de controle: valor de mercado (VM), fluxo de caixa operacional sobre o ativo total (FCAT), patrimônio líquido sobre valor de mercado (PLVM), crescimento da receita operacional líquida (REC), idade da empresa (IDADE), passivo sobre o patrimônio líquido (PPL), imobilizado sobre o ativo total (PPE), retorno sobre o ativo total (ROA) e presença de auditoria Big Four (BIG4).

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DE PAGADORES E NÃO-PAGADORES DE DIVIDENDOS

Variável	Pagadores de dividendos			Não-pagadores de dividendos			Teste de diferença de médias		
	Nº de observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Nº de observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
GR(D)	984	0,0156	0,0086	0,0786	439	-0,0313	-0,0270	0,1085	0,0000
GR(F)	984	0,0228	0,0144	0,0565	439	-0,0446	-0,0338	0,0825	0,0000
GOV	984	0,527	1	0,500	439	0,474	0	0,500	0,0616
VM	984	14,710	14,825	1,745	439	13,174	13,035	1,854	0,0000
FCAT	984	0,073	0,070	0,072	439	0,024	0,029	0,086	0,0000
PLVM	984	0,928	0,662	0,898	439	1,762	1,171	1,706	0,0000
REC	984	1,143	1,105	0,305	439	1,067	1,005	0,460	0,0003
IDADE	984	41,165	42	27,098	439	37,859	32	29,258	0,0383
PPL	984	0,782	0,505	1,017	439	2,376	0,913	4,020	0,0000
PPE	984	0,228	0,199	0,203	439	0,253	0,204	0,227	0,0427
ROA	984	6,168	5,300	5,086	439	-4,456	-2,600	8,692	0,0000
BIG4	984	0,743	1	0,437	439	0,622	1	0,485	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Os resultados da Tabela 3 mostram, em média, que as métricas para gerenciamento de resultados foram positivas para as empresas pagadoras de dividendos, sugerindo que estas manipularam resultados no intuito de inflar os lucros reportados. Por outro lado, o gerenciamento de resultado para o grupo de não-pagadores resultou em valores médios negativos, o que sugere gerenciamento visando redução dos lucros gerados.

Também verificou-se que 69,15% das observações apresentaram pagamento de dividendos, enquanto 30,85% não apresentaram, ou seja, a maioria das empresas da amostra distribuiu dividendos. Ao percrutar as demais variáveis, verifica-se que

as companhias pagadoras de dividendos também tendem a ter maiores níveis de governança corporativa, maior valor de mercado, serem mais lucrativas e com maiores fluxos de caixa, mais antigas, possuírem maior crescimento de receita e maior presença de auditoria big four, além de apresentarem menor grau de endividamento, imobilização de ativos e *book-to-market*, quando comparadas às não pagantes. Além disso, destaca-se que as não-pagantes, em média, apresentaram ROA negativo, sugerindo inviabilidade na distribuição de dividendos.

4.2. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DE PEARSON

A Tabela 4 apresenta os coeficientes de correlação de *Pearson* das variáveis do estudo. A métrica para política de dividendos PDIV apresentou correlação positiva e significativa com as duas métricas de gerenciamento – GR(D) e GR(F) – e com as variáveis de controle VM, FCAT, REC, ROA e BIG4.

Analisando de forma isolada gerenciamento de resultados e pagamento de dividendos, verificou-se uma correlação positiva e significativa. Porém, para as variáveis de controle PLVM, IDADE, PPL e PPE, a correlação foi significativa e negativa. Não houve correlação significativa entre PDIV e GOV. De forma geral, os coeficientes de correlação entre as variáveis independentes da amostra mostraram-se moderadamente baixos, sugerindo que não há evidências de multicolinearidade.

Ainda a partir da Tabela 4, com relação à variável GR(D), verifica-se que a mesma possui correlação positiva e significativa com as variáveis VM, REC e ROA, enquanto demonstrou relação negativa com FCAT, PLVM e PPL, além de não possuir correlação com IDADE, PPE, BIG4 e GOV. De forma semelhante, a variável

GR(F)apresentou relação positiva com VM, REC e ROA, relação negativa com PLVM e PPL, e correlação sem significância com FCAT, IDADE, PPE, BIG4 e GOV.

TABELA 4: CORRELAÇÃO DE PEARSON ENTRE VARIÁVEIS DEPENDENTES, INDEPENDENTES E DE CONTROLE

Os níveis de significância são 10%(*), 5%(**) e 1%(***)

Variáveis	GR(D)	GR(F)	PDIV	GOV	VM	FCAT	PLVM	REC	IDADE	PPL	PPE	ROA	BIG4
GR(D)	1,000												
GR(F)	0,795 ***	1,000											
PDIV	0,169 ***	0,326 ***	1,000										
GOV	0,003	0,012	0,035	1,000									
VM	0,074 ***	0,197 ***	0,226 ***	0,281 ***	1,000								
FCAT	-0,525 ***	0,006	0,217 ***	0,048 *	0,272 ***	1,000							
PLVM	-0,073 ***	-0,175 ***	-0,182 ***	-0,149 ***	-0,457 ***	-0,180 ***	1,000						
REC	0,083 ***	0,067 **	0,050 *	0,006	0,137 ***	-0,028	-0,154 ***	1,000					
IDADE	0,028	0,035	-0,145 ***	-0,339 ***	-0,241 ***	-0,006	0,110 ***	-0,099 ***	1,000				
PPL	-0,106 ***	-0,199 ***	-0,157 ***	-0,064 **	-0,227 ***	-0,125 ***	-0,092 ***	-0,049 *	0,106 ***	1,000			
PPE	0,017	-0,013	-0,215 ***	-0,090 ***	0,013	0,052 *	0,034	0,092 ***	0,210 ***	-0,019	1,000		
ROA	0,417 ***	0,752 ***	0,417 ***	0,039	0,367 ***	0,408 ***	-0,344 ***	0,195 ***	-0,014	-0,270 ***	-0,092 ***	1,000	
BIG4	-0,022	0,033	0,073 ***	0,228 ***	0,438 ***	0,143 ***	-0,162 ***	0,030	-0,066 *	-0,134 ***	-0,016	0,104 ***	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

4.3. ANÁLISE DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

Para examinar a relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados foram realizadas análises por meio de regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceado. Foram contruídos 2 modelos de regressão, levando em consideração 2 *proxies* para gerenciamento de resultados (variável explicada) e 1 *proxy* para política de dividendos (variável explicativa), além de 10 variáveis de controle, sendo que 1 dessas variáveis está fazendo papel de efeito fixo (ano).

A variável explicativa PDIV reflete a política de dividendos, considerando que quanto maior o seu valor, mais dividendos foram distribuídos aos acionistas. As variáveis explicadas GR(D) e GR(F) medem o gerenciamento de resultados, sendo que maiores valores positivos indicam mais agressividade na manipulação gerencial, com o intuito de inflar os lucros gerados, enquanto que valores negativos apontam mais intensidade de práticas gerenciais para minimizar os lucros. Portanto, como definido em H1, espera-se que o coeficiente para política de dividendos seja significativo, implicando que o pagamento de dividendos impacta no gerenciamento de lucros.

Os modelos de regressão incorporam diversas variáveis de controle no nível da empresa, incluindo valor de mercado (VM); fluxo de caixa (FCAT); book-to-market (PLVM); crescimento da receita (REC); idade da firma (IDADE); alavancagem (PPL); grau de imobilização (PPE), rentabilidade (ROA); e presença de auditoria big 4 (BIG4). No estudo, todas as regressões multivariadas também incluem efeito fixo por ano. Todos os p-valores foram calculados com base em erros padrão ajustados para heterocedasticidade e agrupamento no nível da empresa.

TABELA 5: REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA COM DADOS EM PAINEL¹

Relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados. No modelo 1 a variável dependente é GR(D), métrica baseada no modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). No modelo 2 a variável dependente é GR(F), métrica baseada no modelo de Francis, Lafond, Olsson e Schipper (2005). Os níveis de significância são 10%(*), 5%(**) e 1%(***)

Variável	Modelo 1	Modelo 2
PDIV	0,0868*** (0,002)	0,0545** (0,026)
VM	0,0004 (0,743)	-0,0025* (0,059)
FCAT	-1,0619*** (0,000)	-0,3446*** (0,000)
PLVM	0,0013 (0,446)	0,0009 (0,556)
REC	-0,0254*** (0,000)	-0,0229*** (0,000)
IDADE	-0,0001 (0,725)	-0,0001 (0,686)
PPL	0,0001 (0,129)	0,0007 (0,204)
PPE	0,0727*** (0,000)	0,0455*** (0,000)
ROA	0,0097*** (0,000)	0,0093*** (0,000)
BIG4	0,0038 (0,327)	0,0013 (0,723)
Ano (Efeito Fixo)	Sim	Sim
Constante	0,0063 (0,748)	0,0171 (0,400)
R²	81,66%	73,41%
Observações	1.423	1.423

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

A partir da Tabela 5, examinou-se a relação entre a política de distribuição de lucros e o gerenciamento de resultados, bem como a correlação desta com as demais variáveis de controle. Mais especificamente, foram realizadas análises com dados em painel regredindo de forma isolada 2 proxies para gerenciamento de resultados, sendo elas GR(D) e GR(F), e em seguida relacionando-as ao indicador de política de dividendos (PDIV), enquanto que o controle foi feito com a aplicação

¹ Os resultados são semelhantes quando, para o cálculo da variável PDIV, utiliza-se o Ativo Total em substituição à Receita Operacional.

de variáveis específicas da empresa, as quais afetam o gerenciamento de resultados, segundo a literatura, além de variável com efeito fixo (ano).

Os resultados encontrados na Tabela 5 evidenciaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a distribuição de dividendos (PDIV) e o gerenciamento de resultados (GR), nos modelos 1 e 2, que consideram como variáveis dependentes GR(D) e GR(F), respectivamente. Tais achados corroboram com a primeira hipótese do estudo e sugerem que, no caso brasileiro, as empresas em geral têm a sua prática de gerenciamento de resultados ampliada quando sua política de dividendos resulta em uma maior distribuição de dividendos. Uma possível explicação para tais resultados seria o ambiente de mercado brasileiro, o qual possui especificidades, como o dividendo mínimo obrigatório, podendo influenciar os gestores a inflarem seus lucros.

Outra interpretação seria a de que o próprio ambiente interno da bolsa de valores brasileira seria, quando comparado a outros países desenvolvidos, de baixa proteção ao investidor e baixa transparência, o que possibilitaria uma maior “liberdade” para práticas gerenciais. Ademais, o R^2 foi de 81,66% e 73,41% para os modelos 1 e 2, respectivamente, indicando o nível de poder explicativo das variáveis dos modelos definidos.

Os resultados para as variáveis de controle são parcialmente consistentes com os de outros estudos internacionais. A variável VM apresentou coeficiente negativo, indo ao encontro das ideias propostas Teoh, Welch e Wong (1998). De forma similar, a variável FCAT também apresentou sinal negativo, resultado que condiz com os estudos de Burgstahler e Dichev (1997) e Chung, Firth e Kim (2005), ou seja, quanto mais fluxos de caixa gerados, menos motivações os gestores têm para gerenciar os lucros.

A variável REC exibiu sinal negativo, indo de encontro às propostas de Roychowdhury (2006) e Stubben (2010), que previam uma associação positiva., no entanto, para este caso, prováveis elucidações foram abordadas por Martinez (2013), que detalhou motivações específicas para o gerenciamento de resultados no Brasil, como por exemplo, evitar divulgação de perdas, sustentar os lucros obtidos nos últimos períodos e influenciar investidores em suas expectativas quanto aos fluxos de caixa futuros e na sua percepção do risco da firma. Sendo assim, crescimentos na receita operacional reduziriam a necessidade de utilização de artifícios para mudar a percepção do mercado sobre o desempenho da empresa.

Contrariamente ao encontrado por Erickson e Wang (1999), a variável PPE conferiu coeficiente positivo, revelando que no Brasil, ao elevar o nível de imobilização, as empresas tendem a gerenciar mais os resultados, o que pode ser reflexo de uma resposta dos gestores ao impacto no resultado, decorrente das aquisições com tais ativos. De maneira semelhante, evidenciou-se coeficiente positivo para a variável ROA, evidenciando que os gestores possuem motivações relacionadas à melhoria da performance e o alcance de metas, sendo intermediadas pelo do gerenciamento de resultados (Kothari, Leone & Wasley, 2005). Além disso, as variáveis book-to-market (PLVM), idade da firma (IDADE), alavancagem (PPL) e presença de auditoria big 4 (BIG4) não tiveram coeficientes estatisticamente significantes.

A relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados também foi verificada sob o ponto de vista da proteção ao investidor, sendo esta averiguada por meio de duas variáveis: GOV, variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa apresenta nível de governança “Mercado Novo”, “Nível 2” ou “Nível 1”, e valor 0 caso contrário; e PDIV*GOV, que expressa o volume de dividendos e juros

sobre capital próprio pagos, dividido pela receita operacional, apenas para empresas com elevado nível de governança corporativa. O nível de governança corporativa é uma medida de proteção aos acionistas pela qual determinada empresa é enquadrada em uma categoria de empresas que se utilizam de práticas que reduzem os riscos resultantes dos conflitos de agência. Quanto maior o nível de governança, maior tende a ser o nível de transparência e menores são os abusos praticados contra os acionistas minoritários.

Se o pagamento de dividendos é utilizado como forma de limitar o consumo de benefícios de controle privado por parte dos gestores e a presença de controles de governança inibem o gerenciamento de resultados, espera-se uma relação negativa entre nível de pagamento de dividendos e o gerenciamento de resultados no caso de empresas com maior proteção ao investidor e maior transparência, ou seja, empresas em maiores níveis de governança corporativa.

Na Tabela 6 são apresentados os resultados, destacando-se a presença das variáveis governança corporativa (GOV) e política de dividendos para empresas com alta governança (PDIV*GOV). Essa abordagem permite avaliar se a relação entre o pagamento de dividendos e o gerenciamento de resultados varia de acordo com o nível de proteção ao investidor. Os resultados mostraram evidências consistentes com a hipótese H2. Nos modelos 3 e 4, os coeficientes para PDIV demonstraram-se positivos e significativos a 1%. Quanto à variável GOV, esta não apresentou resultados significativos, ou seja, não foi possível verificar de forma segura a influência isolada da governança sobre o gerenciamento de resultados. No entanto, ao analisar a variável PDIV*GOV, verificou-se que ela apresentou coeficiente negativo e significativo nos dois modelos, evidenciando que aumentos nos pagamentos de dividendos por parte de empresas com maior nível de governança

resultaram em menor gerenciamento de resultados. Para as demais variáveis de controle, os resultados foram mantidos, quando comparados aos resultados encontrados nos modelos 1 e 2.

TABELA 6: REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA COM DADOS EM PAINEL²

Relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados, considerando o impacto da governança corporativa por meio da inclusão as variáveis GOV e PDIV*GOV. No modelo 3 a variável dependente é GR(D), métrica baseada no modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). No modelo 4 a variável dependente é GR(F), métrica baseada no modelo de Francis, Lafond, Olsson e Schipper (2005). Os níveis de significância são 10%(*), 5%(**) e 1%(***).

Variável	Modelo 3	Modelo 4
PDIV	0,1109*** (0,000)	0,0785*** (0,003)
GOV	0,0061* (0,069)	0,0046 (0,113)
PDIV*GOV	-0,0773*** (0,007)	-0,0811*** (0,003)
VM	0,0003 (0,798)	-0,0025* (0,054)
FCAT	-1,0612*** (0,000)	-0,3431*** (0,000)
PLVM	0,0013 (0,459)	0,0008 (0,588)
REC	-0,0256*** (0,000)	-0,0231*** (0,000)
IDADE	-7,01e ⁻⁰⁶ (0,920)	-0,0001 (0,790)
PPL	0,0008 (0,123)	0,0007 (0,196)
PPE	0,0726*** (0,000)	0,0453*** (0,000)
ROA	0,0097*** (0,000)	0,0093*** (0,000)
BIG4	0,0034 (0,372)	0,0012 (0,748)
Ano (Efeito Fixo)	Sim	Sim
Constante	0,0052 (0,791)	0,0159 (0,439)
R²	81,66%	73,49%
Observações	1.423	1.423

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

² Os resultados são semelhantes quando, para o cálculo da variável PDIV, utiliza-se o Ativo Total em substituição à Receita Operacional. Além disso, os resultados também se mantêm inalterados quando o grupo de empresas classificados como “Bovespa Mais” é inserido às variáveis GOV e PDIV*GOV.

Os resultados revelam que o nível de proteção ao investidor e o nível de transparência são fatores relevantes, que atenuam o impacto da política de dividendos das empresas sobre o nível de gerenciamento de resultados, indo ao encontro das ideias propostas por outros pesquisadores (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003; Tong & Miao, 2011; Skinner & Soltes, 2011; He et al., 2017). Tal evidência pode revelar uma possível tentativa das empresas em transmitirem seu compromisso com os interesses dos acionistas, que pode ocorrer por meio de distribuição de dividendos, sendo que o ambiente mais transparente e confiável favoreceria tais companhias nesse intuito.

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo avaliar o impacto da política de distribuição de lucros sobre o gerenciamento de resultados, verificando também o efeito moderador da proteção ao investidor sobre esta relação. Para isso, utilizou-se de uma amostra composta por 1.423 observações extraídas de empresas brasileiras listadas na B3 dentro de um período de 9 anos (2010-2018).

Para examinar a relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados foram realizadas análises por meio de regressão linear múltipla com dados em painel desbalanceado, tendo sido estruturados 4 modelos de regressão, levando em consideração 2 *proxies* para gerenciamento de resultados e 2 *proxies* para política de dividendos, 1 *proxy* para governança corporativa, além de 10 variáveis de controle, sendo 1 delas variável com efeito fixo (ano).

Os resultados revelaram que as métricas para gerenciamento de resultados foram positivas para as empresas pagadoras de dividendos, sugerindo que estas manipularam resultados no intuito de inflar os lucros reportados. Em contraponto, o gerenciamento de resultado para o grupo de não-pagadores resultou em valores médios negativos, o que sugere gerenciamento visando redução dos lucros gerados. Além disso, destaca-se que as não-pagantes, em média, apresentaram ROA negativo, sugerindo inviabilidade na distribuição de dividendos.

As empresas que pagam dividendos apresentaram maior valor de mercado (VM), fluxo de caixa operacional (FCAT), crescimento da receita líquida operacional (REC), e rentabilidade (ROA), quando comparadas às não-pagadoras. Para estas,

verificou-se maior book-to-market (PLVM), endividamento (PPL) e grau de imobilização (PPE). Por fim, empresas que pagam dividendos são mais antigas, possuem maior presença de auditoria big four e maior nível de proteção ao investidor (governança corporativa) do que as não pagadoras.

Foram encontradas evidências de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a distribuição de dividendos (PDIV) e o gerenciamento de resultados (GR), indo ao encontro de outras pesquisas nacionais (Sobrinho, Rodrigues, & Neto, 2014; Azevedo et al., 2019). Tais achados sugerem que, no caso brasileiro, as empresas em geral elevam o gerenciamento de resultados quando sua política de dividendos resulta em uma maior distribuição de dividendos. Uma possível explicação seria o ambiente de mercado brasileiro, o qual possui especificidades, como o dividendo mínimo obrigatório, podendo influenciar os gestores a inflarem seus lucros, na intenção de manterem ou elevarem suas disponibilidades. Outra causa seria a de que o próprio ambiente da B3 seria, quando comparado a outros países desenvolvidos, de baixa proteção ao investidor e baixa transparência, o que possibilitaria maior espaço para práticas gerenciais.

A relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados também foi verificada sob o ponto de vista da proteção ao investidor, sendo esta averiguada por meio das seguintes variáveis: governança corporativa (GOV) e política de dividendos em empresas com alta governança corporativa (PDIV*GOV). Os resultados fortaleceram os achados anteriores (Skinner & Soltes, 2011; Tong & Miao, 2011; He et al., 2017), com evidências consistentes que suportam a hipótese H2 da pesquisa, e sugerem que companhias com maior proteção ao investidor e maior transparência exibem relação negativa entre política de dividendos o

gerenciamento de resultados. Tal evidência pode revelar uma possível tentativa das empresas em propagar seu engajamento com os interesses dos acionistas.

Essas descobertas implicam que as políticas de dividendos associadas a níveis mais baixos de manipulação de lucros podem servir para reduzir os conflitos de agências, especialmente em companhias que podem ter formas alternativas limitadas de disseminar o comprometimento com os seus investidores, capturando assim benefícios ligados à reputação e confiança.

Sugere-se que as empresas brasileiras tendem a aplicar políticas de *payout* diferenciadas, tanto ao optar por distribuições mais agressivas de dividendos como forma de elevar o valor da empresa ou obter mais benefícios particulares, o que levaria a uma maior manipulação de informações contábeis, como por adotar preferencialmente o não pagamento de dividendos em decorrência de práticas decorrentes de planejamento tributário, o que também geraria maior gerenciamento (Rezende & Nakao, 2012).

A pesquisa apresentou certas limitações, como o tamanho restrito da amostra decorrente da quantidade de empresas no mercado brasileiro, quando comparada a países desenvolvidos, como os Estados Unidos. Além disso, as informações acerca da distribuição de dividendos e JCP começaram a ser divulgadas somente a partir de 2010, por meio da obrigatoriedade de envio dos formulários de referência à CVM, o que reduziu o período de análise. Ademais, não foi possível verificar outras variáveis que poderiam incrementar os modelos, como IFRS ou proporção de ações controladas por *insiders*. Para futuras pesquisas, aconselha-se a utilização de outras métricas para cálculo do gerenciamento de resultado, por exemplo, o gerenciamento por atividades reais, bem como inclusão de outras variáveis de controle que reflitam na decisão do gestor.

REFERÊNCIAS

- Adjaoud, F., Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(5-6), 648–667.
- Andres, C., Betzer, A., Goergen, M., Renneboog, L. (2009). Dividend policy of German firms. *Journal of Empirical Finance*, 16(2), 175–187.
- Azevedo, Y. G. P., Tortoli, J. P., Stanzani, L. M. L., Gaio, L. E. (2019). Dividend Payment and Earnings Management Practices in Brazilian Public Firms. *Anais do Congresso Anpcont*, São Paulo, SP, Brasil, 13.
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1–24.
- Benavides, J., Berggrun, L., Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197-210.
- Bergstresser, D., Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511–529.
- Brav, A.; Graham, J. R.; Harvey, C. R.; Michaely, R. (2005) Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Brockman, P., Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276–299.
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
- Burgstahler, D. C., Hail, L., Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983–1016.
- Carvalho-da-Silva, A., & Leal, R. P. C. (2003). Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. *SSRN Electronic Journal*.
- Chae, J., Kim, S., Lee, E. J. (2009). How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. *Journal of Banking and Finance*, 33(11), 2093–2101.
- Chan, K., Chan L. K. C., Jegadeesh, N., Lakonishok, J (2006). Earnings Quality and Stock Returns. *Journal of Business*, 79(3), 1041-82.

- Chemmanur, T. J., He, J., Hu, G., Liu, H. (2010). Is dividend smoothing universal? *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 413–430.
- Chung, R., Firth, M., Kim, J.-B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58(6), 766–776.
- Daniel, N. D., Denis, D. J., Naveen, L. (2008). Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2–26.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*. 81, 227–254.
- Dechow, P., Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*. 77, 35–59.
- Dechow, P.; Ge W.; Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193–225.
- DeFond, M. L., Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145–176.
- Deng, L.; Li, S.; Liao, M. (2017). Dividends and earnings quality: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 48, 255-268.
- Denis, D., Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82.
- Dewenter, K. L., Warther, V. A. (1998). Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms. *The Journal of Finance*, 53(3), 879–904.
- Edelstein, R. H., Liu, P., Tsang, D. (2008). Real Earnings Management and Dividend Payout Signals: A Study for U.S. Real Estate Investment Trusts. *SSRN Electronic Journal*.
- Erickson, M., Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 149–176.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131–155.
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*. 39, 295–327.

- Francis, J. R., Maydew, E. L., Sparks, H. C. (1999). The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *AUDITING: A Journal of Practice and Theory*, 18(2), 17–34.
- Gopalan, R., Jayaraman, S. (2012). Private control benefits and earnings management: evidence from insider controlled firms. *Journal of Accounting Research*. 50, 117–157.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18, 264-272.
- He, W.; Ng L.; Zaiats, N.; Zhang, B. (2017). Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 267-286.
- Healy, P. M., Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Holder, M. E., Langrehr, F. W., Hexter, J. L. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27(3), 73-82.
- Jeong, J. (2013). Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea. *Emerging Markets Review*, 17, 76–88.
- Jiraporn, P., Kim, J.-C., Kim, Y. S. (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *Financial Review*, 46(2), 251–279.
- Jiraporn, P., Ning, Y. (2006). Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*.
- John, K., Knyazeva, A. (2006). Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*.
- Kasanen, E.; Kinnunen, J.; Niskanen, J. (1996). Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 283-312.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Leuz, C.; Nanda, D.; Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.

- Lintner, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. (1956). *The American Economic Review*, 46, 97-103.
- Liu, N.; Espahbodi, R. (2014). Does Dividend Policy Drive Earnings Smoothing? *Accounting Horizons*, 28(3), 501–528.
- Liu, Q., Lu, Z. (Joe). (2007). Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 881–906.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review*, 10(4), 01-31.
- Martins, A. I.; Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *RAE*, 52(1), 24-39.
- Mikhail, M. B.; Walther, B. R.; Willis, R. H. (2003). Reactions to Dividend Changes Conditional on Earnings Quality. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 18(1), 121-151.
- Miller, M. H.; Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*. 14(4), 411-33.
- Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5(4), 409–426.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725–2751.
- Rezende, G. P. (2012); Nakao, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 06-21.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Saona, P., & Muro, L. (2018). Firm- and Country-Level Attributes as Determinants of Earnings Management: An Analysis for Latin American Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2736–2764.
- Sharma, V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1001–1015.
- Skinner, D.; Soltes, E. (2011). What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1-28.

- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Sobrinho, W. B. R.; Rodrigues, H. S.; Neto, A. S. (2014). Dividendos e accruals discricionários: um estudo sobre a relação entre a política de distribuição de dividendos e a qualidade dos lucros. *UFSC, Florianópolis*, 11(24), 03-24.
- Sousa, R. A. M.; Martins, O. S.; Girão, L. F. A. P.; Nakamura, W. T. (2018). Dividends Persistence and Earnings Management in Latin American Capital Markets. *XVIII USP International Conference in Accounting*.
- Stubben, S. R. (2010). Discretionary Revenues as a Measure of Earnings Management. *The Accounting Review*, 85(2), 695–717.
- Teoh, S. H., Welch, I., Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.
- Teoh, S. H., Wong, T. J. (1993). Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review*, 68(2), 346-366
- Tong, Y. H.; Miao, B. (2011). Are Dividends Associated with the Quality of Earnings? *Accounting Horizons*, 25(1), 183-205.
- Viana, D. B. C., Jr.; Ponte, V. M. R. (2016). Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. *Revista Universo Contábil*. 12(1), 25-44.
- Xie, B., Davidson, W. N., DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295–316.
- White, L. F. (1996). Executive compensation and dividend policy. *Journal of Corporate Finance*, 2(4), 335–358.