

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

RAÍSSA AGLÉ MOURA DE SOUSA

**PERSISTÊNCIA DE DIVIDENDOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM
MERCADOS DE CAPITAIS DA AMÉRICA LATINA**

João Pessoa – PB

2017

RAÍSSA AGLÉ MOURA DE SOUSA

**PERSISTÊNCIA DE DIVIDENDOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM
MERCADOS DE CAPITAIS DA AMÉRICA LATINA**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestra em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Informação Contábil

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos

Orientador: Dr. Orleans Silva Martins

João Pessoa – PB

2017

S725p Sousa, Raíssa Aglé Moura de.

Persistência de dividendos e gerenciamento de resultados em
mercados de capitais da américa latina / Raíssa Aglé Moura de
Sousa.- João Pessoa, 2017.
69 f.

Orientador: Dr. Orleans Silva Martins.

Dissertação (Mestrado) – UFPB/CCSA

UFPB/BC

CDU – 657(043)

RAÍSSA AGLÉ MOURA DE SOUSA

**PERSISTÊNCIA DE DIVIDENDOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM
MERCADOS DE CAPITAIS DA AMÉRICA LATINA**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestra em Ciências Contábeis.

Banca Examinadora



Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Universidade Federal da Paraíba
Orientador



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



Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
Universidade Presbiteriana Mackenzie
Examinador Externo

João Pessoa – PB

2017

A Deus, por ser a minha fortaleza e aos meus amados pais, Alda e Luciano (*in memoriam*), por todo amor e carinho. Amo vocês!

AGRADECIMENTOS

Ao meu Senhor e meu Deus, que sempre me deu forças para continuar, principalmente nos momentos em que a minha fé foi pequena.

À minha doce e amada mãe e ao meu grande exemplo de Contador, meu pai (*in memoriam*), os quais me fizeram enxergar que os estudos é a maneira mais admirável de mudar a vida de alguém. Mãe e Pai, é imensurável o meu amor e admiração por vocês!

Aos meus queridos irmãos, Adil e Luciana, que sempre me apoiaram em tudo que me proponho a fazer e que tanto me ajudaram nessa trajetória. Se não fossem vocês em minha vida, tudo teria sido ainda mais difícil. Amo vocês!

Ao meu amor, Rafael Farias, pelo companheirismo e cumplicidade que sempre tivemos um para com o outro. Por ser o meu ombro amigo e o meu equilíbrio emocional. Obrigada por estar ao meu lado em todos os momentos. Te amo!

A todos os meus familiares e amigos, pela constante presença em minha vida, e às minhas sobrinhas, Alice e Clara, por fazerem eu me sentir uma pessoa mais feliz com os seus sorrisinhos singelos.

Ao dedicado e estimado professor e meu orientador, Dr. Orleans Silva Martins, pela paciência, segurança e conhecimento compartilhado. O meu profundo agradecimento por todos os seus sábios direcionamentos e por ter sido sempre tão acessível, Professor. Que Deus multiplique o seu admirável dom de ensinar!

A todos os meus professores do PPGCC: Dr. Paulo Amilton Maia Leite Filho, Dr. Edilson Paulo, Dr. Paulo Roberto Nóbrega Cavalcante, Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena, Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado, Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão e Dra. Renata Paes de Barros Câmara, por terem agregado tamanho valor à minha vida profissional e acadêmica.

Ao professor Dr. Edilson Paulo, por sua amizade e por ter me incentivado ao Mestrado desde o início da minha graduação, e ainda, juntamente com o professor Dr. Wilson Toshiro Nakamura (Universidade Presbiteriana Mackenzie), pelas valiosas contribuições sugeridas à execução deste trabalho.

À secretaria do PPGCC e à secretária Wilma, pela dedicação, gentileza e contribuição para o bom funcionamento do Programa.

À minha grande amiga Carla, por sempre ter sido muito presente e amiga, partilhando muito de perto das minhas angústias e felicidades.

Às amigas Risolene e Livia e aos amigos, Ronaldo e Thiago pela linda amizade e companheirismo.

Ao estimado amigo Filipe Duarte, por sua simplicidade, paciência e boa vontade em me ajudar a sanar as dúvidas metodológicas e estatísticas dos meus trabalhos. Muito obrigada!

Aos meus caríssimos amigos da turma 01 do Mestrado e Doutorado do PPGCC, por toda parceria durante a fase de disciplinas e de forma especial, a Alysson, Ádria, Mércia, Kléber e Ramon (PPGA).

Agradeço a toda competente equipe da Go Trade Import & Export e a pessoa do Wilbur Holmes Jácome, por sempre ter acreditado em minha capacidade profissional e ter compreendido todas as minhas ausências do trabalho em razão do mestrado. De forma carinhosa, agradeço as minhas amigas, as Contadoras Rafaela Fujioka e Elba Palitot, pela valiosa amizade e pelas orações.

Por fim, o meu muito obrigada a todos que contribuíram direta ou indiretamente para a conclusão deste trabalho ou das demais etapas do Mestrado. Expresso aqui a minha profunda gratidão. Que Deus abençoe cada um de vocês!

RESUMO

Este trabalho buscou investigar a relação entre a persistência de dividendos e a prática de gerenciamento de resultados contábeis nas empresas abertas dos mercados de capitais da América Latina. Tendo por base a Teoria da Relevância dos Dividendos e a Teoria “*Bird in the Hand*” (LINTNER, 1962; GORDON, 1963), elaborou-se um referencial teórico em que se discutiu a persistência de dividendos, bem como os estudos anteriores sobre o gerenciamento de resultados. Para atender o objetivo geral e os específicos foram estimados quatro modelos de regressão quantílica em quartis, uma vez que problemas de heterocedasticidade foram identificados na amostra e este tipo de regressão possui robustez a esses problemas. Dentre os modelos, destaca-se o de Lintner (1956), que foi utilizado interagindo com o gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários), sendo este estimado por meio do modelo de Dechow *et al.* (2012). A amostra da pesquisa é composta por 1.532 observações empresas/ano, equivalentes ao total de 364 empresas, para o período de 2001 a 2015. Como principais resultados desta pesquisa, verificou-se que o *Dividend Payout* das companhias não sofre influência do nível com que as empresas gerenciam seus resultados, mas é influenciado pelas variáveis de rentabilidade do patrimônio líquido, pela oportunidade de crescimento (*market-to-book*), pelo endividamento e pelo tamanho das empresas, a depender do quartil analisado. No tocante à análise de persistência de dividendos, constatou-se que os *payouts* das companhias são persistentes em todos os quartis analisados. Verificou-se também, conforme uma das hipóteses de pesquisa, que na presença de maior nível de gerenciamento de resultados os *payouts* são mais persistentes. Porém, esse resultado foi evidenciado nas empresas que mais distribuem dividendos (quartis 0.50 e 0.75), uma vez que nas empresas que distribuem menor volume de dividendos (quartil 0.25) essa hipótese foi refutada. Assim, conclui-se que existem indícios de persistência de dividendos nas companhias latino-americanas de capital aberto que mais gerenciam resultados.

Palavras-chave: *Dividend Payout*; *Payout*; Gerenciamento de Resultados; América Latina.

ABSTRACT

This work aims to investigate the relationship between dividend persistence and earnings management in open companies of Latin American capital markets. Based on Relevance of Dividend Theory and Bird in the Hand Theory (LINTNER, 1962; GORDON, 1963), a theoretical framework was developed to discuss dividend persistence as well as previous studies about earnings management. To meet the general and specific objectives four quantile regression models in quartiles were estimated, since heteroskedasticity problems was identified on the sample and this type of regression has robustness to these problems. Among the models, the one of Lintner (1956) highlights, which was used interacting with earnings management (discretionary accruals), that was estimated using Dechow *et al.* model (2012). The sample research is composed by 1,532 company/year observations, equal to the total of 364 companies, for the period from 2001 to 2015. As the mains results of this research, it was verified that the Dividend Payout of the companies is not influenced by the level which the companies manage their results, but is influenced by the variables of return on equity, by the opportunity of growth (market-to-book), by indebtedness and the size of the companies, depending on the quartile analyzed. Regarding the analysis of dividend persistence, it was verified that the payouts of the companies are persistent in all quartiles analyzed. It was also proven, according to one of the research hypotheses that in the presence of a higher level of earnings management the payouts are more persistent. However, this result was evidenced in the enterprises that distribute the most dividend (quartiles 0.50 and 0.75), since in the companies that distribute lower volume of dividends (quartile 0.25) this hypothesis was refuted. Thus, it can conclude that there are indications of dividend persistence in the Latin American open market companies that most manage results.

Keywords: Dividend Payout; Payout; Earnings Management; Latin America.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra	36
Tabela 2 – Estatísticas descritivas	47
Tabela 3 – Média das variáveis por país.....	48
Tabela 4 – Correlações entre os dividendos, o gerenciamento de resultados e as variáveis de controle	50
Tabela 5 – Mensuração do gerenciamento de resultados	52
Tabela 6 – Regressão quantílica entre o <i>dividend payout</i> e o gerenciamento de resultados ...	54
Tabela 7 – Regressão quantílica entre os dividendos dos períodos t e $t-1$	55
Tabela 8 – Regressão quantílica entre a persistência dos dividendos e o gerenciamento de resultados	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Quantidade de empresas por país	35
Quadro 2 – Adoção das IFRS nos países da América Latina	40

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FASB	<i>Financial Accounting Standard Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
JSCP	Juros Sobre Capital Próprio
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
ROE	Rentabilidade do Patrimônio Líquido
SFAC	<i>Statements of Financial Accounting Concepts</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
1.1. Contextualização.....	12
1.2. Objetivos.....	15
1.2.1. Objetivo Geral	15
1.2.2. Objetivos Específicos	15
1.3. Justificativa	15
1.4. Contribuições	17
1.5. Delimitações da Pesquisa.....	18
2. REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1. Teorias Associadas aos Dividendos.....	20
2.2. Distribuição de Dividendos e Persistência.....	25
2.3. Gerenciamento de Resultados.....	29
2.4. Desenvolvimento das Hipóteses de Pesquisa	32
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	35
3.1. Coleta de Dados e Amostra	35
3.2. Modelos e Variáveis	36
3.2.1. Mensuração do <i>Dividend Payout</i>	37
3.2.2. Estimação do Gerenciamento de Resultados.....	37
3.2.3. Análise da Influência do Gerenciamento de Resultados no <i>Dividend Payout</i> ...	41
3.2.4. Métrica da Persistência dos Dividendos.....	43
3.2.5. Modelo Principal	44
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	46
4.1. Estatísticas Descritivas	46
4.2. Análises dos Modelos de Regressão	51
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	59
REFERÊNCIAS	63

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

A distribuição de lucros tem sido objeto de vários estudos desenvolvidos nos mercados internacionais. A discussão sobre os dividendos¹ se iniciou basicamente em torno da Teoria da Relevância dos Dividendos (LINTNER, 1956; GORDON, 1963) que, em linhas gerais, atesta que a distribuição de lucros é um fator de relevância na valoração de uma empresa. A concepção assumida é a de que decisões de retenção de lucros seriam mais arriscadas para o investidor, o qual não sabe se essas retenções vão lhe gerar ganhos de capital num futuro.

Esse argumento se ampara também na teoria conhecida por “*Bird in the Hand*”, literalmente traduzida por “Teoria do Pássaro na Mão”. Essa teoria pressupõe que o investidor considera melhor ter um pássaro na mão, que seriam os dividendos, ao invés de ganhos de capital, que representam a incerteza de aumento do seu patrimônio no futuro. Além do que, essa teoria também sustenta o argumento de que os investidores têm preferência por receber dividendos ao invés de se abdicarem de sua remuneração em períodos correntes.

Em contraponto, existe a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961). A irrelevância dos dividendos pressupõe que as distribuições de lucros para os acionistas não possuem relevância na valoração da empresa. Ampara-se no argumento de que os investidores e acionistas não se importam em abrir mão de dividendos no período corrente para obter ganhos de capital no futuro, uma vez que a valorização das ações da companhia no futuro compensaria a abdicção de recebimento de dividendos no período corrente. Por isso, a política de distribuição de dividendos seria irrelevante.

Nesse contexto de decisões sobre dividendos, é sabido que entre as Teorias da Relevância ou Irrelevância dos Dividendos existem as figuras dos representantes dos acionistas, como o Conselho de Administração, e dos gestores, como a Diretoria Executiva, que tomam decisões que afetam dividendos, sejam direta ou indiretamente. Sendo assim, nas decisões de investir em novos projetos, reinvestir na própria empresa ou remunerar os acionistas, podem incorrer conflitos de agência existentes entre Principais, como por exemplo, os acionistas, e Agentes, a exemplo dos gestores, conforme alicerça a Teoria da Agência, discutida por Jensen e Meckling (1976).

¹ Neste trabalho o termo “dividendos” se refere ao volume total de lucros distribuídos aos acionistas, correspondendo aos dividendos pagos, aos juros sobre capital próprio e à recompra de ações.

Os conflitos de agência são causados pela divergência de interesses entre os Agentes e os Principais, em que, habitualmente, os gestores estão interessados em benefícios próprios em detrimento dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976). Esses conflitos podem ser estreitados, segundo Easterbrook (1984), por meio da distribuição de dividendos, pois reduções nos lucros disponíveis à empresa podem implicar em uma minimização do volume de caixa acessível aos gestores.

Neste sentido, com a finalidade de manter os acionistas satisfeitos, os gestores podem preservar determinados níveis de pagamentos de dividendos constantes, fazendo com que a distribuição de dividendos seja persistente ao longo dos exercícios, uma vez que cortar dividendos não seria uma decisão aceitável para o acionista (CHAN *et al.*, 2016). Por outro lado, aumentar o pagamento de dividendos sem ter a certeza de que os lucros aumentarão continuamente seria imprudente, já que existiria a possibilidade de os dividendos serem reduzidos, provocando também o descontentamento dos investidores e acionistas (MARSH; MERTON, 1987).

Desta forma, Chan *et al.* (2016) argumentam que os dividendos são suavizados em relação aos resultados, os tornando altamente persistentes. Logo, é provável que as companhias só aumentem seus percentuais de distribuição de lucros caso os próprios lucros apresentem determinados aumentos significativos, podendo este ser mais volátil do que os dividendos. Em paralelo, Silva (2008) defende que as empresas realizariam ajustes parciais nos pagamentos de dividendos em razão das mudanças recentes nos lucros. Desse modo, a ideia remetida é a de que uma mudança maior nos dividendos, em relação à mudança precedente de lucros, seria um sinal evidente de que os gestores estariam mais confiantes em relação à mudança contínua da lucratividade (SILVA, 2008).

Neste contexto, é notório que os lucros podem ser fundamentais para os investidores decidirem por investir ou não investir numa companhia. E, para tanto, ao analisar a situação econômica de uma empresa, uma das informações que geralmente podem possuir maior relevância para os usuários das informações contábeis é o lucro apresentado, sendo este considerado como a primeira fonte de informação para a tomada de decisões de investimento (BROWN, 1971).

O *Financial Accounting Standard Board* (FASB) corrobora o exposto, ao mencionar no *Statements of Financial Accounting Concepts 1* (SFAC 1) que investidores e credores se preocupam com a aferição dos fluxos líquidos de caixa das empresas, para predizerem seus lucros futuros e avaliarem o retorno e o risco do investimento, mas que frequentemente recorrem ao lucro para avaliar a capacidade de geração de resultados, ou fluxos de caixa.

Como os lucros são elementos decorrentes do resultado das empresas, estes provavelmente serão observáveis na decisão do investidor. Essa observância nos resultados econômicos de uma companhia de forma mais acentuada pelos investidores é conceitualmente tratada na literatura internacional através do termo “*earnings fixation*”, que literalmente traduzido, significa uma fixação nos resultados, consistindo no fato de os investidores aterem-se de maneira mais específica na avaliação dos resultados reportados (ELLIOT; HOBSON; JACKSON, 2011).

Ademais, os resultados da empresa podem ser utilizados, dentre outras formas, como um guia para a condução da própria empresa, na direção de seus negócios. Neste cenário, o gerenciamento dos resultados contábeis tem se tornado uma prática bastante utilizada pelos gestores para influenciar a percepção do mercado acionário (HEALY; WHALEN, 1999). Isso porque a busca dos acionistas por melhores resultados, principalmente pela obtenção de lucro, por normalmente estarem associados às políticas de dividendos, pode ser um fator determinante para que os gestores manipulem a apuração dos resultados contábeis, como forma deles se apresentarem mais vantajosos do que seriam os resultados reais.

Em contraponto, a fixação nos resultados das empresas, por parte dos investidores e acionistas, pode representar um risco crescente para os mesmos, devido à suscetibilidade dos resultados a possíveis manipulações, uma vez que nem sempre as motivações dos gestores são apenas direcionadas a atender os interesses dos acionistas. Healy e Whalen (1999) afirmam que as motivações vão desde alcançar interesses particulares do próprio gestor, principalmente quando a sua remuneração está diretamente ligada ao desempenho da companhia (contratos de incentivos, compensação, entre outros), até a diminuição do pagamento de tributos (HANLON; HEITZMAN, 2010).

Dentro desse contexto, os resultados contábeis podem ser gerenciados de modo a obter lucros que propiciem pagamentos de dividendos persistentes, isto é, numa mesma tendência, atingindo assim o nível de satisfação dos acionistas. Mas em contrapartida a essa satisfação, os gestores podem estar destruindo valor para a empresa e para os proprietários por meio da geração de benefícios privados, uma vez que a destruição de valor pode estar sendo ocasionada pelo fato de que a persistência dos dividendos pode estar estabilizando os ganhos dos acionistas, que com o passar do tempo, o recebimento de níveis constantes de dividendos podem não mais estar agregando valor para os mesmos. E, essas situações podem ser ocasionadas pela ação discricionária da gestão em manipular os resultados.

Diante disto, busca-se resposta ao seguinte problema de pesquisa: **qual é a relação existente entre a persistência de dividendos e o gerenciamento de resultados nas empresas abertas na América Latina?**

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo Geral

Este trabalho tem o objetivo de investigar a relação entre a existência ou não da persistência de dividendos e a prática de gerenciamento de resultados contábeis nas empresas abertas dos mercados de capitais da América Latina.

1.2.2. Objetivos Específicos

- a) Investigar a magnitude da prática de gerenciamento de resultados contábeis nos mercados de capitais da América Latina;
- b) Verificar se as distribuições de dividendos das companhias são influenciadas pelo gerenciamento de resultados;
- c) Analisar se os dividendos distribuídos pelas companhias latino-americanas de capital aberto são persistentes;
- d) Verificar quais são os fatores que podem ser determinantes da relação entre a persistência de dividendos e o gerenciamento de resultados contábeis na América Latina.

1.3. Justificativa

No contexto econômico internacional, os dividendos têm se tornado uma temática bastante repercutida. A prática de investimento no mercado de ações, tomando os dividendos como bases estratégicas, tornou-se uma abordagem interessante tanto para o ambiente acadêmico, quanto para o mercado profissional (BUENO, 2002). Por meio de pesquisas de cunho científico, a academia tem concentrado suas investigações sobre os dividendos

atrelados a vários fatores, tais como: desempenho (IJAIYA *et al.*, 2014; KREUZBERG; CUNHA; POPIK, 2016), estrutura de propriedade (THANATAWEE, 2013; LIMA, 2014), governança corporativa (AL-AMARNEH; YASEEN, 2014; MARQUES *et al.*, 2015), mercado financeiro (NOVIS NETO; SAITO, 2003; MELO; FONSECA, 2015), dentre outros.

No que se concerne às pesquisas realizadas no mercado profissional, os dividendos podem ser destacados como um fator relevante para vários investidores, principalmente daqueles interessados em companhias com retornos de curto ou médio prazo. Normalmente, esses investidores ao aplicarem recursos em uma entidade, se atem ao fato de como a empresa pode remunerá-los, a fim de superar o custo de oportunidade de seus investimentos, sendo este definido por Damouri, Khanagha e Kaffash (2013) como a remuneração mínima esperada do investimento realizado, a qual habitualmente é paga em forma de distribuição de dividendos ou em ganhos de capital e, ainda, como Juros sobre o Capital Próprio (JCP) no Brasil.

Neste contexto, os investidores podem ser uns dos agentes com maior interesse nas distribuições de dividendos pagas aos acionistas, uma vez que estas podem ser afetadas por diversas escolhas, inclusive escolhas contábeis, que serão objeto de estudo deste trabalho, as quais, por vezes, podem não ser perceptíveis por esses interessados. Assim, este trabalho pode contribuir com a ampliação de evidências empíricas que tratem dessas relações, podendo também ser útil para alterar a percepção dos investidores, principalmente dos que têm interesse em adentrar nos mercados de capitais emergentes, como os da América Latina.

Ademais, a abordagem de dividendos, pode ser de interesse não apenas daqueles que têm pretensão em investir, mas, principalmente, daqueles que já investiram, ou seja, os proprietários/acionistas das companhias. E, oportunamente, em maior grau de relevância, daqueles que não detém poder sobre as políticas financeiras e operacionais da companhia, como é o caso dos acionistas preferenciais sem direito a voto nas Assembleias Gerais, mas que possuem a preferência no recebimento de dividendos.

Apesar de deterem a propriedade de uma empresa, nem sempre todos os acionistas, sejam eles ordinários e/ou preferenciais, majoritários e/ou minoritários, dispõem dos mesmos conhecimentos sobre a real situação da empresa, visto que as informações que são obrigatoriamente públicas a todos os usuários, como as demonstrações contábeis, podem ter passado por algum processo de manipulação. Uma vez gerenciadas essas informações, em especial aquelas que alteram o resultado fidedigno da empresa, podem repercutir concomitantemente nas políticas de distribuição de dividendos adotadas pelas firmas, já que a decisão por distribuir (ou não) dividendos pode estar subordinada ao resultado reportado.

Levando-se em consideração que um dos motivos que poderiam levar um investidor a ser provedor de capital de uma companhia seria os seus resultados econômicos, Barros, Soares e Lima (2013) afirmam que ao se deparar com o problema do exercício da discricionariedade nos números reportados pela Contabilidade, o investidor teria a sua percepção alterada e, por conseguinte, as suas decisões seriam diferentes das quais já foram tomadas anteriormente. Logo, esse fator gerencial exequível no resultado pode estar direcionando os investidores a tomarem decisões equivocadas.

Mesmo diante da complexidade dessa temática, poucos trabalhos na América Latina investigaram a influência que o gerenciamento de resultados, exerce sobre a distribuição de dividendos. No panorama de pesquisas internacionais, existem algumas evidências empíricas que têm verificado a relação dos dividendos com o gerenciamento de resultados e encontrado uma relação significativa e positiva, de um modo geral, entre as *proxies* estudadas (KASANEN; KINNUNEN; NISKANEN, 1996; KINNUNEN *et al.*, 2000; DANIEL; DENIS; NAVEEN, 2008; GAO; OHLSON; OSTASZEWSKI, 2013). Mas, em mercados emergentes, como os da América Latina, a investigação dessa relação ainda é incipiente.

Contudo, essa incipiência não exime a relevância que os mercados latino-americanos de capitais têm a fim de serem investigados, principalmente devido ao fato de possuírem diferenças em sua natureza e características em relação aos países desenvolvidos (BAKER; SINGLETON; VEIT, 2011). Por exemplo, as empresas listadas nas bolsas de valores dos países latino-americanos podem exercer políticas de distribuição de dividendos em menor volume do que nos mercados de capitais desenvolvidos, devido à dificuldade de captação de capital social, que pode ser consequência da baixa proteção ao investidor (CHONG, LÓPEZ-DE-SILANES, 2007). Além disso, são mercados que estão em crescimento e para tanto, faz-se necessário verificar como as decisões discricionárias podem impactar na remuneração dos acionistas.

Diante do exposto, torna-se importante investigar as relações existentes entre as variáveis “persistência de dividendos” e o “gerenciamento de resultados”, que são de relevância tanto para os acionistas das companhias, quanto para os investidores. Assim, essa pesquisa pode preencher a lacuna existente acerca dessas relações supramencionadas, nos mercados de capitais da América Latina.

1.4. Contribuições

Esta pesquisa traz contribuições ao fomento de discussões de caráter teórico, metodológico e empírico, pois as evidências constatadas dão maior robustez às decisões tomadas por investidores do mercado de capitais. O fomento no sentido teórico dá-se por:

- a) Relacionar a persistência dos dividendos distribuídos com o gerenciamento de resultados, buscando respaldo nas teorias relacionadas aos dividendos;
- b) Identificar os principais fatores que podem impulsionar a persistência de dividendos, haja vista a escassez de evidências nos mercados latino-americanos de capitais acerca do assunto;
- c) Apresentar possíveis indícios de persistência dos dividendos distribuídos, tendo como sustentação o gerenciamento dos resultados contábeis para explicar essas ocorrências, a investidores e acionistas.

No sentido metodológico, esse trabalho contribui com a exploração quantitativa do relacionamento de variáveis que podem ser explicadas por fenômenos recorrentes nos ambientes corporativos, que neste caso é o gerenciamento de resultados, mas que, até então, não foi relacionado com a persistência de dividendos, a qual pode ser explicada pelas ações discricionárias dos gestores. Para tanto, esse trabalho estima a persistência de dividendos por meio do modelo de Lintner (1956).

Por fim, quanto à evidenciação empírica, essa pesquisa é contributiva, pois:

- a) Busca respostas para o problema de pesquisa questionado neste estudo, por meio da aplicação e validação de modelos empíricos como o de Lintner (1956) e o Dechow *et al.* (2012);
- b) Apresenta evidências quanto à magnitude do gerenciamento de resultados na América Latina;
- c) Constata empiricamente acerca da influência da atitude discricionária da gestão em influenciar as políticas de distribuição de dividendos por meio do gerenciamento dos resultados contábeis.

1.5. Delimitações da Pesquisa

Este estudo limitou-se a analisar as companhias de capital aberto dos mercados de capitais da América Latina. Contudo, no universo de 20 países que compõem a América Latina (Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Cuba, El Salvador, Equador, Guatemala, Haiti, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República

Dominicana, Uruguai e Venezuela), apenas as companhias de capital aberto da Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, México, Peru e Venezuela compuseram a amostra desta pesquisa, uma vez que não foi possível obter todas as informações necessárias para a realização das investigações deste estudo das companhias dos demais países. Paralelo a isso, foram excluídas da amostra as companhias que não apresentaram pelo menos uma informação necessária para as estimações dos modelos empregados e para tanto, após esse filtro, o Equador passou a não mais compor a amostra.

Levando-se em consideração que este estudo traz em sua problemática de pesquisa os dividendos, cuja sua abordagem na literatura está normalmente atrelada à normatização acerca das distribuições de lucros aplicáveis em cada país, este trabalho limita-se a investigar apenas os proventos que foram distribuídos aos acionistas e não a forma pela qual devem ser distribuídos esses dividendos conforme prescrito nas legislações.

Outra limitação do presente estudo se trata das crises financeiras inerentes a cada país da América Latina. A crise financeira identificada no lapso temporal de desta pesquisa, foi uma crise financeira repercutida não apenas na América Latina, mas na economia global. Logo, as crises isoladas de cada país não foram tratadas neste estudo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Teorias Associadas aos Dividendos

Os dividendos correspondem à parcela do lucro auferido pela empresa que é distribuída aos seus proprietários como forma de remuneração pelo capital empregado, sendo, segundo Brealey, Myers e Allen (2008), uma das formas mais prevalentes adotadas pelas companhias para compensar monetariamente os seus acionistas. Para Easterbrook (1984), a distribuição de dividendos é uma das formas que podem minimizar o volume de caixa acessível aos gestores, fazendo com que os mesmos se vejam submetidos a obter recursos no mercado.

Jensen (1986) corrobora o exposto quando acrescenta que os dividendos pagos são meios pelos quais as empresas podem se utilizar para reduzir a quantidade de recursos disponibilizados em caixa, se resguardando assim de possíveis espaços a serem deixados para que os gestores utilizem-se desses recursos para se autofavorecer em detrimento dos acionistas. Dentro dessa perspectiva de favorecimento próprio, emergem os conflitos de agência, abordados pela Teoria da Agência.

Os conflitos de agência são causados pelo desalinhamento de interesses entre os Agentes e os Principais. Existem algumas situações que são citadas por Jensen e Meckling (1976), em que os conflitos de agência entre os Agentes e os Principais são reduzidos, como por exemplo, quando o contrato entre eles é fundamentado em resultados. Nessas circunstâncias, presume-se que o Agente terá mais interesse em atingir o objetivo do Principal, pois poderá ter consequências na maximização ou minimização da sua remuneração, se o contrato assim prevê, assim como o Principal poderá ter maiores retornos em forma de dividendos.

Contudo, contratos baseados em resultados podem ainda, mesmo reduzindo os conflitos de agência no sentido de que ambas as partes podem estar tendo os seus objetivos alcançados, estar suscetíveis a ações discricionárias dos gestores, uma vez que os resultados podem ser gerenciados, conforme será exposto na seção 2.3 deste trabalho.

Neste sentido, a distribuição de dividendos, sendo um fator intrinsecamente relacionado ao resultado, funciona como um mecanismo de informação privada utilizada pelos gestores para comunicação ao mercado, conforme argumentado por Baskin (1988). Uma determinada corrente na literatura afirma que as companhias utilizam os dividendos para sinalizar ao mercado acerca de expectativas de lucros futuros (BHATTACHARYA, 1979;

JOHN; WILLIAMS, 1985; BERNHEIM, 1991). Isso porque a distribuição de dividendos em períodos correntes sinaliza para o mercado também a presença de fluxos de caixa futuro, reprimindo a incerteza daqueles investidores menos informados, conforme evidencia Gordon (1959).

Assim, Lintner (1956), considerado um dos autores seminais acerca da temática de dividendos, declara que empresas se inclinam a distribuir maior volume de dividendos no momento em que a gestão julga que os lucros da companhia aumentariam constantemente. Por outro lado, a gestão seria mais intransigente em divulgar reduções nas distribuições de dividendos, uma vez que o mercado reagiria à sinalização da distribuição, inclusive podendo reagir negativamente.

Corroborando essa afirmação, Brav *et al.* (2005) fizeram um levantamento com os *Chief Financial Officer* (CFO) – executivos financeiros – através de entrevistas e constataram que cerca de 90% dos CFO's estão de acordo ou fortemente de acordo que na tentativa de evitar a redução da distribuição de dividendos, os executivos suavizam os dividendos de ano para ano. Contudo, os resultados encontrados pelos referidos autores também indicam que a manutenção do nível de dividendos das empresas está consoante com as decisões de investimentos realizadas e que, portanto, gestores estão priorizando outras formas de remunerar os acionistas, como as recompras de ações, haja vista a sua maior flexibilidade como uma tentativa alternativa de aumentar o lucro por ação.

Num panorama mais abrangente, a distribuição de lucros é discutida, desde décadas passadas, por duas correntes de estudiosos: uma, que acredita na relevância dos dividendos para a maximização do valor de uma empresa e outra, que julga os dividendos como sendo irrelevante para esse fim.

A corrente que defende a relevância dos dividendos, parte do princípio de que as decisões sobre a distribuição de lucros exercem influência sobre o valor de uma companhia, considerando-se, pois, que o investidor não é apático no que se concerne às decisões sobre reinvestir na companhia ou distribuir lucros. Ribeiro (2010) acrescenta que a retenção de lucros para reinvestimento, ou investimento em novas propostas, deve ser observada pelos executivos na tomada de decisão devido a sua relevância para o mercado.

Porém, para os acionistas, receber a sua remuneração em forma de dividendos pode ser mais vantajoso do que ter lucros retidos para reinvestimento na empresa, uma vez que a conversão de tal reinvestimento em fluxo de caixa num futuro está suscetível ao efeito da incerteza. Não obstante, a corrente que defende a relevância dos dividendos também defende que o recebimento de dividendos no período corrente seria menos arriscado para o investidor.

A concepção supramencionada é assegurada pela Teoria do Pássaro na Mão. O pássaro na mão seria os dividendos, os quais os investidores prefeririam o seu recebimento ao invés dos ganhos de capital, que seria a incerteza (LA PORTA *et al.*, 2000), justificando-se, pois, o nome da própria teoria. Os precursores da concepção teórica do Pássaro na Mão, habitualmente abordada dentro do contexto da relevância dos dividendos, foram Lintner, com os trabalhos realizados no ano de 1956 e 1962, inicialmente tratando da relevância dos dividendos, e Gordon, com os trabalhos realizados em 1959 e 1963, que ampliou o escopo da discussão no tocante a Teoria do Pássaro na Mão.

O estudo desenvolvido por Lintner (1956) foi realizado por meio de entrevistas a gestores de 28 companhias norte-americanas com a finalidade de conhecer quais eram os aspectos levados em consideração pelos entrevistados quanto à política de dividendos adotada. Esse estudo desconsiderou métodos estatísticos robustos para determinadas conclusões, dado que o intuito prevalecente de Lintner (1956) era o de selecionar empresas aleatoriamente, para abarcar uma maior variedade de situações que possibilitassem a construção de oportunidades de contrastes sugestivos acerca da política de dividendos de empresas similares.

Os resultados encontrados pelo referido autor, primeiramente, foram que os gestores buscam manter uma regularidade no índice de distribuição de dividendos da empresa, isto é, o *dividend payout*. Isso porque a alteração na política de dividendos pode ser repercutida no valor das ações, principalmente quando existe a possibilidade do *payout* ser revertido num futuro e para tanto, o mercado pode ter uma percepção negativa da situação econômica e financeira da empresa. Neste sentido, o maior desafio dos gestores no tocante a alterar as políticas de distribuição de dividendos é o fato de não conseguirem manter altos *payouts*, explicando-se assim o porquê de apresentarem fortes indicativos de obstinação a mudanças nos *payouts*.

Sendo assim, a relutância dos gestores em alterar o *payout*, segundo os resultados encontrados por Lintner (1956), ocasiona na suavização de dividendos. Isso implica dizer que por mais que os lucros apurados sejam maiores em exercícios posteriores, os dividendos também aumentarão, conquanto, não na mesma grandeza. Por conseguinte, quaisquer alterações relevantes nos lucros, não terão efeitos expressivos sobre os dividendos.

Reforçando a pesquisa de Lintner (1956), estudos recentes como o de Larkin, Leary e Michaely (2016) atestam que os investidores pagam, inclusive, um prêmio pelas ações de companhias que suavizam os seus dividendos, uma vez que preferem receber dividendos, mesmo suavizados, a esperar por ganhos de capital no futuro. No entanto, o aumento no

pagamento de dividendos não necessariamente está atrelado ao aumento no preço das ações (KARPAVICIUS, 2014).

Karpavicius (2014) quando analisou o porquê de algumas empresas terem, por exemplo, uma política de dividendos volátil, partiu do pressuposto de que as que não têm volatilidade nos dividendos estão dispostas a pagar dividendos constantemente em bons e maus momentos, incorrendo numa maior probabilidade de corte/omissão dos dividendos. O referido autor conclui, de acordo com as suas evidências empíricas, que empresas que possuem dividendos mais estáveis são mais arriscadas e para tanto, os gestores para aumentarem o valor da empresa, podem maximizar lucros intertemporais, ao invés de aumentar dividendos. Assim, a suavização de dividendos acarreta numa maior possibilidade de falência, corroborando também a pesquisa feita por Kumar e Lee (2001).

Complementando o exposto, a outra constatação apurada por Lintner (1956) é a de que existe uma maior preocupação dos gestores no tocante a variação do *payout ratio*, ou seja, do índice *payout* propriamente, do que no valor efetivamente pago em *cash*. A concepção dos gestores é a de que o mercado melhor precifica as companhias que possuem dividendos constantes e, portanto, alterações nas políticas de dividendos (índices *payout*) devem ser feitas gradativamente, para que não provoquem fortes reações do mercado.

Lintner (1956) afirma também que o estágio de vida das companhias tem relação com a distribuição de dividendos. Isso porque empresas consideradas jovens, ou seja, que possuíam altas perspectivas de crescimento, apresentavam menores distribuições de lucros ou até mesmo retinham todo o seu lucro para reinvestimento. Já empresas num estágio de vida avançado, ou seja, mais maduras e, por conseguinte, não possuíam grandes expectativas de crescimento, apresentavam *payouts* maiores e mais estáveis.

As evidências encontradas por Lintner (1956) foram logo em seguida complementadas pelo estudo de Gordon (1959). O referido autor evidenciou que as ações de companhias industriais eram diretamente proporcionais a aumentos nas distribuições de lucros, enquanto que o custo de capital próprio, isto é, o retorno exigido pelos acionistas, apresentava uma relação inversamente proporcional ao preço das ações.

A explicação para essas relações dar-se a proposição que é abordada pela Teoria do Pássaro na Mão: o recebimento de dividendos em períodos correntes é menos arriscado do que os ganhos de capital (possíveis dividendos futuros). Assim, o aumento da remuneração dos acionistas em períodos correntes, reduz o custo de capital próprio (taxa de desconto), por diminuir também a incerteza dos investidores acerca dos fluxos de caixa futuro (GORDON, 1959).

Em oposição à concepção da teoria que considera os dividendos como relevantes para a criação de valor de uma empresa, centra-se a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Desenvolvida por Miller e Modigliani (1961), essa teoria afirma que os dividendos não são relevantes para a maximização de valor de uma empresa, amparada no argumento de que para os acionistas e investidores, receber dividendos em período corrente ou reinvestir os lucros na empresa é uma circunstância irrelevante, dado que os ganhos de capital agregados num futuro se equiparariam aos dividendos que seriam recebidos em períodos correntes, mediante a valorização do preço das ações.

No entanto, para sustentar esse argumento, Miller e Modigliani (1961) supõem algumas hipóteses, havendo a presença de determinados fatores, que são eles:

- a) Nenhum comprador ou vendedor de ações é relevante o suficiente para que a sua negociação possa intervir significativamente no preço das ações;
- b) Todas as informações são disponíveis a todos os usuários, com custo zero, ou seja, não há assimetria informacional;
- c) Não existem taxas de corretagem ou outros custos de transação;
- d) Não existem diferenças de tributação entre dividendos e ganhos de capital;
- e) Os investidores são racionais e, para tanto, preferem maximização de sua riqueza, independente se esta dar-se em forma de recebimento de dividendos ou em valorização futura de seu portfólio de ações daquela empresa (ganhos de capital);
- f) As políticas de dividendos adotadas na companhia não exercem influência sobre as decisões de investimento.

Nessa esteira, Miller e Modigliani (1961) acreditam que caso a empresa optasse por reinvestir os lucros apurados, ela teria uma possível valorização de suas ações no futuro e conseqüentemente, a espera do acionista pelo ganho futuro, isto é, ter deixado de receber os dividendos em um período corrente, seria anulada por essa valorização das ações. Ao passo que, se a empresa opta por pagar dividendos em período corrente, os acionistas vão possuir valor adicionado neste determinado período, porém, as ações da empresa podem não ser valorizadas tão quanto seria caso tivesse ocorrido o reinvestimento.

Logo, o aumento de valor para o acionista no período corrente pode ser neutralizado pela redução da valorização do preço das ações. Assim, independente da política de distribuição de dividendos adotada pela empresa, o valor adicionado para a empresa e o

acionista estaria suscetível a uma neutralização, caracterizando a política de distribuição de dividendos como irrelevante na criação de valor, na concepção de Miller e Modigliani (1961).

2.2. Distribuição de Dividendos e Persistência

A distribuição de dividendos numa companhia é comumente atrelada ao aumento da criação de valor a empresa e/ou ao acionista, em forma de retornos positivos, bem como também, usualmente abordada na literatura como tendo algum vínculo com a política de investimentos adotada na empresa. Conforme explanado pelas teorias discutidas na seção anterior deste trabalho, esse fato justifica-se porque a opção pela distribuição ou não de dividendos, assim como o aumento ou diminuição destas distribuições, pode implicar numa possível reação do mercado, no que tange ao valor das ações (LINTNER, 1956).

Neste sentido, Chan *et al.* (2016) argumentam que os aumentos correntes nos lucros não podem ser seguidos de aumentos correntes nos dividendos, pois, em conformidade com o conceito de lucros permanentes, introduzidos por Marsh e Merton (1987), caso não haja uma tendência de aumentos permanentes dos lucros, os aumentos nos pagamentos de dividendos podem ser seguidamente rescindidos. Para tanto, diminuições nas distribuições de lucros provocaria o descontentamento do investidor, que não responde favoravelmente a corte de dividendos (CHAN *et al.*, 2016). Logo, essas circunstâncias levam a suavização dos dividendos em relação aos resultados, os tornando altamente persistentes (CHAN *et al.*, 2016). Assim, é provável que os dividendos sejam mais persistentes do que os resultados.

No tocante a persistência dos resultados, a literatura a considera como um fator de relevância para a predição de resultados, assim como também na avaliação de ativos (PAULO, 2007), uma vez que quando é possível prever resultados futuros através de resultados passados e aqueles destoam minimamente dos esperados, pode-se considerar que os resultados são persistentes (DECHOW; SCHRAND, 2004). Contudo, existem determinadas situações em que a persistência dos resultados pode ser reduzida, como no caso de estimações do volume de *accruals*, uma vez que existe a possibilidade de que certas estimações exijam maiores julgamentos da companhia, podendo culminar num maior volume de erros nessas estimações e, conseqüentemente, reduzindo a persistência dos resultados (PAULO, 2007).

Conforme evidencia Dechow e Schrand (2004), os resultados contábeis fornecem uma melhor previsibilidade de desempenho futuro do que os fluxos de caixa operacionais, pois os resultados são mais persistentes do que os fluxos de caixa. Para tanto, Dechow e

Dichev (2002) afirmam que a persistência dos lucros é explicada pelo nível de *accruals* e pela qualidade desses *accruals*. À medida que a qualidade dos *accruals* e a qualidade dos lucros das companhias diminuem, os erros nas estimações dos *accruals* aumentam (DECHOW; DICHEV, 2002).

Sendo assim, a persistência dos lucros pode ser menor quando o volume de *accruals* for elevado, já que estes, habitualmente, são oriundos de estimativas (DECHOW; DICHEV, 2002). Em paralelo a persistência dos lucros existe a volatilidade dos lucros. Quando os lucros são voláteis, a previsão de fluxos de caixa futuro das companhias fica comprometida, já que a volatilidade dos lucros é inversamente relacionada à persistência dos mesmos, isto é, quanto mais voláteis forem os lucros, menor a sua persistência (DICHEV; TANG, 2009). Dichev e Tang (2009) complementam ainda afirmando que a volatilidade dos lucros pode estar atrelada ao gerenciamento de resultados, já que as companhias suavizam os seus resultados para que o desempenho da companhia tenha maior previsibilidade. Por sua vez, os resultados podem ser gerenciados para que os dividendos sejam persistentes.

Para La Porta *et al.* (2000) a persistência dos dividendos assegura à empresa uma reputação de moderação da riqueza do acionista, em que se pressupõe que o pagamento dos dividendos substitui uma proteção aos mesmos. E, adicionalmente, os gestores precisam também manter o acesso ao mercado de capitais, justificando-se mais uma vez o motivo pelo qual aqueles procuram preservar essa reputação relacionada ao pagamento de dividendos (LA PORTA *et al.*, 2000), isto é, os mantendo persistentes.

Ratificando La Porta *et al.* (2000), evidências encontradas por d'Udekem (2014) em instituições bancárias, especificamente em momentos de crise financeira, indicam que a persistência dos dividendos preserva a reputação dos bancos junto ao mercado, isto é, sinaliza para o mercado a ideia de que mesmo em tempos de crise, a companhia não deixa de manter o nível de dividendos constante. Porém, o mesmo autor afirma que a suavização no pagamento dos dividendos faz com que estes sejam pagos nos períodos de maiores incertezas de fluxos de caixa, enfraquecendo assim as posições de liquidez e de solvência dos bancos.

Dentro deste contexto, a persistência dos dividendos pode estar diretamente atrelada às políticas pelas quais as empresas adotam na definição de como, quanto e se distribuirão dividendos. Conforme Silva (2008), essa distribuição pode ser mensurada por várias unidades de medidas, no entanto, as mais utilizadas por pesquisas que investigam a política de dividendos são: dividendo por ação, *dividend payout* e *dividend yield*.

O dividendo por ação corresponde à razão entre o montante do lucro que é atribuído ao pagamento de dividendos e a totalidade de ações que são negociadas pela companhia no

mercado. Por sua vez, o *dividend payout*, isto é, o índice *payout*, corresponde a um percentual obtido pela divisão entre o valor distribuído em pagamento de dividendos aos acionistas e o lucro líquido do exercício apurado pela empresa. Já o *dividend yield*, ou rendimento dos dividendos, corresponde ao percentual obtido pela divisão entre o valor do dividendo por ação e a cotação da ação da companhia.

No tocante ao pagamento dos dividendos, a forma mais comum de se remunerar os acionistas é através do pagamento em dinheiro (SILVA, 2008). Nesta situação, um determinado valor do lucro ou índice aplicável sobre ele é direcionado a saída de recursos monetários para quitar a remuneração dos acionistas. Porém, isoladamente no contexto brasileiro, existe ainda o pagamento de dividendos em dinheiro calculado por meio dos Juros sobre o Capital Próprio, ou seja, sobre as contas do Patrimônio Líquido da empresa.

De acordo com a Lei nº 9.249/95, as companhias de capital aberto subordinadas as observâncias da Lei 6.404/76 podem utilizar os Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) como dedutíveis do *payout* mínimo obrigatório. O inciso III, da Deliberação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 683/12, acrescenta que as companhias abertas poderão imputar e deduzir os JSCP dos dividendos mínimos obrigatórios apenas pelo seu valor líquido de imposto de renda na fonte.

Num outro panorama, mais abrangente, encontra-se outra maneira de remunerar os acionistas: a recompra de ações. Essa modalidade de remuneração consiste no fato de a empresa recomprar as suas próprias ações, reduzindo o número total de ações em circulação. Para Dittmar (2000) a recompra de ações é preferível para as empresas ao invés dos dividendos, pois na recompra a empresa não é condicionada a estar sempre comprando suas próprias ações, enquanto que os dividendos incorrem numa obrigação regular. Adicionalmente, Dittmar (2000) afirma que as distribuições de lucros aos acionistas e a recompra de ações correspondem a uma modalidade da companhia distribuir o volume excedente de capital entre os seus acionistas.

Neste contexto, ambos os métodos podem representar formas de remunerar os acionistas, já que ao comprar suas próprias ações, a companhia tem o seu dividendo por ação aumentado, haja vista a diminuição da quantidade de ações (a base acionária passa a ser menor), assim como pode também obter ganhos de capital sobre o valor da ação. Cabe ressaltar que tanto o pagamento em dinheiro, quanto os JSCP e a recompra de ações, podem corresponder a formas de distribuir riqueza aos acionistas. Assim, o termo “proventos” é comumente utilizado, para se referir ao pagamento de dividendos e o pagamento de JSCP

(IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008) e neste trabalho, também fará referência a recompra de ações.

Ainda sobre o pagamento de dividendos é importante salientar que muitas vezes são determinados pela política de distribuição de dividendos estabelecidas nas companhias e que, portanto, podem ser influenciados por vários fatores. Dentre esses fatores destacam-se para fins deste estudo: rentabilidade, oportunidade de crescimento, endividamento e tamanho da empresa.

A literatura fundamenta a existência de uma relação positiva entre a distribuição de dividendos de uma empresa e sua rentabilidade (HAN; LEE; SUK, 1999; FAMA; FRENCH, 2001; DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; JABBOURI, 2016) e alguns estudos documentam essa relação em mercados emergentes, tais como: Ahmed e Javid (2009), Oza (2004), dentre outros.

Segundo Jabbouri (2016), as empresas tendem a aumentar os pagamentos de dividendos quando a sua rentabilidade aumenta, pois assim, evita-se que lucros sejam retidos para a empresa e de acordo com os argumentos já expostos no decorrer desse trabalho, dirimindo a quantidade de recursos disponíveis a atitudes discricionárias dos gestores. Assim, espera-se que a rentabilidade seja positivamente relacionada com a distribuição de dividendos numa companhia.

No tocante ao crescimento das empresas, pesquisas têm encontrado uma influência negativa na relação da distribuição de dividendos com o crescimento da companhia, para o argumento de que empresas com muitas oportunidades de crescimento têm maiores necessidades de financiar a expansão com retenções de lucros (CHANG; RHEE, 1990). E, portanto, poderá pagar menores volumes de dividendos, enquanto que as empresas com baixas oportunidades de crescimento tendem a pagar maiores proporções de dividendos (FAMA; FRENCH, 2001; CHAE; KIM; LEE, 2009; CHAY; SUH, 2009; CHENG; CULLINAN; ZHANG, 2014).

Estes estudos supracitados utilizaram o *market-to-book* para a mensuração do crescimento, isso porque, para Chay e Suh (2009), companhias com elevados índices *market-to-book* pagam menor volume de dividendos do que companhias com baixos índices. La Porta *et al.* (2000) encontraram a mesma relação, isto é, negativa, utilizando a taxa de crescimento das vendas, como uma outra *proxy* para medir o crescimento das empresas. Assim, observa-se que por diferentes métricas ainda é possível encontrar a mesma relação entre a distribuição de dividendos e o crescimento das firmas.

Evidências corroboram também, que a distribuição de dividendos é negativamente

influenciada pelo grau de endividamento da empresa. Ou seja, se a proporção da dívida aumenta, a distribuição de dividendos aos acionistas decresce, pois, as empresas mais endividadas tendem a pagar menos dividendos do que as companhias que possuem menor endividamento (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; AL-KUWARI, 2009; JABBOURI, 2016). Uma justificativa para as relações inversas entre dividendos e dívida, tem-se que as companhias altamente alavancadas possuem altos custos de transação com financiamentos externos e para tanto, precisam manter recursos internos, como retenções de lucros, para se autofinanciar ao invés de distribuir caixa disponível aos seus acionistas (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003; AL-MALKAWI, 2007).

No que se concerne ao tamanho da empresa, os resultados obtidos por algumas investigações corroboram que o tamanho é um dos fatores mais importantes na determinação de distribuição de dividendos (JABBOURI, 2016). A influência do tamanho da empresa no pagamento de dividendos tem se apresentando em várias pesquisas, como sendo um fator de influência positiva (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; AL-KUWARI, 2009; JABBOURI, 2016). Assim, quão maior for o tamanho da empresa, maior será a proporção paga de dividendos aos acionistas e quão menor for o tamanho, a relação será inversa.

Dentro dessa perspectiva da rentabilidade, da oportunidade de crescimento, do endividamento, do tamanho da empresa, dentre outros, existe ainda um fator que pode ser determinante para que esses pagamentos de dividendos sejam alterados, que é a intervenção discricionária da gestão sobre os resultados da empresa. Essas intervenções, tratadas na seção seguinte deste trabalho, podem, inclusive, condicionar a persistência dos dividendos, uma vez que os resultados podem ser gerenciados em maior ou menor volume a fim de manter os dividendos persistentes.

2.3. Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados é também discorrido no âmbito literário como “manipulação de resultados contábeis”, “gerenciamento de lucros”, “suavização de resultados”, dentre outros termos. Entretanto, não há um consenso que indique a existência de um único conceito para estas expressões, sendo acarretada por divergências conceituais (STOLOWY; BRETON, 2003). Assim, em termos conceituais o gerenciamento de resultados pode ser confundido com a definição de contabilidade criativa, a qual apesar de não ser consolidada, está diretamente associada ao conceito de manipulação de resultados.

A contabilidade criativa refere-se a uma prática mais ampla e que segundo Borralho (2007) é capaz de alcançar quaisquer dados e níveis das demonstrações contábeis, não somente o resultado. Num outro panorama, encontra-se a fraude, que diferentemente do conceito de contabilidade criativa, trata do descumprimento da legislação e dos princípios contábeis, tendo como propósito esconder algo que infrinja as práticas contábeis adotadas (DECHOW; SKINNER, 2000). Logo, as definições se distinguem em seus propósitos do gerenciamento de resultados.

O gerenciamento de resultados, ou manipulação das informações contábeis (PAULO, 2007) em sentido mais amplo, é conceitualmente abordado como sendo um procedimento de alteração dos resultados contábeis apresentados por uma companhia durante o seu processo de apuração, na forma a qual é admitida pela própria legislação contábil, no tocante a adoção de práticas contábeis aplicáveis a um determinado fato (AMAT; GOWTHORPE, 2004).

Para Healy e Whalen (1999), esse processo de modificação nos resultados contábeis é oriundo da atitude subjetiva dos administradores em exercer um julgamento sobre determinadas informações financeiras com a finalidade de enganar investidores no que diz respeito ao real desempenho econômico da entidade. Giroux (2004) e Matsumoto e Parreira (2007) completam essa definição afirmando que a alteração nos números contábeis serve para se chegar a um algum fim, o qual é determinado pelo resultado contábil, por meio da utilização das práticas contábeis discricionárias, consoante com os princípios e as normas contábeis, assim como também do uso de atividades operacionais.

Neste sentido, Damodaran (2012) afirma que os administradores de empresas podem gerir os resultados da companhia, por considerarem que o mercado retribuirá positivamente bons resultados, assim como também para que os resultados gerenciados superem expectativas, como por exemplo, de analistas financeiros. Para tanto, com a finalidade de avaliar empresas ou investimentos, os analistas financeiros, geralmente, executam reconciliações nos lucros contábeis reportados pelas entidades objeto de avaliação.

A ideia considerada pelos analistas é a de que esses lucros passaram por um processo de julgamento, ou seja, de escolhas dos gestores, não revelando assim, o real desempenho econômico e financeiro da entidade e, conseqüentemente, o real valor agregado ou destruído pela empresa (DAMODARAN, 2012). Sendo assim, Cupertino e Martinez (2008) observam que quando os lucros são utilizados como forma de mensuração do desempenho da gestão de uma empresa existem incentivos por parte dos gestores para que os mesmos sejam inflados.

Paulo (2007) elenca alguns desses incentivos, dentre os quais está o de resguardar a entidade de efeitos negativos nos preços de suas ações na anunciação de perdas contábeis,

equilibrar os resultados com as previsões dos analistas financeiros, reduzir a volatilidade dos resultados de modo a manter o crescimento dos lucros de forma uniformizada, entre outros. Por conseguinte, as decisões discricionárias que possam vir por ventura a volatilizar ou não os lucros reportados podem impactar nas decisões inerentes a distribuições de lucros, uma vez que as políticas de dividendos podem estar condicionadas ao lucro do exercício.

Mais uma vez, as decisões discricionárias podem também tornar o resultado reportado pela contabilidade divergente do autêntico resultado da companhia, afetando não apenas a política de dividendos de uma empresa, mas, segundo Martinez (2001), impactando no desempenho econômico da companhia e também na predição de seus futuros fluxos de caixa (MARTINEZ, 2001).

De acordo com a literatura, o fluxo de caixa corresponde a uma decomposição do lucro, em que este é constituído pelo somatório dos fluxos de caixa com os *accruals* (DECHOW; KOTHARI; WATTS, 1998). Os *accruals*, por sua vez, caracterizam-se como um dos métodos usualmente utilizados na detecção de resultados gerenciados por meio das escolhas contábeis (PAULO, 2007). Conceitualmente, os *accruals* refletem a diferença entre o resultado contábil do período (que obedece ao princípio e regime contábil da competência) e os fluxos de caixa (regime de caixa), assumindo o papel de ajustar os fluxos de caixa e o regime de competência (PAULO, 2007).

O regime de competência é de grande importância para o investidor, pois ele neutraliza as flutuações de caixa da firma, possuindo mais utilidade para o investidor do que o fluxo de caixa operacional (DECHOW; SKINNER, 2000). Sendo assim, se em uma empresa todas as operações do período conduzissem a pagamentos e a recebimentos à vista, os fluxos de caixa e os resultados apurados seriam coincidentes, logo, não existiriam *accruals* (BORRALHO, 2007).

No entanto, como nas empresas as diferenças entre regimes de caixa e de competência são recorrentes, os *accruals* requerem estimação e, portanto, são passíveis de erros (DECHOW; SCHARAND, 2004). Os erros ocorrem de maneira intencional ou não intencional e suas estimações minimizam a capacidade dos lucros no tocante a predição de fluxos de caixa futuros que reflitam a realidade da companhia (DECHOW; SCHARAND, 2004). Os erros não intencionais, ou não discricionários, são assim caracterizados pela literatura quando os resultados reportados refletem a real diferença entre os fluxos de caixa e o regime de competência da entidade, isto é, o desempenho apresentado nas demonstrações contábeis não sofreram distorções.

Em contrapartida, a discricionariedade dos *accruals* (erros intencionais) está atrelada à manipulação dos resultados e sua utilização reflete na mensuração de ativos líquidos, pois os mesmos ficam momentaneamente mensurados por valores irreais (PAULO, 2007). Ou seja, há ações discretas da gestão de distorcer os resultados, reportando assim um desempenho anormal e diferente da realidade econômica da entidade.

Srikanth e Prasad (2015) definem os *accruals* discricionários como sendo aqueles que a empresa tem a liberdade para decidir sobre eles numa situação particular. Quando os *accruals* são manipulados, além de se alterar o resultado do ano corrente, também se altera o resultado futuro e, portanto, espera-se que esses resultados sobrecarregados ou subcarregados sejam revertidos em algum momento (MARTINEZ, 2008).

Contudo, a discricionariedade dos *accruals* nos resultados pode influenciar na permanência dos lucros da companhia e concomitantemente, exercer influência sobre a persistência dos dividendos, já que estes podem depender do volume de lucros divulgados, conforme já explanado no decorrer deste trabalho. Srikanth e Prasad (2015) afirmam que empresas que pagam dividendos tendem a manter um histórico constante de distribuição de lucros e para isso, tentam evitar grandes oscilações nesses pagamentos.

No estudo desenvolvido por esses autores, Srikanth e Prasad (2015), com empresas indianas, verificou-se que por meio de estimações de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados), as distribuições de dividendos dessas companhias eram afetadas. Assim, é provável que resultados contábeis sejam gerenciados para afetar as distribuições de dividendos das companhias.

2.4. Desenvolvimento das Hipóteses de Pesquisa

As hipóteses dessa pesquisa foram desenvolvidas com base em fundamentos de estudos anteriores que identificaram alguma relação entre as variáveis que são investigadas neste estudo. A primeira hipótese parte do pressuposto de que os dividendos distribuídos pelas companhias de capital aberto, cujas suas ações são negociadas nas bolsas de valores dos mercados acionários latino-americanos, apresentam persistência. Essa hipótese sustenta-se no argumento de Lintner (1956) de que os dividendos são suavizados e difíceis de serem cortados, em que posteriormente foi acrescentado por Marsh e Merton (1987), o pressuposto de que as companhias só aumentam os pagamentos de dividendos quando há uma maior certeza de que os lucros tendem a aumentar continuamente.

Outros estudos como o de Bancel, Bhattacharyya e Mittoo (2005), que fizeram um levantamento com gestores de 16 países europeus, verificaram que eles concordam fortemente com as descobertas de Lintner (1956), muito embora os gestores não tenham alvos de dividendos fixos, isto é, um *payout* fixo, como os gestores objetos da pesquisa de Lintner (1956). Al-Najjar (2009) quando comparou companhias não financeiras da Jordânia (considerado um mercado em desenvolvimento, como os países da América Latina) com companhias financeiras de países desenvolvidos, encontrou que o comportamento dos dividendos das empresas jordanas tem *ratios* alvo de pagamento de dividendos e que eles se ajustam a proporções-alvo de pagamentos, podendo ser persistentes.

Diante do exposto, acredita-se que os dividendos sejam suavizados, mantendo-se persistentes ao longo dos períodos, a fim de manter *payouts* constantes para não alterar a percepção do mercado no tocante a presença de fluxos de caixa futuro, conforme evidencia a literatura. Assim, tem-se a seguinte hipótese para este estudo:

H₁: As companhias de capital aberto do mercado latino-americano de capitais apresentam persistência no pagamento de seus dividendos.

A persistência dos dividendos apresentada na Hipótese 1 (H₁) é medida por meio do modelo desenvolvido por Lintner (1956), um dos autores seminais sobre estudos de dividendos na literatura internacional.

A segunda hipótese dessa pesquisa considera que o gerenciamento de resultados pode ser determinante no pagamento de dividendos das empresas. Schipper (1989), por exemplo, cita alguns pontos que são importantes nas suas colocações acerca do gerenciamento. Um dos pontos é que o gerenciamento de resultados é praticado nas decisões relativas aos investimentos da companhia e em questões financeiras, modificando as demonstrações contábeis da companhia, por conseguinte. Assim, os dados contábeis podem passar por um processo de suavização, evitando-se a sua volatilidade ao longo dos exercícios (SCHIPPER, 1989).

Dessa forma, para reforçar essa suposição, Daniel, Denis e Naveen (2008) documentam que empresas tendem a gerir os resultados da companhia para cima, quando estes se encontram aquém dos níveis de dividendos esperados. E para tanto, os resultados indicam que os gestores tratam o nível de dividendos esperados como sendo um limiar para o gerenciamento de resultados. Em outro estudo, desenvolvido por Sobrinho, Rodrigues e Sarlo Neto (2014) com companhias brasileiras, constatou-se que as empresas que apresentavam

payout em maior nível, gerenciavam resultados também em níveis maiores e que a persistência dos dividendos apresentou sinal positivo e significativo com os *accruals* discricionários.

Assim sendo, é provável que os dividendos sejam mais persistentes do que os próprios resultados da empresa, uma vez que para evitar a volatilidade do *payout*, as empresas podem gerenciar os resultados contábeis, de modo a manter o *payout* persistente. Logo, supõe-se que:

H₂: As empresas com maiores indícios de gerenciamento de resultados tendem a ter maior persistência nos pagamentos de dividendos.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. Coleta de Dados e Amostra

A amostra desta pesquisa foi constituída por companhias de capital aberto que possuem ações negociadas nas bolsas de valores da América Latina, que tivessem suas informações financeiras divulgadas na base de dados da *Thomson Reuters*, plataforma *Eikon*. Como particularidade do mercado brasileiro, utilizou-se também a base de dados da Comdinheiro para coletar a um dos componentes do *Dividend Payout*, os Juros Sobre o Capital Próprio. Os países que tiveram todas as informações disponíveis nessa base de dados foram: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, México, Peru e Venezuela, conforme é demonstrado no Quadro 1, para o período de 2001 a 2015.

Quadro 1 – Quantidade de empresas por país. 2001-2015.

País	Amostra Inicial	Amostra Final
Argentina	92	41
Bolívia	39	1
Brasil	501	87
Chile	228	97
Colômbia	74	27
Costa Rica	7	4
Equador	53	0
México	158	32
Peru	218	66
Venezuela	37	9
Total	1.407	364

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

A amostra inicial foi composta por 1.407 empresas distribuídas entre os dez países da América Latina, compondo um total de 28.140 observações, como se observa na Tabela 1. Contudo, foram excluídas da amostra as observações (empresa/ano) com pelo menos uma informação faltante (células vazias) na base de dados, pois isso impossibilitaria a estimação dos modelos. Também foram excluídas as empresas financeiras, uma vez que foi utilizada uma variável que mede o nível de endividamento das companhias (End) e, para tanto, essas empresas possuem a particularidade de serem altamente alavancadas, podendo vir a comprometer os resultados desta pesquisa, conforme Tabela 1.

Tabela 1 – Composição da amostra

Situação da composição da amostra	Quantidade de observações
Observações iniciais	28.140
(-) Observações excluídas devido à falta de pelo menos uma informação na base de dados	(26.531)
(-) Observações de empresas financeiras restantes	(77)
(=) Observações finais	1.532

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

A principal responsável pela redução da amostra foi a variável de dividendos, haja vista que a maioria das empresas não divulgou informações de dividendos nos anos analisados. Manteve-se na amostra as empresas que tiveram *Dividend Payout* negativo, isto é, que mesmo apresentando prejuízos (lucro líquido negativo), distribuíram dividendos, visto que essa pesquisa tem por finalidade investigar a persistência dos dividendos.

Após todas as exclusões, a amostra final foi composta de 364 empresas distribuídas entre os nove países listados na coluna “Amostra Final” do Quadro 1, equivalente ao total de 1.532 observações, uma vez que o Equador foi excluído da análise por não ter apresentado informações suficientes de nenhuma empresa para as estimações dos modelos de análise.

3.2. Modelos e Variáveis

Na composição da amostra final observou-se a existência de heterocedasticidade entre as variáveis das empresas, por meio do teste de Wald que indicou a rejeição da hipótese nula de ausência de heterocedasticidade, conforme apresentado nas estatísticas descritivas, na seção 4.1. Por conseguinte, optou-se pela utilização da regressão quantílica em quartis (0.25, 0.50 e 0.75) para as estimações das Equações 4, 9, 10 e 11, pois conforme Ohlson e Kim (2014) este tipo de modelo possui robustez à presença de heterocedasticidade, visto que as relações entre as variáveis são testadas nos quantis condicionais. Logo, a presença de valores extremos na amostra (como os casos desta amostra), isto é, *outliers*, pode ser explorada através da regressão quantílica, posto que esse modelo permite a análise de toda a distribuição amostral e não apenas da média condicional.

No tocante aos procedimentos, para o alcance do objetivo geral proposto nesta pesquisa, seguiu-se uma sequência de estimações. No primeiro momento, mensurou-se o *Dividend Payout* das companhias (proventos pagos aos acionistas) e, posteriormente, estimou-

se o gerenciamento de resultados por meio do modelo Dechow *et al.* (2012). No terceiro momento foi verificada a influência do gerenciamento de resultados no *Dividend Payout* das empresas, conforme Equação 9, já que as políticas de dividendos da companhia podem ser afetadas pelo gerenciamento de resultados contábeis.

No quarto momento foi verificada a existência da persistência de dividendos por meio do modelo de Lintner (1956). E, no quinto, analisou-se a relação entre a persistência de dividendos e o gerenciamento de resultados, a fim de responder à questão central desse estudo, conforme apresentado na seção posterior.

3.2.1. Mensuração do *Dividend Payout*

Visando verificar se as políticas de dividendos são afetadas pelo gerenciamento de resultados, bem como, posteriormente, a persistência de dividendos, primeiramente calculou-se o *Dividend Payout*² de cada companhia (variável dependente da Equação 9), por meio da Equação 1. O *Dividend Payout* foi mensurado pelo somatório do pagamento de proventos efetuados aos acionistas divididos pelo Lucro Líquido. Por sua vez, os proventos correspondem ao somatório dos Dividendos, Juros sobre o Capital Próprio e Recompras de Ações. Esta última refere-se ao valor do desembolso efetuado pela empresa em razão da compra de suas próprias ações.

$$Dividend\ Payout_{it} = \left[\frac{Pagamento\ de\ Dividendos + JSCP + Recompra\ de\ Ações}{Lucro\ Líquido} \right] \times 100 \quad (1)$$

O cálculo do *Dividend Payout* não incorpora o valor das bonificações concedidas aos acionistas, uma vez que a sua identificação nas bases de dados utilizadas não foi confiável para todas as empresas, o que poderia enviesar o *Dividend Payout*. Portanto, apesar dessa limitação, optou-se pela confiabilidade da medida.

3.2.2. Estimação do Gerenciamento de Resultados

Para a mensuração do gerenciamento de resultados este trabalho utilizou como *proxy* a estimação de *accruals* discricionários, os quais somados aos *accruals* não discricionários resultam nos *accruals* totais, conforme é observado na Equação 2. De acordo com a literatura,

² O *Dividend Payout* corresponde a variável “Div” da Equação 9.

os *accruals* discricionários correspondem ao termo de erro da regressão apresentada na Equação 4, uma vez que se espera que o fluxo de variáveis financeiras, apresentadas no cálculo dos *accruals* totais (Equação 3) sejam, em média, explicadas pelas variáveis que representam o resultado da companhia (Equação 4). As diferenças que não são explicadas pelas relações entre as variáveis independentes e os *accruals* totais são captadas pelo termo de erro (Equação 4), o qual é considerado na literatura como o gerenciamento de resultados.

$$AcT_{it} = AD_{it} + AND_{it} \quad (2)$$

Em que, AcT_{it} são os *accruals* totais para toda empresa i no período t ; AD_{it} são os *accruals* discricionários da empresa i no período t ; e AND_{it} são *accruals* não discricionários da empresa i no período t .

Com a finalidade de estimar os *accruals* totais, esta pesquisa utilizou alguns itens do Balanço Patrimonial, o que conforme Paulo (2007) é uma abordagem comumente utilizada, considerando-se que os elementos dos *accruals* de receitas e de despesas, presentes na Demonstração do Resultado estão vinculados às mutações ocorridas nas contas de capital circulante, evidenciadas no Balanço Patrimonial. Dessa forma, essa composição é descrita na Equação 3.

$$AcT_{it} = \frac{(\Delta AC_{it} - \Delta Disp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta D_{it}) - Dep_{it}}{AT_{it-1}} \quad (3)$$

Em que, AcT_{it} são os *accruals* totais para toda empresa i no período t ; ΔAC_{it} é a variação do ativo circulante da empresa i entre os períodos $t-1$ e t ; $\Delta Disp_{it}$ é a variação das disponibilidades da empresa i entre os períodos $t-1$ e t ; ΔPC_{it} é a variação do passivo circulante da empresa i entre os períodos $t-1$ e t ; ΔD_{it} é a variação dos empréstimos e financiamentos de curto prazo da empresa i entre os períodos $t-1$ e t ; Dep_{it} é a despesa de depreciação da empresa i no período t ; e AT_{it-1} é o ativo total da empresa i no período $t-1$.

No tocante à estimação do gerenciamento de resultados (captado na Equação 4 pelo termo de erro “ ε_{it} ”), utilizou-se o modelo de regressão proposto por Dechow *et al.* (2012). Esses autores mostraram que o modelo de regressão supramencionado aumentou o poder do teste de detecção do gerenciamento de resultados, reduzindo as falhas causadas pela má especificação nas amostras entre um amplo conjunto de características econômicas, causadas

pela inclusão dos *accruals* não discricionários correlacionados, o que modelos precedentes não eram capazes de fazer.

A nova proposta apresentada na pesquisa de Dechow *et al.* (2012) corrige alguns problemas existentes no modelo de Jones Modificado (1995) em que este, por sua vez, já representara uma primeira modificação do modelo original de estimação dos *accruals* discricionários, desenvolvido por Jones (1991). No modelo proposto por Dechow *et al.* (2012) há a inclusão do intercepto da regressão, bem como dos *accruals* totais defasados, para que seja possível a identificação da reversão dos *accruals* totais no período corrente. Assim, essa pesquisa utilizará o modelo Dechow *et al.* (2012), apresentado na Equação 4, levando-se em consideração a relevância das suas recentes correções do modelo modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) que, por sua vez, é um dos modelos mais utilizados nas literaturas nacional e internacional, em abordagens sobre o gerenciamento de resultados (MACHADO; BENETTI; BEZERRA, 2011).

Dois fatores adicionais foram considerados no tocante ao modelo de Dechow *et al.* (2012). O primeiro foi à inclusão de uma *dummy* para controlar o efeito da obrigatoriedade de migração das normas contábeis específicas de cada país para a adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS). A introdução das IFRS pode suscetibilizar os relatórios financeiros das companhias a mudanças no reconhecimento, mensuração e evidenciação dos números contábeis, assim como investigado por Pelucio-Grecco *et al.* (2014). Os referidos autores constataram que a implementação das IFRS teve um efeito restritivo no gerenciamento de resultados, levando-se em consideração que as companhias estudadas estavam subordinadas a fiscalização de uma agência reguladora.

O segundo, levando-se em consideração que no período abrangido por essa pesquisa (2001 a 2015) ocorreu uma crise financeira de nível mundial, a crise do *Subprime*, que pode ter afetado os resultados das companhias e, concomitantemente, seus fluxos de caixa, uma variável *dummy*, para verificar se essa crise financeira em 2008 influenciou os *accruals* das companhias, foi criada. Esse período de 2008 foi marcado pela recessão econômica, causada pela descontinuidade de instituições financeiras que concediam empréstimos hipotecários a investidores que não tinham ou que não teriam condições de liquidá-los a partir do momento em que a taxa de juros aumentasse (BRESSER-PEREIRA, 2009). Logo, atribuiu-se uma *dummy* para esse período, conforme destaca-se a Equação 4.

$$\begin{aligned}
AcT_{it} = & \alpha_1 + \alpha_2 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \alpha_3 (\Delta RL_{it} - \Delta CR_{it}) + \alpha_4 (PPE_{it}) + \alpha_5 (AcT_{it-1}) \\
& + \alpha_6 IFRS_t + \alpha_7 CrF_t + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
\quad (4)$$

Em que, AcT_{it} são *accruals* totais para toda empresa i no período t , ponderados por seu ativo total no final do período $t-1$; AT_{it-1} é o ativo total da empresa i no período $t-1$; ΔRL_{it} é a variação das receitas líquidas da empresa i entre os períodos $t-1$ e t , ponderados pelo ativo total no período $t-1$; ΔCR_{it} é a variação das contas a receber (clientes) da empresa i entre os períodos $t-1$ e t , ponderados pelo ativo total no período $t-1$; PPE_{it} é o somatório dos ativos imobilizado e diferido da empresa i no período t , ponderado pelo ativo total no período $t-1$; AcT_{it-1} são os *accruals* totais da empresa i no período $t-1$, ponderados por seu ativo total no período $t-2$; $IFRS_{it}$ é a variável *dummy*, em que 1 corresponde a obrigatoriedade das IFRS no período t e 0 em caso contrário; CrF_{it} é a variável *dummy*, em que 1 corresponde ao período de crise financeira no período t e 0 em caso contrário; $\alpha_{1...7}$ são os coeficientes da regressão; e ε_{it} é o termo de erro, correspondente ao gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários) da empresa i no período t .

No Quadro 2 é possível observar quais foram os países da América Latina que adotaram as IFRS como obrigatórias em sua jurisdição, e a partir de quando os relatórios financeiros deveriam ser evidenciados de acordo com as IFRS. Às empresas que não estavam obrigadas ao uso das IFRS, atribuiu-se o valor 0 (zero) na variável IFRS.

Quadro 2 – Adoção das IFRS nos países da América Latina

País	Obrigatoriedade	Ano da Obrigatoriedade	Observações
Argentina	Sim	2012	-
Bolívia	Não	-	Subsidiárias de companhias estrangeiras têm a permissão de utilização de IFRS para fins de consolidação dos relatórios financeiros. Contudo, não tem permissão para a publicação dos relatórios financeiros em separado.
Brasil	Sim	2010	-
Chile	Sim	2009	-
Colômbia	Sim	2015	-
Costa Rica	Sim	2002	-
México	Sim	2012	-
Peru	Sim	2011	-
Venezuela	Não	-	O uso das IFRS é facultativo desde o ano de 2014.

Fonte: Adaptado de IFRS (2016).

Consoante com o mencionado anteriormente, o termo de erro da Equação 4 é *proxy* do gerenciamento de resultados. Assim, os erros da referida regressão foram capturados por

quartil e utilizados nas Equações 9 a 11, conforme o quartil analisado. Isto é, os erros do quartil 0.25, foram regredidos com a distribuição amostral das variáveis no quartil 0.25; os do quartil 0.50, com a distribuição do quartil 0.50; e os do quartil 0.75 com a distribuição do quartil 0.75, com o propósito de identificar as relações por quartil.

Neste contexto, a variável gerenciamento de resultados (GRe²) foi elaborada a partir do quadrado do termo de erro de cada quartil analisado na Equação 4. Este procedimento foi adotado devido ao interesse deste estudo estar na magnitude do gerenciamento, isto é, em quais as companhias que mais gerenciam resultados, e não na forma em que as empresas praticam esse gerenciamento (se para mais ou para menos).

3.2.3. Análise da Influência do Gerenciamento de Resultados no *Dividend Payout*

Uma vez calculados o *Dividend Payout* de cada companhia, por meio da Equação 1, e o gerenciamento de resultados, por meio da Equação 4, calculou-se as variáveis de controle, que são: rentabilidade do patrimônio líquido (ROE), oportunidade de crescimento (MtB), endividamento (End), tamanho (Tam) e crise financeira (CrF). Em seguida, utilizou-se o modelo de regressão apresentado na Equação 9 a fim de analisar se o *Dividend Payout* das companhias sofre influência do gerenciamento de resultados.

I) Variáveis de Controle

De acordo com a literatura, as variáveis que apresentam alguma relação com as distribuições de dividendos, isto é, *dividend payout*, estabelecidas nas empresas e o gerenciamento de resultados são:

a) Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)

A rentabilidade da empresa é um dos fatores que influenciam positivamente a distribuição de dividendos (FAMA; FRENCH, 2000; DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006). Para a mensuração da rentabilidade, utilizou-se o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) da entidade, em percentual, conforme explanado na Equação 5, medido pela razão entre o Lucro Líquido Após Juros e Impostos do período t e a média do Patrimônio Líquido no início e no fim do ano t .

$$ROE_{it} = \frac{\text{Lucro Líquido Após Juros e Impostos}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100 \quad (5)$$

b) Oportunidade de Crescimento

Para a mensuração da oportunidade de crescimento numa empresa, a *proxy* utilizada foi o índice *market-to-book* (Equação 6) pois, segundo Chay e Suh (2009), quanto maior o índice *market-to-book*, menor a proporção de dividendos distribuídos, uma vez que empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a distribuir menor volume de dividendos, do que as empresas com menores oportunidades de crescimento.

O *market-to-book* corresponde à razão entre o valor de mercado da empresa na data do último preço de fechamento do ano período t , sobre o seu valor contábil no período t .

$$MtB_{it} = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor contábil}} \quad (6)$$

c) Endividamento

Há evidências de pesquisas que corroboram a afirmação de que o grau de alavancagem de uma empresa, isto é, o endividamento, está negativamente relacionado com o pagamento de dividendos (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; AL-KUWARI, 2009; JABBOURI, 2016). Para mensurar a alavancagem financeira, foi calculado o percentual de endividamento da companhia no período t , conforme exposto na Equação 7.

$$End_{it} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativos Totais}} \times 100 \quad (7)$$

d) Tamanho da Empresa

Como *proxy* de medição do tamanho da empresa foi empregado o logaritmo natural dos ativos totais da companhia do período t , o qual se espera que tenha uma relação positiva com a distribuição de dividendos. Assim, quanto maior a companhia, maior será a distribuição

de lucros (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; AL-KUWARI, 2009; JABBOURI, 2016), conforme Equação 8.

$$Tam_{it} = \text{Logaritmo natural dos Ativos Totais} \quad (8)$$

e) Crise Financeira

Assim como na Equação 4, a crise financeira na Equação 9 assume os mesmos parâmetros: valor 1 (um) no período de 2008 e 0 (zero) nos demais períodos.

II) Modelo de Regressão

Para verificar a relação da distribuição de dividendos com o gerenciamento de resultados, um dos objetivos específicos, utilizou-se o modelo econométrico descrito na Equação 9, que tem por variável dependente o percentual do *Dividend Payout*, calculado na Equação 1, e por variável independente o gerenciamento de resultados, sendo as demais variáveis consideradas de controle.

$$Div_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 GRE^2_{it} + \alpha_3 ROE_{it} + \alpha_4 MtB_{it} + \alpha_5 End_{it} + \alpha_6 Tam_{it} + \alpha_7 CrF_t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em que, Div_{it} é o *Dividend Payout* da empresa i no período t , em percentual; GRE^2_{it} é o gerenciamento de resultados (quadrado do termo de erro) da empresa i no período t ; ROE_{it} é a rentabilidade do patrimônio líquido da empresa i no período t , em percentual; MtB_{it} é o *market-to-book* da empresa i no período t ; End_{it} é o endividamento da empresa i no período t , em percentual; Tam_{it} é o tamanho da empresa i no período t , em logaritmo; CrF_t é a crise financeira no período t ; $\alpha_{1...7}$ são os coeficientes da regressão; e ε_{it} é o termo de erro da empresa i no exercício t .

3.2.4. Métrica da Persistência de Dividendos

Como quarto passo neste trabalho, realizou-se uma análise acerca da existência da persistência dos dividendos. Conforme já explanado no referencial teórico, partiu-se do pressuposto de que as empresas evitam cortes de dividendos para evitar a insatisfação dos

investidores em resposta a esses cortes (LINTNER, 1956). Assim, é provável que a crença por parte das gestões seja a de que os investidores preferem um *payout* razoavelmente estável, com crescimento gradual, ao invés de alterações no *payout* que posteriormente pudessem ser revertidas (LINTNER, 1956).

O referido autor afirma ainda que os dividendos tendem a ser mais persistentes do que os lucros das empresas, haja vista que estes são quase sempre o ponto de partida da administração, ao considerar se os dividendos devem ou não sofrer alterações. Com o propósito de identificar a persistência dos dividendos, o modelo utilizado neste trabalho foi o desenvolvido por Lintner (1956), largamente utilizado na literatura pertinente, conforme exposto na Equação 10, e como particularidade deste trabalho se incluiu a variável de crise financeira (CrF). Os dividendos pagos (Div_{it}) apresentados na Equação 10 se referem ao *Dividend Payout*, calculado na Equação 1, considerando os proventos pagos aos acionistas.

$$Div_{it} = \phi_0 + \phi_1 LL_{it} + \phi_2 Div_{it-1} + \phi_3 CrF_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

Em que, Div_{it} são os dividendos pagos da empresa i no período t ; LL_{it} é o lucro líquido da empresa i no período t ; Div_{it-1} são os dividendos pagos da empresa i no período $t-1$; CrF_t é a crise financeira no período t ; $\phi_{0...3}$ são os coeficientes da regressão; e ε_t é o termo de erro no período t .

A expectativa para o modelo de Lintner (1956) é a de que o coeficiente ϕ_2 (persistência dos dividendos) seja positivo e significativo, isto é, que o dividendo pago no período $t-1$ (Div_{it-1}) explique o nível de dividendos pagos no período corrente (Div_{it}).

3.2.5. Modelo Principal

O quinto passo desta pesquisa tem por finalidade verificar a persistência dos dividendos em um ambiente com o gerenciamento de resultados. Como o gerenciamento de resultados foi captado por quartis e posteriormente calculado o seu quadrado em cada quartil analisado, criou-se uma variável *dummy*³ desse resultado, a qual assumiu o valor 1 (um) para as empresas que gerenciam resultados acima da mediana (naquele quartil) e 0 (zero) em caso contrário. Assim, espera-se que as companhias que mais gerenciam resultados apresentem maior persistência dos dividendos.

³ Nessa análise, a variável de gerenciamento de resultados é tratada como DGR².

Partindo-se dessa expectativa e para atender ao objetivo principal deste estudo, utilizou-se novamente o modelo de Lintner (1956), incluindo-se a variável de crise financeira (CrF) e o gerenciamento de resultados (DGr²), este interagindo com as demais variáveis do modelo, conforme apresentado na Equação 11, a fim de buscar o efeito controlado do gerenciamento de resultados, filtrado pelas empresas que mais gerenciam (acima da mediana do quartil). Desta forma, espera-se que o coeficiente ϕ_6 , que representa a persistência dos dividendos entre empresas que mais gerenciam resultados ($Div_{t-1} \times DGr^2$), seja positivo, significativo e maior que o coeficiente ϕ_2 (Div_{t-1}), ou seja, $\phi_6 > \phi_2$, pois conforme mencionado, acredita-se que empresas que gerenciam resultados acima do valor mediano de cada quartil ($Gr^2 > \text{mediana do quartil}$) sejam mais persistentes.

$$Div_{it} = \phi_0 + \phi_1 LL_{it} + \phi_2 Div_{it-1} + \phi_3 CrF_t + \phi_4 DGr^2_t + \phi_5 (LL_{it} \times DGr^2_t) + \phi_6 (Div_{it-1} \times DGr^2_t) + \phi_7 (CrF_t \times DGr^2_t) + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Em que, Div_{it} são os dividendos pagos da empresa i no período t ; LL_{it} é o lucro líquido da empresa i no período t ; Div_{it-1} são os dividendos pagos da empresa i no período $t-1$; CrF_t é a crise financeira no período t ; DGr^2_t é a variável *dummy*, em que 1 (um) é assumido para as empresas que gerenciam resultados acima da mediana ($Gr^2 > \text{mediana}$) e 0 (zero) quando as empresas gerenciam resultados abaixo da mediana ($Gr^2 < \text{mediana}$) no período t ; $\phi_{1...7}$ são os coeficientes da regressão; e ε_{it} é o termo de erro da empresa i no período t .

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nessa seção são explorados os resultados encontrados nesta pesquisa, cujas hipóteses foram testadas por meio de estimações de regressões quantílicas, por sujeição do alto nível de heterocedasticidade existente entre as companhias latino-americanas de capital aberto. Assim, como mencionado nos procedimentos metodológicos, a amostra final foi composta por 1.532 observações, equivalentes ao total de 364 empresas.

4.1. Estatísticas Descritivas

Na Tabela 2 é possível visualizar as estatísticas descritivas das variáveis investigadas. Não se incluiu na Tabela 2 o gerenciamento de resultados (GRe²), em razão dos *accruals* discricionários terem sido captados por quartis (0.25, 0.50 e 0.75) e, posteriormente, criadas variáveis *dummies* para cada quartil.

Observa-se na Tabela 2 a existência de grande dispersão nos dados. Nas três primeiras variáveis apresentadas é possível notar uma diferença expressiva entre a média e a mediana das mesmas. Isso é ratificado na observância de seus valores mínimos e máximos, o que culmina num alto desvio padrão. Essa heterogeneidade nos dados fortalecem os argumentos pelo uso da regressão quantílica, sem a necessidade de tratamento específico para os *outliers*. O Lucro Líquido das firmas é a variável que tem maior desvio padrão (370.605.194,86), apresentando uma relevante diferença em torno de seus valores mínimo e máximo (-1.401.896.518 e 8.606.062.287, respectivamente).

A presença de Lucro Líquido negativo (Prejuízos) nos dados ocasionou essa diferença expressiva. No entanto, ao passo que o Lucro Líquido se reportou negativo, ainda assim tiveram empresas que mesmo nessas condições distribuíram dividendos, o que culminou em um *dividend payout* negativo, conforme o seu valor mínimo de -2.690.827,00%. Percebe-se, também, que o valor máximo do *dividend payout* (Div_{it}) do período t no quartil 0.25 foi 0 (zero), o que implica dizer que nesse quartil estão concentradas as firmas que tiveram *payout* negativo (menor que zero) e as que não pagaram dividendos (*payout* igual a zero).

Ressalta-se que a presença de *payout* acima de 100% ou abaixo de -100% foi ocasionada pela alta discrepância entre o valor dos proventos pagos e os Lucros Líquidos auferidos (sejam positivos ou negativos). Neste sentido, observou-se que as companhias que tiveram *payout* positivo e acima de 100% distribuíram 100% do seu lucro líquido. Em

contraponto, as que tiveram *payout* negativo e abaixo de -100% pagaram dividendos em valores superiores a 100% de seus prejuízos. As companhias nessas situações podem ter se utilizado de suas reservas de lucro para remunerar os acionistas. Esse fato pode ser uma das explicações para a persistência dos dividendos, uma vez que manter o nível de pagamento de dividendos, mesmo em época de instabilidade financeira, pode aumentar a expectativa do investidor acerca da presença de fluxo de caixa futuro, de acordo com a Teoria da Relevância dos Dividendos, o que pode tornar o lucro mais volátil do que os dividendos.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas. 2001-2015.

Variável	Média	Quartil 0.25	Quartil 0.5 Mediana	Quartil 0.75	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
Div_{it}	1.184,90	0,00	14,36	114,01	-2.690.827,00	5.017.442,00	164.518,00
LL_{it}	99.998.638	600.578	14.707.240	88.500.000	-1.401.896	8.606.062.287	370.605.194,86
Div_{it-1}	2.296,06	0,00	14,76	131,98	-1.748.335,00	5.017.442,00	148.623,30
ROE_{it}	6,29	1,40	8,17	15,72	-3.605,35	393,07	99,10
MtB_{it}	1,04	0,24	0,89	1,96	-1.439,44	521,91	45,05
End_{it}	53,53	34,47	51,53	66,60	0,02	401,38	34,87
Tam_{it}	8,58	7,99	8,62	9,25	5,24	10,84	0,92

Notas: Div_{it} = *Dividend payout* da empresa *i* no período *t*, em percentual; LL_{it} = Lucro líquido do período *t*; Div_{it-1} = *Dividend payout* da empresa *i* no período *t-1*; ROE_{it} = Rentabilidade do patrimônio líquido da empresa *i* no período *t*, em percentual; MtB_{it} = *Market-to-book* da empresa *i* no período *t*; End_{it} = Endividamento da empresa *i* no período *t*, em percentual; Tam_{it} = Tamanho da empresa *i* no período *t*, em logaritmo.

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

No tocante ao ROE, ao *market-to-book* (MtB), ao endividamento (End) e ao tamanho das empresas (Tam), observa-se que a assimetria entre a média e a mediana é menor do que o ocorrido com as variáveis comentadas anteriormente. O maior desvio-padrão dessas variáveis foi o do ROE (99,10). Nota-se que o valor mínimo do ROE foi negativo (-3.605,35%) e seu valor máximo foi superior a 100%, o que implica dizer que dentro do intervalo amostral dessa variável há empresas que apresentaram lucros superiores ao seu Patrimônio Líquido (média de 393,07), visto que o ROE corresponde a razão entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido.

De forma similar ocorreu com o índice *market-to-book*, que teve valor mínimo de -1.439,44, máximo de 521,91 e desvio-padrão de 45,05. Por último, verifica-se que as variáveis que tiveram menor desvio-padrão foram o endividamento (End) e o tamanho das firmas (Tam), que apresentaram os valores de 34,87 e 0,92, respectivamente.

A Tabela 3 é apresentada com o propósito de identificar os valores médios dessas variáveis por país. Nota-se que as empresas brasileiras e mexicanas, em média, distribuem uma maior proporção de seus lucros aos acionistas e que, ainda, essa distribuição média é maior do que o Lucro Líquido médio no período, uma vez que os *payouts* médios foram de 11.195,22% e 2.188,33%, no Brasil e no México, respectivamente. Um dos motivos para essa diferença é a redução do Lucro Líquido médio por conta dos prejuízos observados em algumas empresas, ocasionando alta dispersão nos dividendos e nos lucros(prejuízos). Ainda, a questão regulatória de cada país, todavia, a normatização é uma das limitações deste trabalho, uma vez que o mesmo não alcança a legislação em cada país.

No que tange ao Lucro Líquido (LL_{it}), o país que apresentou maior resultado positivo foi a Colômbia, com média de US\$ 305.833.614,00 de Lucro Líquido no período t . Contudo, mesmo sendo o país que, em média, possui maior volume de lucros auferidos, é um dos países que apresentaram *payout* médio negativo tanto no período t (-3.944,74%), quanto no período $t-1$ (-2.1234,46%). Já para o ROE, percebe-se que o país cujas companhias apresentaram maior média da rentabilidade do patrimônio líquido foi a Costa Rica (17,28%) e, em contraponto, o país que as companhias tiveram ROE negativo (-18,01) foi à Venezuela.

Tabela 3 – Média das variáveis por país. 2001-2015.

País	Div_{it}	LL_{it}	Div_{it-1}	ROE_{it}	MtB_{it}	End_{it}	Tam_{it}
Argentina	45,64	94.323.575,00	50,05	11,68	4,48	59,07	8,39
Bolívia	50,46	74.985.569,00	58,24	8,63	0,17	21,51	9,04
Brasil	11.195,22	99.300.174,00	9.924,58	7,55	-4,40	70,24	8,85
Chile	-5.507,34	105.106.793,00	-1.918,10	2,90	4,27	45,22	8,41
Colômbia	-3.944,74	305.833.614,00	-2.134,46	7,62	0,99	40,20	8,93
Costa Rica	191,84	26.626.830,00	261,63	17,28	0,65	53,01	8,29
México	2.188,33	126.373.608,00	3.199,37	4,44	2,01	53,88	9,10
Peru	828,41	41.833.268,00	1.340,00	10,16	1,04	46,41	8,35
Venezuela	-124,71	3.080.519,00	-55,31	-18,01	0,80	40,03	8,45

Notas: Div_{it} = Dividend payout da empresa i no período t , em percentual; LL_{it} = Lucro líquido do período t ; Div_{it-1} = Dividend payout da empresa i no período $t-1$; ROE_{it} = Rentabilidade do patrimônio líquido da empresa i no período t , em percentual; MtB_{it} = *Market-to-book* da empresa i no período t ; End_{it} = Endividamento da empresa i no período t , em percentual; Tam_{it} = Tamanho da empresa i no período t , em logaritmo.

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Observa-se também que as empresas brasileiras apresentam um índice *market-to-book* negativo (-4,40), o que sugere que, na média, as empresas do Brasil apresentam mais vezes um resultado negativo (prejuízo). Uma das possíveis explicações para isso é

evidenciada na própria Tabela 3, observando-se a média do percentual de endividamento, em que as companhias brasileiras além de apresentarem *market-to-book* médio negativo, foram as mais endividadas (70,24%). Por último, nota-se que as companhias mexicanas possuem, em média, Ativos Totais maiores do que as companhias dos demais países.

Para verificar o nível de associação entre as variáveis abordadas, analisou-se os coeficientes de correlação de Spearman a partir da Tabela 4, na qual foi evidenciada a correlação entre as variáveis que verificam a relação dos dividendos (Div) com o gerenciamento de resultados (GRe^2) em seus quartis (0.25, 0.50 e 0.75). Percebe-se que todas as variáveis apresentaram indícios de correlação positiva e significantes a 1%, com pelo menos uma variável. O *dividend payout* do período t (Div_{it}) apresentou uma correlação de 0,2586 com o Lucro Líquido do período corrente (t). Mesmo de tratando de uma correlação de 25,86%, as variáveis ainda não são consideradas fortemente correlacionadas, isto é, acima de 0,70 (HAIR *et al.*, 2010). Devido ao *dividend payout* ser mensurado partindo-se do Lucro Líquido, é natural ser verificada uma correlação significativa entre elas.

O mesmo considera-se para o *dividend payout* do período t (Div_{it}) e do período $t-1$ (Div_{t-1}). Percebe-se que essas variáveis possuem uma correlação acima de 55%. Assim como as variáveis Div_{it} e LL_{it} , as variáveis Div_{it} e Div_{it-1} partem exatamente da mesma mensuração, diferenciando-se apenas em seus períodos, o que fortifica a correlação significativa e positiva. Já a crise financeira (CrF) se correlaciona minimamente com as variáveis abrangidas na Tabela 4. Porém, a sua correlação com o Lucro Líquido (LL_{it}) é negativa (-0,0744) e significativa a 1%, como se esperava, haja vista que crises financeiras podem ocasionar diminuições de lucros e até mesmo prejuízos.

As variáveis que apresentaram forte correlação entre si são as de gerenciamento de resultados (entre GRe^2 0.25, GRe^2 0.50 e GRe^2 0.75, todas acima de 0,9800), o que sugere que, mesmo que apresentem magnitudes diferentes (erros da Equação 4), as empresas tendem a gerenciar resultados quase na mesma proporção. Ainda na Tabela 4, nota-se que o pagamento de proventos (Div_{it}) é significativo e positivo com o gerenciamento de resultados (GRe^2) em todos os quartis da distribuição. Todavia, o coeficiente de correlação não é relevante, o que elimina o problema de multicolinearidade entre a variável Div_{it} e a variável GRe^2 da equação 9, que em todos os quartis correlacionaram-se de maneira similar (quartil 0.25 = 0,0883, quartil 0.50 = 0,0876 e quartil 0.75 = 0,0866). A relação positiva alcança as expectativas dessa pesquisa, pois na Equação 9, espera-se que quanto maior for o gerenciamento de resultados (GRe^2), maior seja a distribuição de dividendos (Div_{it}).

Tabela 4 – Correlações entre os dividendos, o gerenciamento de resultados e as variáveis de controle. 2001-2015.

Variável	Div _{it}	LL _{it}	Div _{it-1}	GR ² 0.25	GR ² 0.50	GR ² 0.75	ROE _{it}	MtB _{it}	End _{it}	Tam _{it}	CrF _t
Div _{it}	1										
LL _{it}	0,2586***	1									
Div _{it-1}	0,5523***	0,0890***	1								
GR ² 0.25	0,0883***	0,0853***	0,0802***	1							
GR ² 0.50	0,0876***	0,0823***	0,0789***	0,9966***	1						
GR ² 0.75	0,0866***	0,0824***	0,0778***	0,9860***	0,9943***	1					
ROE _{it}	0,3526***	0,6807***	0,2192***	0,0990***	0,0960***	0,0933***	1				
MtB _{it}	0,0391	0,4081***	-0,0047	0,0568**	0,0571**	0,0630**	0,3596***	1			
End _{it}	-0,2153***	0,0175	-0,1703***	-0,0060	-0,0062	0,0041	-0,0678***	0,0768***	1		
Tam _{it}	-0,0270	0,6775***	-0,0381	0,0309	0,0272	0,0330	0,1674***	0,3310***	0,3217***	1	
CrF _t	-0,0313	-0,0744***	-0,0187	-0,0234	0,0026	0,0037	-0,0510**	-0,0773***	-0,0431*	-0,0871***	1

Notas: Div_{it} = *Dividend payout* da empresa *i* no período *t*, em percentual; LL_{it} = Lucro líquido do período *t*; Div_{it-1} = *Dividend payout* da empresa *i* no período *t-1*; GR² 0.25 = Gerenciamento de resultados (quadrado do termo de erro) captado do quartil 0.25 da Equação 4; GR² 0.50 = Gerenciamento de Resultados (quadrado do termo de erro) captado do quartil 0.50 da Equação 4; GR² 0.75 = Gerenciamento de Resultados (quadrado do termo de erro) captado do quartil 0.75 da Equação 4; ROE_{it} = Rentabilidade do patrimônio líquido da empresa *i* no período *t*, em percentual; MtB_{it} = *Market-to-book* da empresa *i* no período *t*; End_{it} = Endividamento da empresa *i* no período *t*, em percentual; Tam_{it} = Tamanho da empresa *i* no período *t*, em logaritmo; CrF_{it} = Crise financeira no período *t*. * Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

O ROE apresentou correlações aproximadas com a variável Div_{it} e MtB (0,3526 e 0,3596, respectivamente) e significantes a 1%. Condizentes com a literatura, ratifica-se as relações esperadas de que empresas com rentabilidades maiores tendem a distribuírem maior volume de dividendos e do contrário, tendem a pagarem menor proporção de dividendos.

No tocante ao endividamento (End), verifica-se que a correlação entre o mesmo e o *dividend payout* (Div_{it}) é negativa e significativa (-0,2153). Mais uma vez, ratifica-se as expectativas da literatura, através dos coeficientes de correlação, visto que empresas mais endividadas, tendem a pagar menores volumes de dividendos do que empresas com baixo nível de endividamento.

4.2. Análises dos Modelos de Regressão

Uma vez analisadas as estatísticas descritivas e as correlações, estimou-se os modelos de regressão quantílica. Primeiramente, estimou-se a regressão para a mensuração dos *accruals* discricionários (GRe^2), exposto na Equação 4. Na Tabela 5 é possível observar que a diferença entre a variação das contas de Receita Líquida e Contas a Receber ($\Delta RL - \Delta CR$) foi positiva e significativa a 1% em todos os quartis da regressão e os seus coeficientes correspondem a 0,1826 no quantil 0.25, 0,1217 no quantil 0.50 e 0,1307 no quantil 0.75.

Quanto ao saldo das contas de Imobilizado e Diferido (este é uma particularidade ainda do mercado brasileiro), o PPE se mostrou significativo apenas no quartil da mediana (0.50). Entretanto, face ao seu sinal positivo, sugere-se que as contas de Ativo Imobilizado e Ativo Diferido impactem diretamente nos *accruals*. Ou seja, quanto maior for o saldo dessas contas, maior é o volume de *accruals*. Quão menor for, menor o volume de *accruals*.

Por sua vez, os *accruals* totais do período anterior ($t-1$) não foram estatisticamente explicativos dos *accruals* totais do período t . Contudo, os sinais apresentados em todos os quartis foram negativos, o que poderia sugerir, caso tivessem sido significantes estatisticamente, que o volume de *accruals* totais do período anterior ($t-1$) poderia impactar a diminuição dos *accruals* do período corrente (t). Todavia, sem a significância não se pode afirmar que tal suposição seja verdadeira.

Já a inserção da adoção das IFRS no modelo de estimação de gerenciamento de resultados (GRe^2) foi significativa ao nível de 1% nos quantis 0.50 e 0.75. Contudo, observa-se que as IFRS tiveram impacto negativo nos *accruals* do período t , o que pode ter sido ocasionado pela mudança nas estimativas dos números contábeis, as quais podem ter afetado os resultados das companhias e, conseqüentemente, o volume de *accruals*.

Neste sentido, a redução do volume de *accruals*, que neste caso foi decorrente da introdução das IFRS, pode reduzir também a quantidade de situações que exijam maiores julgamentos das companhias e, conseqüentemente, os erros decorrentes dessas estimações (PAULO, 2007). Logo, é possível que no período pós-IFRS as empresas tenham gerenciado menos os seus resultados, assim como os achados de Pelucio-Grecco *et al.* (2014) indicam, que no período pós-IFRS as companhias brasileiras restringiram o gerenciamento de resultados, apresentando alguma melhoria na qualidade da informação contábil.

A inclusão da variável de crise financeira (CrF) no modelo foi significativa em todos os quantis, e se apresentou negativa no modelo, assim como as IFRS. Considerando-se que a existência de uma crise financeira afeta toda uma conjuntura econômica, um de seus efeitos é “sentido” nas demonstrações contábeis, haja vista que uma crise pode impactar negativamente os resultados das companhias. No caso desta pesquisa, ratifica-se as suposições acerca da crise financeira de 2008, em que a mesma impactou negativamente o valor dos *accruals* totais das companhias. Assim como, também, a adoção das IFRS, a existência da crise financeira (CrF) influenciou a redução dos *accruals* correntes (*t*). Esses achados convergem com as evidências empíricas de Silva *et al.* (2014), que constatarem significância estatística das crises financeiras inseridas nos modelos de regressão de *accruals* e que os gestores apresentaram comportamento diferentes durante os períodos de crise.

Tabela 5 – Mensuração do gerenciamento de resultados

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75	
	Coefficiente	Estatística <i>t</i>	Coefficiente	Estatística <i>t</i>	Coefficiente	Estatística <i>t</i>
Constante	-0,0619	-7,73***	0,0043	0,77	0,0832	8,93
(1/AT_{t-1})	6164,2000	0,39	-5346,3520	-0,50	-16148,6600	-0,89
ΔRL_{it} – ΔCR_{it}	0,1826	4,29***	0,1217	4,14***	0,1307	2,63***
PPE_{it}	0,0126	1,94	0,0102	2,26**	0,0070	0,93
AcT_{t-1}	-0,1371	-1,16	-0,9588	-1,17	-0,1755	-1,27
IFRS_{it}	-0,0112	-1,35	-0,0219	-3,84***	-0,0426	-4,42***
CrF_t	-0,0297	-2,19**	-0,0446	-4,78***	-0,0573	-3,64***
Pseudo R ²	0,0154		0,0177		0,0178	

$$\text{Equação 4: } AcT_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \alpha_3 (\Delta RL_{it} - \Delta CR_{it}) + \alpha_4 (PPE_{it}) + \alpha_5 (AcT_{it-1}) + \alpha_6 IFRS_{it} + \alpha_7 CrF_{it} + \varepsilon_{it}$$

Notas: AT_{t-1} = Ativo total no período *t-1*; ΔRL_{it} = Variação das receitas líquidas da empresa *i* entre os períodos *t-1* e *t*; ΔCR_{it} = Variação das contas a receber (clientes) da empresa *i* entre os períodos *t-1* e *t*; PPE_{it} = Somatório dos ativos imobilizado e diferido da empresa *i* no período *t*; AcT_{t-1} = *Accruals* totais da empresa *i* no período *t-1*; IFRS_{it} = Variável *dummy*, em que 1 corresponde a obrigatoriedade das IFRS no período *t* e 0 em caso contrário; CrF_{it} = Variável *dummy*, em que 1 corresponde ao período de crise financeira no período *t* e 0 em caso contrário.

* Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

No modelo exposto na Tabela 5, o termo de erro (ε_{it}) da regressão foi utilizado como *proxy* do gerenciamento de resultados (GRe²). Para tanto, o termo de erro de cada quantil foi estimado e gerado uma nova variável por quantil (ε_{it} do quartil 0.25, ε_{it} do quartil 0.50 e ε_{it} do quartil 0.75), para que fosse analisada a distribuição das demais variáveis nos seus respectivos quartis, com o gerenciamento de resultados inerentes aquele determinado quartil, conforme poderá ser observado nas tabelas subsequentes.

A Tabela 6 apresenta os resultados encontrados em função de atender o objetivo específico de verificar quais são as relações existentes entre a distribuição de dividendos (*dividend payout*) e o gerenciamento de resultados. De acordo com os resultados evidenciados, a variável GRe² não foi significativa estatisticamente e apresentou coeficientes positivo no quartil 0.25 e negativo nos quartis 0.50 e 0.75. Sendo assim, não é possível afirmar que empresas que gerenciam mais os seus lucros apresentam maior volume de dividendos (*payout*), como documentado na pesquisa desenvolvida por Daniel, Denis e Naveen (2008), os quais verificaram que empresas tendem a gerir mais os seus resultados, quando estes se encontram aquém dos níveis de dividendos esperados, uma vez que a relação só foi positiva no primeiro quartil, mas não foi significativa.

Por outro lado, a variável de Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) foi positiva e significativa a 1% no primeiro quartil (0.25). Dessa forma, infere-se que nas empresas com menor volume de *payout*, o aumento do ROE implica em aumento do *dividend payout*, isto é, 1,00% de aumento no ROE implica em cerca de 0,63% de aumento no volume de dividendos. Assim, tais evidências ratificam os achados por Oza (2004), Ahmed e Javid (2009), dentre outros, que também encontraram uma relação positiva entre essas variáveis. Já nos quartis 0.50 (mediana) e 0.75 não foi identificada a influência do ROE sobre o *dividend payout*.

No que concerne ao *market-to-book*, verificou-se relação positiva e significativa a 5% no quartil 0.25 e a 1% no quartil 0.50 (mediana). Esse resultado vai de encontro à literatura (CHAY; SUH, 2009; LA PORTA *et al.*, 2000), que aponta relação negativa do *market-to-book* com o volume de dividendos. Os resultados deste estudo sugerem que na América Latina, pelo menos entre as empresas que distribuem dividendos abaixo da mediana da amostra analisada, o crescimento do *dividend payout* está positivamente relacionado à oportunidade de crescimento das firmas (*market-to-book*).

Esse resultado pode estar relacionado a duas possíveis explicações: (i) que nestes mercados emergentes os investidores tendem a valorizar empresas que priorizam a distribuição de dividendos, levando-as a valores de mercado superiores aos seus valores patrimoniais; ou, pelo que se acha mais provável, (ii) que empresas com menores valores

patrimoniais buscam manter sua atratividade no mercado ao manterem o pagamento de dividendos, mesmo que em volumes de dividendos inferiores à mediana da amostra analisada. Essa relação positiva entre o *market-to-book* e a proporção de dividendos pagos, também foi encontrada por Al-Najjar (2009) nas empresas jordanas, sugerindo que as companhias com oportunidades de crescimento elevadas enfrentam diferentes oportunidades de financiamento e pagam mais dividendos.

Já o percentual de endividamento (End) teve relação negativa e significativa em todos os quartis da distribuição. Em consonância com os estudos de DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Al-Kuwari (2009) e Jabbouri (2016), o grau de endividamento da empresa influenciou negativamente o pagamento de dividendos em todos os quartis. Conforme se observa na Tabela 6, o aumento de 1,00% no endividamento (End) tende a diminuir o *dividend payout* das empresas entre -0,61% e -1,19%, dependendo do quantil analisado, sendo o menor efeito sobre as empresas do quantil 0.50 (mediana). Assim, é possível afirmar que o aumento do nível de endividamento dessas companhias diminui seu pagamento de dividendos.

Tabela 6 – Regressão quantílica entre o *dividend payout* e o gerenciamento de resultados

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75	
	Coeficiente	Estatística t	Coeficiente	Estatística t	Coeficiente	Estatística t
Constante	-232,7866	-3,24***	59,3895	2,70***	963,7149	5,05***
GRe²	2,2331	0,25	-0,1359	-0,05	-0,4305	-0,02
ROE_{it}	0,6301	8,22***	-0,0042	-0,18	0,0280	0,14
MtB_{it}	0,4045	2,39**	0,3221	6,23***	0,4642	1,03
End_{it}	-1,1850	-5,39***	-0,6053	-9,00***	-1,1115	-1,90*
Tam_{it}	30,8137	3,71***	-1,0787	-0,43	-85,3139	-3,87***
CrF_{it}	-3,6061	0,14	-5,4200	-0,67	-29,2910	-0,42
Pseudo R ²	0,0300		0,0200		0,0800	

Equação 9: $Div_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 GRe^2_{it} + \alpha_3 ROE_{it} + \alpha_4 MtB_{it} + \alpha_5 End_{it} + \alpha_6 Tam_{it} + \alpha_7 CrF_{it} + \varepsilon_{it}$

Notas: Div_{it} = *Dividend payout* da empresa *i* no período *t*, em percentual; GRe^2 0.25 = Gerenciamento de resultados captado do quartil 0.25 da Equação 4; GRe^2 0.50 = Gerenciamento de Resultados captado do quartil 0.50 da Equação 4; GRe^2 0.75 = Gerenciamento de Resultados captado do quartil 0.75 da Equação 4; ROE_{it} = Rentabilidade do patrimônio líquido da empresa *i* no período *t*, em percentual; MtB_{it} = *Market-to-book* da empresa *i* no período *t*; End_{it} = Endividamento da empresa *i* no período *t*, em percentual; Tam_{it} = Tamanho da empresa *i* no período *t*, em logaritmo; CrF_{it} = Crise financeira no período *t*. * Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

No tocante ao tamanho das firmas (Tam), percebe-se que houve significância nos dois quartis extremos, sendo que o efeito e a relação mudam conforme aumenta o volume de *dividend payout*. Entre as empresas com menor volume de *payout* (0.25) a relação foi positiva e significativa, com coeficiente 30,8137. Por outro lado, no quantil das empresas que

distribuem maior volume de dividendos (0.75) a relação foi negativa e significativa, com coeficiente (-85,3139) substancialmente menor.

De acordo com a literatura, quanto maior o tamanho das empresas, maior tende a ser o volume de dividendos distribuídos aos acionistas, como apontam DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Al-Kuwari (2009) e Jabbouri (2016). Neste estudo, nota-se que apenas no quantil 0.25 essa tendência pode ser observada. Por outro lado, observa-se no quantil 0.75 que o aumento do tamanho das companhias diminuiu suas distribuições de lucros (*dividend payout*). Por último, nota-se que a crise financeira de 2008 não apresentou significância em nenhum dos quantis, indicando não ter impactado significativamente a distribuição de dividendos das empresas na América Latina.

Para testar a primeira hipótese de pesquisa, de que há indícios de persistência de dividendos no mercado latino-americano de capitais, foram estimadas regressões cujos resultados são apresentados na Tabela 7. Uma das variáveis propostas pelo modelo de Lintner (1956) é o Lucro Líquido (LL_{it}), da qual se espera influência positiva sobre os dividendos no período t . Todavia, nota-se que essa variável não foi significativa em nenhum quantil neste estudo. Este resultado pode ter sido influenciado pelo alto número de empresas com *payout* negativo (empresas que distribuíram dividendos mesmo tendo prejuízos no período) ou zero.

No que tange aos dividendos, Chan *et al.* (2016) apresenta o argumento de que os dividendos são mais suavizados em relação aos resultados. Dessa forma, é provável que o dividendo do período anterior ($t-1$) influencie o pagamento de dividendos do período corrente (t), como foi encontrado nos resultados deste estudo, haja vista a relação positiva e significativa do dividendo corrente (Div_{it}) com o dividendo passado (Div_{it-1}) em todos os três quantis ao nível de 1%.

Tabela 7 – Regressão quantílica entre os dividendos dos períodos t e $t-1$

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75	
	Coeficiente	Estatística t	Coeficiente	Estatística t	Coeficiente	Estatística t
Constante	-0,0361	-0,15	14,6797	6,88***	126,6867	8,80***
LL_{it}	4,7300	0,80	-1,8500	-0,35	-5,3600	-1,50
Div_{it-1}	0,0391	2,70***	0,0391	2952,83***	0,0390	437,44***
CrF_{it}	-0,8263	-1,09	-7,9373	-1,17	-30,4295	-0,66
Pseudo R^2	0,0123		0,1530		0,0181	

Equação 10: $Div_{it} = \phi_0 + \phi_1 LL_{it} + \phi_2 Div_{it-1} + \phi_3 CrF_{it} + \varepsilon_t$

Notas: Div_{it} = *Dividend payout* da empresa i no período t , em percentual; LL_{it} = Lucro líquido do período t ; Div_{it-1} = *Dividend payout* da empresa i no período $t-1$; CrF_{it} = Crise financeira no período t . * Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Neste contexto, observa-se que de fato os dividendos pagos no período anterior ($t-1$) influenciaram positivamente o *dividend payout* do período t . Assim, pode-se inferir que esses dividendos são persistentes ($\emptyset_2$), isto é, são explicados pelos dividendos anteriores, tanto nas empresas com *payout* negativo, com *payout* mediano, quanto naquelas que têm *payout* acima da mediana. Assim, a partir dessas evidências, analisando a distribuição em seus quantis condicionais, verifica-se que a hipótese 1 (H1) é confirmada.

Ainda na Tabela 7, percebe-se que a crise financeira (CrF) não foi significativa em nenhum dos quartis. Também foram feitos testes excluindo a crise financeira dos modelos e se verificou que em ambos os casos (presença ou ausência da variável CrF) não houve modificação das relações. Portanto, é possível inferir que a crise financeira de 2008 não afetou a persistência dos dividendos das empresas latino-americanas no período analisado.

A última análise, apresentada na Tabela 8, objetiva testar a segunda hipótese deste estudo, de que as empresas com maiores indícios de gerenciamento de resultados⁴ tendem a ter maior persistência de dividendos. Neste sentido, foram criadas interações das variáveis com o gerenciamento de resultados (DGr²), conforme Equação 11. Para tanto, foi construída uma variável *dummy* para os resíduos (*accruals* discricionários) de cada quartil, assumindo o valor 1 (um) quando a empresa possuía o quadrado do seu resíduo (Gr²) maior que a mediana e 0 (zero) em caso contrário. Esse procedimento foi adotado em todos os quantis para que as interações fossem realizadas por quartil.

Como mencionado nos procedimentos metodológicos, o esperado é que o coeficiente $\emptyset_6$, resultante da interação do pagamento de dividendos com o gerenciamento de resultados ($\text{Div}_{it-1} \times \text{DGr}^2$) seja positivo, significativo e maior que o coeficiente $\emptyset_2$, resultante do pagamento dos dividendos (Div_{it-1}).

Nesse modelo, o Lucro Líquido do período t (LL_{it}) novamente não foi estatisticamente significativo em nenhum quartil. Assim como mencionado na análise da Tabela 7, é possível que os lucros não sejam explicativos do *dividend payout*, uma vez que os dividendos do período anterior ($t-1$) podem exercer maior influência nos dividendos correntes (Div_{it}) do que o próprio lucro corrente (LL_{it}). O mesmo aconteceu na sua interação com o gerenciamento de resultados ($\text{LL}_{it} \times \text{DGr}^2$), indicando que mesmo entre as empresas com maior nível de gerenciamento o Lucro Líquido continua não influenciando o pagamento de dividendos nesse período analisado.

⁴ A partir desse ponto da análise dos resultados, toda vez que o termo “gerenciamento de resultados” for mencionado, fará referência a variável *dummy* DGr².

O pagamento de dividendos do período anterior (Div_{it-1}) continuou com relação positiva e significativa com os dividendos do período corrente (Div_{it}), ratificando mais uma vez os achados da análise da Equação 10, bem como as evidências Lintner (1956). A relação mais forte é observada nas empresas que pagam maior volume de dividendos, isto é, aquelas que estão concentradas no quartil 0.75, sugerindo que o aumento de US\$ 1,00 nos dividendos passados representa um crescimento de cerca de US\$ 0,33 nos dividendos correntes.

Como se pode observar na Tabela 8, apenas no quantil 0.50 o gerenciamento de resultados foi significativo (a 10%), impactando negativamente o pagamento de dividendos. Isto é, entre essas empresas o gerenciamento de resultados em maior proporção tende a diminuir o *dividend payout*, especialmente quando eles estão próximos à mediana dos mercados. Essas evidências são similares às aquelas encontradas por Tong e Miao (2011), que constataram que companhias que distribuem mais dividendos têm melhor qualidade de seus lucros, pois possuem menor nível de gerenciamento de resultados.

Por outro lado, são diferentes dos achados de Sobrinho, Rodrigues e Sarlo Neto (2014) para o Brasil, em que empresas com níveis de *payout* maiores gerenciaram mais seus resultados. Como neste estudo não foi verificada a direção do gerenciamento (se para mais ou para menos), pode ser que a tendência à média zero desse gerenciamento no longo prazo explique a não influência do gerenciamento sobre os dividendos.

Quando o $DGRe^2$ é interagido com o pagamento dos dividendos no período anterior (Div_{it-1}), verifica-se uma relação significativa em todos os quartis, ao nível de 1%. Contudo, esperava-se que entre as empresas com maior nível de gerenciamento de resultados (filtradas pela interação) a persistência de dividendos fosse positiva em todos os quartis, mas no quartil 0.25 essa relação dos dividendos passados com os dividendos correntes foi negativa. Comparando-se os coeficientes, percebe-se também que o coeficiente ϕ_6 (-0,03) foi menor do que o coeficiente ϕ_2 (0,04) e que, portanto, nesse quartil a hipótese 2 é refutada, visto que na presença de maior volume de gerenciamento de resultados os dividendos foram menos persistentes.

Já nos quartis 0.50 e 0.75 os coeficientes ϕ_6 (0,04 e 0,81, respectivamente) foram positivos, significantes e maiores que os coeficientes de persistência dos quartis 0.50 e 0.75, ϕ_2 (0,03 e 0,33, respectivamente). Nesses quartis é possível corroborar a hipótese 2 de que as empresas com maiores indícios de gerenciamento de resultados tendem a ter maior persistência nos pagamentos de dividendos. Assim, em empresas com volume de dividendos acima do valor mediano da amostra (quartis 0.50 e 0.75) e que gerenciam mais seus

resultados, os dividendos são mais persistentes e os dividendos passados impactam positivamente os dividendos correntes t , ratificando os resultados de Chan *et al.* (2016).

Tabela 8 – Regressão quantílica entre a persistência dos dividendos e o gerenciamento de resultados

Variáveis	Quantil 0.25		Quantil 0.50		Quantil 0.75	
	Coefficiente	Estatística t	Coefficiente	Estatística t	Coefficiente	Estatística t
Constante	- 0,06	-0,12	19,24	5,87***	137,68	0,16
LL_{it}	3.480,00	0,31	-7.370,00	-0,98	-9.130,00	-0,04
Div_{it-1}	0,04	1.800,00***	0,03	2.707,70***	0,33	80,75***
CrF_{it}	-1,58	-1,01	-10,67	-1,06	-80,47	-0,03
DGRe²	0,04	0,06	-8,16	-1,77*	21,72	0,02
LL_{it} x DGRe²	5.030,00	0,28	6.020,00	0,52	7.310,00	0,02
Div_{it-1} x DGRe²	-0,03	-1.218,63***	0,04	359,41***	0,81	70,11***
CrF x DGRe²	1,47	0,66	10,24	0,70	207,61	0,05
Pseudo R ²	0,1280		0,1740		0,0321	

Equação 11: $Div_{it} = \phi_0 + \phi_1 LL_{it} + \phi_2 Div_{it-1} + \phi_3 CrF_{it} + \phi_4 DGRe^2_t + \phi_5 (LL_{it} \times DGRe^2_t) + \phi_6 (Div_{it-1} \times DGRe_t) + \phi_7 (CrF_t \times DGRe_t) + \varepsilon_{it}$

Notas: Div_{it} = Dividend payout da empresa i no período t , em percentual; LL_{it} = Lucro líquido do período t ; Div_{it-1} = Dividend payout da empresa i no período $t-1$; CrF_{it} = Crise financeira no período t ; DGRe² = Variável *dummy*, em que 1 é assumido para as empresas que gerenciam resultados acima da mediana (Gr² > mediana) e 0 para as empresas que gerenciam resultados abaixo da mediana (Gr² < mediana) no período t . * Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

A variável de crise financeira (CrF) foi inserida no modelo, uma vez que se apresentou significativa nas demais estimações realizadas neste trabalho. Todavia, nos modelos de regressão apresentados nas Tabelas 7 e 8, que dizem respeito às Equações 10 e 11 que tratam da persistência de dividendos, a crise financeira não foi significativa. Assim, nada se pode inferir no que diz respeito à crise em relação ao pagamento de dividendos e à sua persistência. O mesmo foi encontrado quando essa variável é interagida com o gerenciamento de resultados. Isto é, as empresas que gerenciam mais seus resultados não têm seus pagamentos de dividendos afetados em momentos de crises, em nenhum dos quartis da distribuição.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Embasando-se na Teoria da Relevância dos Dividendos e na Teoria “*Bird in the Hand*”, este trabalho buscou investigar a relação entre a existência ou não da persistência de dividendos com a prática de gerenciamento de resultados contábeis nas empresas que negociam ações nos mercados de capitais da América Latina. Para responder à questão de pesquisa foram estimados 4 (quatro) modelos de regressão quantílica, uma vez que este tipo de estimação analisa os quantis condicionais, permitindo a análise de toda a distribuição amostral. E, tendo em vista que foi constatada a presença de heterocedasticidade nos dados das companhias, o modelo de regressão quantílica se mostrou mais adequado a esta análise, tendo sido estimado nos seguintes quartis: 0.25, 0.50 e 0.75.

Na análise do primeiro modelo de regressão, para o gerenciamento de resultados, utilizando-se os *accruals* discricionários, que representa o termo de erro (ϵ) do modelo proposto por Dechow *et al.* (2012), verificou-se que em todos os quartis analisados a diferença entre as contas de variação da Receita Líquida e Contas a Receber ($\Delta RL - \Delta CR$) apresentaram significância estatística (a 1%) e foram positivas, assim como o saldo das contas de Ativo Imobilizado e Diferido (representados pela variável PPE) no quartil 0.50. Deste modo, sugere-se que essas variáveis apresentam uma relação direta com o aumento do volume de *accruals* totais (AcT) do período corrente (t).

Já a crise financeira de 2008 (*Subprime*) impactou negativamente os *accruals* totais do período t , em todos os quantis da distribuição, ratificando Silva *et al.* (2014), que também encontraram a mesma influência (negativa) da crise financeira sobre os *accruals*. A inserção do controle do período de obrigatoriedade das IFRS nos países, também apresentou uma relação negativa com os *accruals* totais na mediana (quantil 0.50) e no quantil 0.75, o que indica, conforme Paulo (2007), que o menor volume de *accruals* possa ter diminuído os erros nas estimações dos mesmos, isto é, reduzido o gerenciamento de resultados (PELUCIO-GRECCO *et al.*, 2014).

Com o propósito de testar a relação do *Dividend Payout* com o gerenciamento de resultados por meio do segundo modelo de regressão, observou-se que o gerenciamento não impactou o *payout* das firmas, visto que não se obteve significância nos quartis analisados. Porém, a relação entre o *Dividend Payout* e o gerenciamento de resultados foi positiva, como nas evidências de Daniel, Denis e Naveen (2008).

Esse resultado faz sentido quando atrelado ao fato de que as empresas podem estar gerenciando mais o *payout* do que os próprios resultados. Por exemplo, como foi observado

nas estatísticas descritivas, há empresas que apresentaram Lucro Líquido negativo, mas que esse resultado contábil não foi motivo para que fossem mais conservadoras no tocante a não distribuir dividendos nesses períodos. Desta forma, pode ter causado um equívoco na tomada de decisões daqueles investidores que estão interessados apenas em dividendos, pois uma empresa que vem alternadamente apresentando prejuízos e que mesmo assim continua distribuindo dividendos pode ter seus fluxos de caixa e sua continuidade colocada em risco, vindo a não ter capacidade de pagar as próprias dívidas, tampouco novos dividendos no futuro, tendo seu risco de falência significativamente aumentado, como afirmam Kumar e Lee (2001), e, por consequência, levando os investidores a uma tomada de decisão equivocada.

Ainda na segunda análise, constatou-se que outras variáveis podem ser explicativas do *payout* das firmas. O aumento na Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) das empresas que possuem menor volume de *payout* (concentradas no quartil 0.25) aumenta também o *dividend payout*, consoante com Oza (2004) e Ahmed e Javid (2009). Já o *market-to-book* comportou-se de forma contrária aos achados de Chay e Suh (2009) e La Porta *et al.* (2000) no quartis 0.25 e 0.50, uma vez que se esperava que empresas com maiores oportunidades de crescimento, isto é, maiores índices *market-to-book*, tivessem impactos negativos no *payout*. Entretanto, os resultados apontam que essa relação é positiva nas companhias latino-americanas de capital aberto, corroborando o estudo de Al-Najjar (2009).

Quanto ao endividamento e ao tamanho das firmas, validam as expectativas de sinais negativo e positivo, respectivamente. A literatura argumenta que empresas mais endividadas tendem a distribuir menor volume de dividendos e essa afirmação é atestada nessa pesquisa em todos os quartis, ratificando DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Al-Kuwari (2009) e Jabbouri (2016). Neste sentido, as companhias latino-americanas de capital aberto se mostram conservadoras no que tange a relação dividendos/dívida. Quando essas companhias vão ficando mais endividadas, tendem a reduzir suas distribuições de lucros a fim de se evitar o risco de falência.

Já o impacto positivo do tamanho das empresas no *payout* nos quartis 0.25 e 0.50, indicam que em níveis baixos de *payout*, o aumento do tamanho das empresas tende a aumentar os níveis de *payout*, conforme os autores supracitados. Assim, para essas companhias, as evidências sugerem que elas apresentam um *payout* crescendo conforme for o seu tamanho, indicando que empresas maiores distribuem mais dividendos do que empresas menores. Nesse modelo, a crise financeira não foi estatisticamente significativa.

A terceira análise de regressão realizada teve o propósito de testar a primeira hipótese, de que no mercado latino-americano de capitais, existem indícios de que os

dividendos são persistentes. Os resultados reportados confirmam essa hipótese, sugerindo que os dividendos são persistentes ($\emptyset_2$), sendo estes (*dividend payout* do período $t-1$) capazes de explicar o *dividend payout* do período t , em toda a distribuição (empresas com *payout* negativo, com *payout* mediano e com *payout* acima da mediana, para 1% de significância). Neste sentido, os indícios de persistência dos dividendos encontrados em toda a distribuição da amostra sugerem que as empresas desses mercados emergentes preferem manter níveis de *payout* previsíveis.

Dentro do contexto do mercado de capitais essa previsibilidade é algo benéfico, dada a importância de fazer previsões utilizando-se como base os dados passados da companhia. Logo, ter persistência dos dividendos, desde que a companhia não venha apurando prejuízos seguidos, pode condicionar a uma boa percepção por parte do investidor no tocante à firma e à sua capacidade de proporcionar previsão de fluxo de caixa futuro.

Na última análise de regressão, quando foi inserida uma *dummy* para identificar as empresas que gerenciavam resultados acima da mediana da amostra, verificou-se pela interação dessa variável com a persistência ($\text{Div}_{it-1} \times \text{GRe}^2$) que seus resultados indicam uma relação significativa em todos os quartis. Especificamente no quartil mediano (0.50) e no 0.75, observou-se que os coeficientes foram positivos e maiores que os coeficientes da persistência sem o controle para o gerenciamento, o que vem a validar a segunda hipótese deste estudo. Logo, nota-se que nas companhias cujo volume de dividendos é maior há maior gerenciamento de resultados, e que os dividendos são mais persistentes.

Por outro lado, no quantil 0.25 foi encontrada uma relação negativa na interação da persistência com o gerenciamento de resultados, além do que o coeficiente da interação ($\emptyset_6$) foi negativo e menor que o coeficiente da persistência ($\emptyset_2$). Desse modo, a segunda hipótese foi refutada para esta subamostra, uma vez que os resultados indicaram que na presença de maior volume de gerenciamento de resultados os dividendos foram menos persistentes.

Os principais resultados desta pesquisa demonstram que as empresas que distribuem mais dividendos gerenciam mais resultados para manterem níveis de dividendos persistentes. Assim, as evidências encontradas neste trabalho oportunizam a conclusão de que os dividendos são mais suavizados do que os resultados nas companhias latino-americanas de capital aberto. Como evidência de tal afirmação, pode-se citar, mais uma vez, a posição das empresas de optar por distribuir dividendos em épocas de prejuízos, tendo por finalidade a persistência dos dividendos para manter a atenção dos investidores.

De modo geral, apesar das limitações desta pesquisa, como não considerar as questões regulamentares de cada país, bem como não tratar as crises financeiras específicas de cada

país no período analisado, destaca-se que ela contribui para fomentar as evidências empíricas no tocante à persistência de dividendos, que ainda é pouco discutida na literatura. Além do que, as evidências constatadas dão maior suporte aos investidores nas suas tomadas de decisões no que tange aos dividendos e à magnitude do gerenciamento de resultados.

Por fim, as constatações deste trabalho geraram outros questionamentos diante da não abrangência de algumas particularidades, sugerindo-se para futuras pesquisas: (i) investigar a legislação pertinente a cada país e como essas normas podem afetar a persistência dos dividendos; (ii) verificar quais são as crises financeiras específicas de cada país e analisar a sua influência sobre a persistência de dividendos na presença de gerenciamento de resultados; (iii) investigar se a forma com que as empresas gerenciam resultados (para mais ou para menos) afeta a persistência dos dividendos; e (iv) verificar as motivações que levam as empresas à persistência de dividendos, mesmo tendo apurado prejuízos no período.

REFERÊNCIAS

- AHMED, H.; JAVID, A.Y. Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan: Evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 29, p. 110–125, 2009.
- AIVAZIAN, V.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? **The Journal of Financial Research**, v. 26, n. 3, p. 371–387, 2003.
- AL-AMARNEH, A.; YASEEN, H. Corporate governance and dividend policy in Jordan. **International Journal of Economics and Finance**, v. 6, n. 4, p. 210-219, 2014.
- AL-KUWARI, D. Determinants of the dividend policy in emerging stock exchanges: the case of GCC countries. **Global Economy & Finance Journal**, v. 2, n. 2, p. 38-63, 2009.
- AL-MALKAWI, H. A. N. Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the tobit model. **Journal of Economic and Administrative Sciences**, v. 23, n. 2, p.44-70, 2007.
- AL-NAJJAR, B. Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, n. 3 p. 182-197, 2009.
- AMAT. O.; GOWTHORPE, C. Creative Accounting: Nature, Incidence and Ethical Issues. **Journal of Journal of Business Ethics**, v. 57, p. 55-64, 2004.
- BAKER, H. K.; SINGLETON, J. C.; VEIT, E. T. **Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice**. Oxford: Oxford University Press, 2011.
- BANCEL, F.; BHATTACHARYYA, N.; MITTOO, U. R. Cross-country determinants of payout policy: a survey of european firms. In: BAKER, H. K. **Dividends and Dividend Policy**, New Jersey: Kolb Series in Finance, 2005. cap. 5. p. 71-93.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. F. A relação entre a governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 19, p. 27-39, 2013.
- BASKIN, J. B. The Development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600-1914: overcoming asymmetric information. **The Business History Review**, v. 62, n. 2, p. 199-237, 1988.
- BERNHEIM, B. D. Tax policy and the dividend puzzle. **The Rand Journal of Economics**, v. 22, n. 4, p. 455–476, 1991.
- BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. **Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259-270, 1979.
- BORRALHO, J. M. C. **A associação entre a manipulação dos resultados contábilísticos e a opinião dos auditores**. 2007. 119 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis).

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa. Lisboa, 2007.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação n. 683, de 30 de agosto de 2012. Aprova a Interpretação Técnica ICPC 08(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos. **Diário Oficial da União**, 31 ago. 2012. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deli/deli683.html>>. Acesso em: 17 mai. 2016.

BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 27 dez. 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm>. Acesso em: 17 mai. 2016.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 17 mai. 2016.

BRAV, A.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; MICHAELY, R. Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 2, p. 483–527, 2005.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A construção da política do estado. **Lua Nova**, v. 81, p. 117-146, 2010.

BROWN, C. D. **The emergence of income reporting: an historical study**. East Lansing: Michigan State University, 1971.

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

CHAE, J.; KIM, S.; LEE, E. J. How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. **Journal of Banking and Finance**, v. 33, n. 11, p. 2093-2101, 2009.

CHAN, K. F.; POWELL, J. G.; SHI, J.; SMITH, T. Dividend persistence and dividend behaviour. **Accounting and Finance**, v. 56, n. 1, p. 1-21, 2016.

CHANG, R. P.; RHEE, S. G. The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. **Financial Management**, v. 19, n. 2, p. 21-31, 1990.

CHAY, J. B.; SUH, J. Payout policy and cash-flow uncertainty. **Journal of Financial Economics**, v. 93, n. 1, p. 88-107, 2009.

CHENG, Z.; CULLINAN, C. P.; ZHANG, J. Free cash flow, growth opportunities, and dividends: does cross-listing of shares matter? **The Journal of Applied Business Research**, v. 30, n. 2, p. 587-598, 2014.

CHONG, A.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. **Corporate governance in Latin America**, Inter-America Development Bank, Working Paper n. 591, Washington: D. C., 2007.

CUPERTINO, C. M.; MARTNEZ, A. L. Qualidade da auditoria e earnings management: risk assessment através do nível dos accruals discricionários. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 19, n. 3, p. 69-93, 2008.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any assets**. 3. ed. New Jersey: Wiley & Sons, 2012.

DAMOURI, D.; KHANAGHA, J. B.; KAFFASH, M. The relationship between changes in the financial leverage and the values of the Tehran listed firms. **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, v. 3, n. 3, p. 198-210, 2013.

DANIEL, N. D.; DENIS, D. J.; NAVEEN, L. Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 1, p. 2-26, 2008.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R. M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial Economics**, v. 81, p. 227-254, 2006.

DECHOW, P. M; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, n.4, p.35-59, 2002.

_____; HUTTON, A. P.; KIM, J. H.; SLOAN, R. G. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275-334, 2012.

_____; KOTHARI, S. P., WATTS, R. L. The relationship between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 133-168, 1998.

_____; SCHRAND, C. M. **Earnings Quality**. Charlottesville: Research Foundation of CFA Institute, 2004.

_____; SKINNER, D. Earning Management: reconciling the views of accounting academics practitioners and regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.

_____; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DICHEV, I. D.; TANG, V. W. Earnings volatility and earnings predictability. **Journal of Accounting and Economics**, v. 47, p. 160-181, 2009.

DITTMAR, A. K. Why do firms repurchase stock? **The Journal of Business**, v. 73, n. 3, p. 331-355, 2000.

D'UDEKEM, B. **Dividend persistence and equity agency costs in banking: evidence from the financial crisis**. Solvay Brussels School Economics & Management, Working Paper n. 14/013, Bruxelles: Belgium, 2014.

EASTERBROOK, F. H. Two agency costs explanations of dividends. **American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

ELLIOT, W. B.; HOBSON, J. L.; JACKSON, K. E. Disaggregating management forecasts to reduce investors' susceptibility to earnings fixation. **The Accounting Review**, v. 86, n. 1, p. 185-208, 2011.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3-43, 2001.

GAO, J. ; OHLSON, J. A.; OSTASZEWSKI, A. J. Dividend policy irrelevancy and the construct of earnings. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 40, n. 6, p. 673-694, 2013.

GIROUX, G. **Detecting earnings management**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.

GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

_____. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATAHM, R. L.; BLACK, W. C. **Multivariate data analysis**. 7th ed. New Jersey: Prentice-Hall International, 2010.

HAN, K.C.; LEE, S. H.; SUK, D. Y. Institutional shareholders and dividends. **Journal of Financial and Strategic Decisions**, v. 12, n. 1, p. 53-62, 1999.

HANLON, M.; HEITZMAN, S. A review of tax research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 127-178, 2010.

HEALY, P. M.; WHALEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

IFRS. Jurisdiction profiles. Disponível em: < <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Jurisdiction-profiles.aspx>>. Acesso em: 10 out. 2016.

IJAIYA, M. A.; SANNI, M.; AMUJO, E. T.; SULEIMAN, H. B. Dividend policy and financial performance: a survey of selected quoted firms in Nigeria. **Centrepont Journal**, v. 17, n. 1, p. 19-32, 2014.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1-15, 2008.

JABBOURI, I. Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: evidence from MENA stock markets. **Research in International Business and Finance**, v. 37, p. 283-298, 2016.

JENSEN, M. Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v.76, n. 2, p. 323-329, 1986.

_____; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHN, K.; WILLIAM, J. Dividends, dilution and taxes: a signalling equilibrium. **American Finance Association**, v. 40, n. 4, p. 1053-1070, 1985.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n.2, p.193-228, 1991.

KARPAVICIUS, S. Dividends: relevance, rigidity, and signaling. **Journal of Corporate Finance**, v. 25, p. 289-312, 2014.

KASANEN, E.; KINNUNEN, J.; NISKANEN, J. Dividend-based earnings management: empirical evidence from Finland. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1-3, p. 283-312, 1996.

KINNUNEN, J.; KELOHARJU, M.; KASANEN, E.; NISKANEN, J. Earnings management and expected dividend increases around seasoned share issues: evidence from Finland. **Scandinavian Journal of Management**, v. 16, n. 2, p. 209-228, 2000.

KREUZBERG, F.; CUNHA, P. R.; POPIK, F. Relação dos dividendos, dívida e conselho de administração com o desempenho: um comparativo entre empresas familiares e não familiares. **Revista Ambiente Contábil**, v. 8, n. 1, p. 34-59, 2016.

KUMAR, P.; LEE, B. S. Discrete dividend policy with permanent earnings. **Financial Management**, v. 30, n. 3, p. 55-76, 2001.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LARKIN, Y.; LEARY, M. T.; MICHAELY, R. Do investors value dividend smoothing stocks differently? **Management Science**, p. 1-23, 2016.

LIMA, L. T. **Estrutura de propriedade e de controle e política de dividendos: evidências das empresas listadas na BM&FBOVESPA**. 2014. 120 p. Dissertação (Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2014.

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

_____. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v. 44, n. 3, p. 243-269, 1962.

MACHADO, D. G.; BENETTI, J. E.; BEZERRA, F. A. Análise da produção científica sobre earnings management em periódicos brasileiros e internacionais de contabilidade. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 10, n. 4, p. 50-66, 2011.

MARQUES, V. A.; ALVES, R. F. C.; AMARAL, H. F.; SOUZA, A. A. Relação entre níveis de governança, política de dividendos, endividamento e valor das empresas brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil**, v. 3, n. 2, p. 4-26, 2015.

MARSH, T. A.; MERTON, R. Dividend behavior for the aggregate stock market. **The Journal of Business**, v. 60, n. 1, p. 1-40, 1987.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 154 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Programa de Pós-Graduação da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

_____. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.

MATSUMOTO, A. S.; PARREIRA, E. M. Uma pesquisa sobre o gerenciamento de resultados contábeis: causas e consequências. **UnB Contábil**, v. 10, n. 1, p. 141-157, 2007.

MELO, F. J.; FONSECA, M. W. Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de proventos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 137-164, 2015.

MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 38, n. 2, p. 135-143, 2003.

OHLSON, J. A.; KIM, S. Linear valuation without OLS: the Theil-Sen estimation approach. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 1, p. 395-435, 2014.

OZA, H. S. Dividend decision: a managerial approach (a study of selected enterprises). **Executive Chartered Secretary**, p. 40-46, 2004.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 260 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

PELUCIO-GRECCO, M. C.; GERON, C. M. S.; GRECCO, G. B.; LIMA, J. P. C. The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. **Emerging Markets Review**, v. 21, p. 42-66, 2014.

RIBEIRO, A. Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 9, n. 1-2, p. 15-25, 2010.

SCHIPPER, K. Earnings Management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91- 102, 1989.

SILVA, R. O. R. C. **Mudanças dos dividendos e a persistência dos lucros: uma análise do conteúdo informacional**. 2008. 107 p. Dissertação (Mestrado em Administração). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2008.

SILVA, A. F.; WEEFORT, E. F. J.; FLORES, E. S.; SILVA, G. P. Earnings management and economic crisis in the Brazil capital market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 3, p. 268-283, 2014.

SOBRINHO, W. B. R.; RODRIGUES, H. S.; SARLO NETO, A. Dividendos e *accruals* discricionários: um estudo sobre a relação entre a política de distribuição de dividendos e a qualidade dos lucros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 24, p. 03-24, 2014.

SRIKANTH, P.; PRASAD, M. N. D. Impact of earnings management on dividend policy: empirical evidence from India. **Nitte Management Review**, v. 9, n. 1, p. 14-30, 2015.

STOLOWY, H.; BRETON, G. La gestion des donnes comptables: une revue de la Literature. **Comptabilité-Contrôle-Audit**, v. 9, n. 1, p. 125-152, 2003.

THANATAWEE, Y. Ownership structure and dividend policy: evidence from Thailand. **International Journal of Economics and Finance**, v. 5, n. 1, p. 121-132, 2013.