



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS ATUARIAIS**

VICTOR LINCOLN COSTA MACÊDO

**O IMPACTO DAS POSSÍVEIS EVIDÊNCIAS DE FRAUDES EM
DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS NA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

**JOÃO PESSOA
2018**

VICTOR LINCOLN COSTA MACEDO

**O IMPACTO DAS POSSÍVEIS EVIDÊNCIAS DE FRAUDES EM
DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS NA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Monografia apresentada à Coordenação do Trabalho de Conclusão de Curso (CTCC) do Curso de Ciências Atuariais do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Atuariais.

Orientador: Prof.^o Me. Filipe Coelho de Lima Duarte.

**JOÃO PESSOA
2018**

Catlogação na publicação Seção de Catlogação e Classificação

M141i Macedo, Victor Lincoln Costa.

O IMPACTO DAS POSSÍVEIS EVIDÊNCIAS DE FRAUDES EM
DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS NA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO
DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 / Victor
Lincoln Costa Macedo. - João Pessoa, 2018.
50 f.: il.

Orientação: Profº Filipe Coelho de Lima Duarte.
Monografia (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Política de Dividendos. 2. Fraudes. 3. Payout. I.
Duarte, Profº Filipe Coelho de Lima. II. Título.

UFPB/CCSA

VICTOR LINCOLN COSTA MACÊDO

**O IMPACTO DAS POSSÍVEIS EVIDÊNCIAS DE FRAUDES EM
DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS NA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

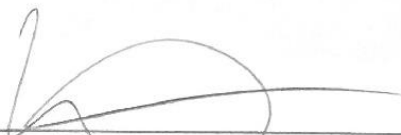
Monografia apresentada ao Curso de Ciências Atuariais, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito para a obtenção do título de bacharel em Ciências Atuariais.

BANCA EXAMINADORA



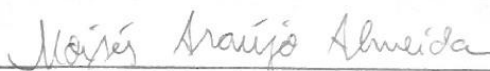
Prof.º Me. (Filipe Coelho de Lima Duarte)
(Orientador)

Universidade Federal da Paraíba (UFPB)



Prof.º Dr.º (Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão)
(Avaliador)

Universidade Federal da Paraíba (UFPB)



Prof.º Dr.º (Moisés Araújo Almeida)
(Avaliador)

Universidade Federal da Paraíba (UFPB)

AGRADECIMENTOS

Venho agradecer primeiramente a Deus, por está comigo não somente nessa trajetória acadêmica, mas também em toda minha vida, e por ter me guiado em todos os momentos, seja bons ou ruins.

A todos meus familiares por ter me apoiado e dado um suporte essencial a minha vida estudantil e secular desde infância. Amo muito vocês.

Aos amigos do convívio acadêmico do Curso de Ciências Atuariais, os quais proporcionaram a minha pessoa, a obtenção de maiores experiências ao longo da graduação.

Agradeço ao professor Mestre Filipe Duarte, por ter concedido a honra de realizar a orientação desse trabalho, por me impulsionar a sempre buscar mais conhecimentos desse vasto mundo atuarial e sempre acreditar no meu potencial.

Também ofereço minha oferta de gratidão a todos os docentes e à universidade por todo ensino e assistência acadêmica, que facilitaram de forma exponencial a minha formação.

E a todos que de forma direta ou não participaram desse momento tão ilustre da minha vida, que é a minha formação no curso superior de Ciências Atuariais. Muito obrigado!

RESUMO

O presente estudo teve como objetivo analisar o impacto das evidências de fraudes em demonstrações financeiras sobre a política de dividendos das empresas listadas B3 no período compreendido entre 2010 a 2017. Para isso, os dividendos pagos pelas companhias (*Payout*) foram calculados com base no lucro líquido ajustado em cada exercício social e nas *proxies* dos fatores associados à distribuição de dividendos. Além disso, as evidências de fraudes foram calculadas a partir de estudos de Razali e Arshad (2014), por meio do índice de manipulação em relatórios financeiros (IMRF) proposto por Beneish (1999). Os dados referentes ao presente estudo foram extraídos a partir do banco de dados da Thomson Reuters®, sendo distribuídos em dados em painel desbalanceado, constituído de 510 observações. A amostra da pesquisa foi composta por 119 empresas listadas na B3 no período entre 2010 a 2017. A análise das fraudes em demonstrações financeiras sobre a distribuição de dividendos foi realizada por meio das regressões lineares considerando os efeitos fixos de acordo com o teste de Hausman. Foi verificado como resultado que as variáveis Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA), endividamento e volatilidade das receitas foram significantes estatisticamente e apresentaram relação esperada com a literatura. A fraude em relatórios financeiros apresentou uma relação negativa sobre a distribuição de dividendos, porém não significativo estatisticamente. O presente estudo não apresentou a totalidade do resultado esperado, por apresentar limitações na *proxy* que calcula a ocorrências de fraudes em relatórios financeiros (IRMF), sendo válido a presença de novos estudos na criação de uma nova *proxy* com características do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Política de Dividendos; Fraudes; *Payout*.

ABSTRACT

The present study aimed to analyze the impact of evidence of fraud in financial statements on the dividend policy of listed companies B3 in the period between 2010 and 2017. For this, the dividends paid by the companies (Payout) were calculated based on the profit adjusted in each fiscal year and in the proxies of the factors associated with the distribution of dividends. In addition, evidence of fraud was calculated from studies by Razali and Arshad (2014), using the Financial Reporting Handling Index (IMRF) proposed by Beneish (1999). The data referring to the present study were extracted from the database of Thomson Reuters®, being distributed in data in unbalanced panel, constituted of 510 observations. The survey sample consisted of 119 companies listed in B3 in the period between 2010 to 2017. The analysis of financial statement fraud on the distribution of dividends was performed through linear regressions considering the fixed effects according to the Hausman test. Statistical tests were performed on the model variables. As a result, the variables Return on Equity (ROE), Return on Asset (ROA), indebtedness and volatility of revenues were statistically significant and presented an expected relationship with the literature. The fraud in financial reports presented a negative relation on the distribution of dividends, but not statistically significant. The present study did not present the totality of the expected result, because it presents limitations in the proxy that calculates the occurrences of frauds in financial reports (IRMF), being valid the presence of new studies in the creation of a new proxy with characteristics of the Brazilian capital market.

Keywords: Dividend Policy; Frauds; Payout.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva da amostra.....	34
Tabela 2 - Matriz de correlação das variáveis do estudo.	36
Tabela 3- Resultados do modelo robusto de Arrellano	38

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Variáveis que compõe o índice de manipulação financeira.....	23
Quadro 2 - Detalhamento das variáveis independentes.....	29

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão.
CPI	Comissão Parlamentar de Inquérito
JSCP	Juros sobre Capital Próprio
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
IMRF	Índice de Manipulação de Relatórios Financeiros
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROA	Retorno sobre o Ativo
AGO	Assembleia Geral Ordinária

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
1.1	Problema de Pesquisa	9
1.2	Objetivos	9
1.2.1	Objetivo Geral	9
1.2.2	Objetivos Específicos	9
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	13
2.1	Política de Dividendos	13
2.2	Fraudes nos relatórios financeiros brasileiros e sistemas de controle	14
2.3	Estudos anteriores	16
3	METODOLOGIA	19
3.1	População e Amostra	19
3.2	Conceito e operacionalização das variáveis	20
3.3	Variável dependente	20
3.4	Variáveis independentes	21
3.4.1	Índice de manipulação em relatórios financeiros (IMRF)	21
3.4.2	ROE	24
3.4.3	ROA	24
3.4.4	Tamanho da companhia (TAM)	25
3.4.5	Endividamento (END)	26
3.4.6	Volatilidade das Receitas (VOLREC)	26
3.4.7	Oportunidade de crescimento	27
3.4.8	Concentração Acionária (ConcAc)	28
3.5	Modelo Econométrico	30
4	RESULTADOS	34
4.1	Análise Descritiva	34
4.2	Correlação entre as variáveis	36
4.3	Resultado Econométrico	37
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	41
	REFERÊNCIAS	42

1 INTRODUÇÃO

A expansão e a dinamização no mercado de capitais nos países em desenvolvimento nas últimas décadas do século XX provocaram interesses estratégicos, atraindo empresas e investidores potenciais de diversas culturas e nações, inclusive, agentes inseridos no mercado de capitais brasileiro. Nessa perspectiva, são abordadas discussões frequentes na área de finanças corporativas acerca da política de dividendos e às fraudes em relatórios financeiros no Brasil.

No que concerne à política de distribuição de dividendos nas empresas, seu conceito pode ser entendido como uma estratégia empresarial para prospectar e fidelizar os investidores, oferecendo-os maior satisfação financeira e expectativa de valorização de suas ações no mercado de capitais. De acordo com Bhattacharya (1979), a variável dividendo é um componente associado ao fluxo de caixa das empresas e tem a finalidade de mitigar a assimetria de informação. Desse modo, a política de distribuição de dividendos é integrante dos processos de decisões financeiras primordiais nas companhias, influenciando diretamente na política de investimentos e financiamentos internos.

Além disso, ao realizar o pagamento de dividendos, as empresas sofrem impactos na liquidez dos ativos e resulta na redução do caixa livre, interferindo assim, nas vantagens percebidas pelos acionistas na forma de ganhos de capitais ou proventos. Segundo Pereira e Tavares (2015), as empresas que utilizam uma política de dividendos eficiente, buscam obter uma escala ótima de pagamentos de dividendos, a fim de maximizar o retorno de seus acionistas. Esses objetivos empresariais influenciam as empresas a escolher entre distribuir dividendos ou não aos investidores. Em contrapartida, a retenção dos dividendos necessita de uma adequação entre a composição financeira e ideias dos diretores da companhia com seus acionistas, resultando em conflitos de interesses, que são abordados nas pesquisas empíricas em finanças.

Dentre as teorias que foram essenciais na temática sobre política de dividendos, destaca-se a de Miller e Modigliani (1961), embasada em teorias de Lintner (1956), e Gordon (1959), que se opuseram aos ideais tradicionais de estudiosos no setor de finanças, afirmando que em um mercado de capitais com incertezas, os investidores preferem obter dividendos a ganho de capital. Essa afirmação concluída por esses pesquisadores traz certos questionamentos de qual

seria a política de distribuição de dividendos mais adequada e eficaz para as empresas. Esse hiato ainda perdura na literatura, sendo minimizado por novas pesquisas empíricas sobre o tema.

Além disso, destaca-se também a Teoria da Agência, que é caracterizada por conflitos de interesses entre gestores e acionistas, em que aqueles utilizam os excedentes dos lucros para obtenção de vantagens pessoais ou até mesmo elaboração de projetos questionáveis (JENSEN; MECKLING, 1976). Essas atitudes podem diminuir o valor de mercado da empresa e distanciar os acionistas da companhia. Sendo assim, a política de dividendos tem a finalidade de mitigar possíveis conflitos de interesses entre os detentores do controle acionário (acionistas majoritários) e acionistas minoritários.

Por outro lado, no segmento que descreve as manipulações nos resultados empresariais, conforme afirmam Razali e Arshad (2014), as fraudes contábeis presentes nos relatórios financeiros consistem na atitude intencional, a fim de distorcer as demonstrações financeiras para obtenção de resultados desejáveis e satisfazer os interesses da administração, ainda que conflitantes com os próprios acionistas, contribuindo assim, para ser um evento de difícil observação. Desse modo, essas atitudes criminosas contribuem para o descrédito por parte dos investidores inseridos no mercado de capitais e dos respectivos usuários internos e externos, que, de certa forma, afetará negativamente na política de distribuição de dividendos.

Além disso, as fraudes são definidas como um tipo de desvio de conduta, a fim de repassar uma imagem positiva da empresa para o mercado, e ocorre com maior frequência em entidades que apresentam maior fragilidade nas ferramentas de fiscalização e controle inseridos na administração, afetando a relação com os acionistas. Conforme Jensen e Meckling (1976), esse tipo de desvio de atitude, é provocado essencialmente por conflito de interesses, que pode ser descrita quando as necessidades dos diretores das empresas e dos detentores de capital (acionistas) se opõem, pois esses diretores utilizam o acesso de informações para obter vantagens em seus investimentos, minimizando assim, o volume de riqueza dos acionistas minoritários, que não detém de informações privilegiadas. Essa discrepância de acesso à informação das empresas é chamada assimetria de informação envolvendo os agentes envolvidos.

Nesse contexto, Martins e Paulo (2014) realizaram pesquisas acerca da assimetria da informação e constataram que esse evento está presente nas corporações que compõem o mercado de capitais, resultando em consequências para as empresas, como a não eficiência do mercado, seleção adversa e risco moral, motivando assim os conflitos de agência explicados por Jensen e Meckling (1976) entre os diretores das empresas e acionistas. Diante disso, a governança corporativa mostra-se como uma ferramenta primordial para diminuição desse revés da agência, e da assimetria da informação entre os agentes presentes no mercado.

Diante do exposto, o tema fraudes em relatórios financeiros ficou mais evidente quando ocorreram fraudes contábeis na WorldCom e Enron, empresas respectivamente dos ramos de telecomunicações e de energia elétrica dos EUA, fatos esses que culminaram as repercussões negativas no mercado de ações.

Além disso, na década de 1990, casos similares aconteceram no Brasil, na situação que diversos bancos manipularam os balanços patrimoniais com resultados distorcidos da realidade contábil, que motivou perdas significativas no setor bancário. Na atualidade, destacam-se os casos do Banco Pan Americano e o da Petrobras que apresentaram ativos vultuosos nas suas demonstrações contábeis, oriundos da prática de corrupção.

Em virtude disso, uma governança corporativa eficaz envolvendo a política ótima de distribuição de dividendos, surge como um fator atenuante dos problemas de agência e das manipulações contábeis, a fim de estabelecer o equilíbrio de interesses no mercado de capitais e conter atitudes fraudulentas nos relatórios financeiros das companhias brasileiras.

Sendo assim, a política distribuição de dividendos nas empresas regidas por práticas de governança corporativa e as possíveis ocorrências de fraudes nos relatórios financeiros, serão temas abordados no presente estudo, a fim de promover a informação contábil para usuários internos das empresas e a para sociedade.

1.1 Problema de Pesquisa

Diante o exposto, o presente estudo tem a finalidade de responder ao seguinte problema de pesquisa: **qual é o impacto das fraudes em demonstrativos financeiros na política de distribuição de dividendos nas companhias abertas brasileiras listadas na B3?**

1.2 Objetivos

Nessa seção, serão abordadas no presente estudo respectivamente as subseções 1.2.1 (objetivo geral) e 1.2.2 (objetivos específicos).

1.2.1 Objetivo Geral

- Realizar um estudo relacionando as variáveis que compõe a política de distribuição de dividendos e as fraudes nos relatórios financeiros em empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

1.2.2 Objetivos Específicos

- Investigar a política de distribuição de dividendos das empresas abertas no Brasil;
- Verificar a possibilidade de fraude em relatórios financeiros no Brasil; e
- Analisar o impacto da variável fraude em relatórios financeiros nos dividendos das empresas abertas inseridas na B3.

1.3 Justificativa

Diante do contexto financeiro no mercado brasileiro de capitais, tanto a política de dividendos quanto as fraudes são assuntos relevantes que necessitam de subsídios teóricos e empíricos. Conforme afirma Al-Najjar (2009), acerca das políticas de dividendos, as pesquisas que analisam essa temática são impulsionadas

pela necessidade de harmonia entre os ideais dos estudiosos e a discrepância nos resultados dos trabalhos realizados, motivados pela não consideração de variáveis significativas e pela utilização de procedimentos estatísticos distintos.

Nesse contexto, Brealey, Myers e Allen (2008) descrevem que os proventos são vistos como um dos fatores problemáticos em finanças, sendo necessário o surgimento de uma maior quantidade de pesquisas sobre o tema, a fim de chegar a concordância entre os gestores e investidores das empresas inseridas no mercado de capitais.

No que concerne à relação entre as companhias e a distribuição de dividendos, as empresas selecionam projetos primordiais, com o intuito de realizar metas por elas traçadas e maximizar a riqueza dos acionistas por meio de uma política de dividendos aprimorada no retorno esperado. Porém, em relação ao mercado de capitais, é importante salientar que “o valor da empresa não é determinado apenas pela obtenção dos fluxos de caixa atuais, mas sim, em prazo futuro” (DAMODARAN, 1999, p.151). Portanto, os investidores apresentam interesses econômicos no pagamento de dividendos, uma vez que podem ser influenciadas por situações financeiras e econômicas.

Por outro lado, no que se refere às fraudes financeiras, Chow e Harrison (2002) afirmam que para um estudo ser importante para ciência, o tema abordado é caracterizado por não apresentar conformidades entre pensamentos acadêmicos e por apresentar um problema concreto nas entidades. Diante disso, pode-se confirmar que a variável fraude é um caso concreto nas empresas. Segundo o estudo feito no Brasil, realizado pelo grupo de consultoria e auditoria KPMG (2004), foi constatado que 69% das empresas pesquisadas de médio e grande porte já tiveram indícios de fraudes. No entanto, a fraude não é um evento exclusivo de grandes companhias. Conforme relata Wells (1997), nas entidades de pequeno porte, o efeito das fraudes é maior comparado nas empresas consideradas grandes, pois as companhias de pequeno porte podem apresentar maiores entraves na assimilação de perdas empresariais.

Os investimentos do exterior no Brasil (país que caiu da 79ª para 96ª no ranking mundial de transparência internacional em 2017, obtendo o resultado melhor apenas dos países da Libéria e Bahrein, que demonstraram uma diminuição maior que a brasileira no ranking) são influenciados pelas fraudes. De acordo com Parodi

(2005), altos índices de corrupção no Brasil, reduzem aplicações de recursos por parte dos investidores no país.

Ainda sobre manipulação em demonstrativos financeiros, pode-se afirmar que os agentes mais afetados são os trabalhadores, que podem ficar sem emprego, e os acionistas, que não otimizam seus recursos aplicados nas empresas. Conforme estudo de Rezaee (2005), as fraudes encontradas nos demonstrativos contábeis, somaram danos de mais de 500 bilhões de dólares aos acionistas nos últimos vinte anos.

Nesse contexto, verificou-se uma expansão na quantidade de companhias que reproduziram novas demonstrações e as ocorrências de ruína das empresas provocadas pelas manipulações contábeis (fraudes) resultaram na diminuição acentuada da confiabilidade no trabalho de auditoria independente por parte da sociedade (REZAE, 2004).

No que consiste à busca de pesquisas envolvendo manipulações contábeis, Murcia e Borba (2005) comprovaram em suas pesquisas que mesmo que o tema “fraude” seja muito difundido no meio acadêmico internacional, no Brasil ainda é incipiente e pouco discutido. Portanto, pode-se inferir que estudos acerca de fraudes no Brasil ainda representam pequena parcela das pesquisas nacionais, e a população científica não apresenta conformidades sobre o tema.

De acordo com Silva (2004), percebe-se uma fragilidade na educação contábil no Brasil. Consoante o entendimento desse autor, somente a “contabilidade do bem” é exposta nas academias científicas brasileiras, em detrimento aos estudos relacionados a práticas indevidas nas empresas.

Diferentemente, nos países internacionais, assuntos associados às fraudes são pontuados de forma detalhada pelas universidades. Conforme pesquisas evidenciadas por Peterson e Reider (2001), cerca de 19 faculdades dos Estados Unidos já dispõem de capacitação exclusiva sobre fraudes. Segundo os autores, essa iniciativa do meio acadêmico norte-americano, pretende suprir as exigências do mercado de capitais por profissionais que dominam esse tema.

Diante disso, espera-se que o presente estudo permita aos investidores obterem um ponto de vista mais perceptível acerca dos dividendos e sua respectiva política adotada nas empresas, oferecendo uma análise mais consistente nos acontecimentos em que a política de distribuição de dividendos é modificada. Além disso, o estudo das fraudes nos demonstrativos contábeis é bastante pertinente para

o avanço acadêmico brasileiro sobre o tema e por ser um problema ainda bastante recorrente nas empresas, porém pouco difundido em pesquisas empíricas brasileiras.

Logo, faz-se necessário analisar as relações inerentes às variáveis, políticas de dividendos e fraudes nos relatórios contábeis, temática de grande relevância aos usuários internos e externos da administração empresarial.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nas seções seguintes, serão evidenciadas as teorias e pesquisas empíricas na área de finanças acerca da política de dividendos e das fraudes em relatórios financeiros. No segmento da política de dividendos, destacam-se nessa pesquisa as teorias de Lintner (1956) e Gordon (1959); Miller e Modigliani (1961); Procianoy e Verdi (2003). Por outro lado, na abordagem de fraudes em demonstrações financeiras, são ressaltadas as teorias de Costa e Wood Jr. (2012); Ludícibus, Marion e Pereira (2003). Pesquisas essas, que servirão de suporte teórico para o estudo.

2.1 Política de Dividendos

A política de dividendos é definida como a distribuição de recursos financeiros, deliberados pelos gestores das companhias, obtidos a partir do lucro auferido em determinado exercício social. Assim, os diretores escolherão qual porcentagem a distribuir e a ser retida. Desse modo, essa decisão é de cunho estratégico, já que a companhia deixa de aplicar recursos para realizar a expansão de seus negócios, a fim de proporcionar maior rentabilidade aos seus acionistas (ASSAF NETO, 2008).

Nesse contexto, Lintner (1956) e Gordon (1959) enfatizaram que mediante a Teoria de Análise de investimentos, a política de distribuição de dividendos possibilitaria um impacto no valor das ações de uma companhia. Dito isso, os acionistas terão uma propensão maior na distribuição de dividendos devido à avaliação originária da análise da porcentagem de lucros pagos como dividendos.

Ademais, os proventos proporcionam informações essenciais aos acionistas, pois permitem os investidores analisarem os resultados de diversas empresas, além de buscar lucros elevados obtidos nas entidades, fundamentados nas políticas de dividendos (NACEUR; GOAIED; BELANES, 2006).

No Brasil, além da distribuição de dividendos, ocorre a possibilidade de os acionistas receberem proventos por meio dos Juros sobre Capital Próprio (JSCP), exercendo vantagens tributárias e fiscais na área financeira, além da possibilidade da oferta de recompra de ações para o acionista.

Procianoy e Verdi (2003) ressaltam a teoria da significância da política de dividendos para seus acionistas e para a administração, além de explicar sobre as

taxas de juros sobre a distribuição de dividendos para os investidores, que na maioria das vezes, era superior aos ganhos sobre capital próprio.

Em meados do século XX, era muito frequente a idealização de que a distribuição de dividendos interferia no valor das ações. A teoria que baseava esse pensamento era do “pássaro na mão” de Gordon (1959), Lintner (1959) (GITMAN; 2001, p.412), que acreditava que “era melhor assegurar os dividendos, do que esperar um ganho de capital improvável”, no qual, os acionistas priorizavam a valorização das ações a resultados da companhia.

Porém, estudos de Miller e Modigliani (1961) refutaram a pesquisa anterior, baseando-se no pressuposto que não existia uma estrutura financeira consistente entre alocar capital de terceiros e capital próprio, que afetasse o valor nominal das ações.

Por conseguinte, em relação aos fatores que determinam a política de dividendos no Brasil, destacam-se as restrições legais, que, mediante a Lei nº 6.404/76, propõe uma distribuição mínima obrigatória de dividendos, num percentual de 25%, com o propósito de inibir a retenção volumosa de recursos inseridos na empresa.

Nesse contexto, Melo e Fonseca (2015) extraíram evidências no Brasil, que por meio da divulgação de fatos relevantes, as empresas distribuíram dividendos acima do valor mínimo obrigatório no tocante à lei societária brasileira. Além do mais, diversos fatores afetam a política de dividendos, destacando-se a ocorrência de fraudes, gestão nos resultados e conflitos de interesses entre gestores e detentores dos títulos da companhia.

2.2 Fraudes nos relatórios financeiros brasileiros e sistemas de controle

Em relação às divulgações de informações contábeis apresentadas pelas companhias, enfatiza-se que no passado os informes contábeis eram apresentados em forma de relatórios físicos, caracterizado pela limitação do controle na veracidade dos fatos contábeis. Desse modo, o desempenho presente nessas divulgações contábeis demonstrava fragilidade na equidade e acessibilidade da informação contábil para os investidores mediante a rápida evolução e difusão no mercado de capitais. Fato esse que fortalecia a existência de assimetria de informação (GARAY; GONZÁLEZ; GUZMÁN; TRUJILLO, 2013).

Embora a divulgação da informação contábil possibilite ao usuário maior nível de transparência e controle social, é visível uma preocupação com a publicação de dados distorcidos, prejudicando a interpretação pelo usuário. Ademais, os usuários são propícios a entraves de confiabilidade e compreensibilidade (LEHAVY; LI; MERKLEY, 2011), proveniente da preservação da fidedignidade das informações contábeis, podendo interferir na política de dividendos e no número de ocorrências de fraudes contábeis.

Dito isso, Costa e Wood Jr. (2012) afirmaram em seus estudos que a detecção de fraudes em relatórios contábeis nas companhias está cada vez mais em destaque no âmbito financeiro e contábil do mercado de capitais. Apesar da importância da descoberta de fraudes em relatórios contábeis, estudos sobre a temática ainda são poucos abordados. No Brasil há uma carência de pesquisas no contexto de “fraudes”, e dessa maneira há uma escassez no que se diz respeito aos profissionais que investigam e processam os resquícios de material associado às fraudes.

Desse modo, as fraudes contábeis podem ser entendidas como um desvio de conduta intencional, com o intuito de obter vantagem injusta sobre determinada pessoa ou administração. Conforme Ludícibus, Marion e Pereira (2003, p.111), “esses desvios de condutas visam confundir os agentes envolvidos para obter benefícios próprios, e são exemplificados por contabilização mal distribuída, demonstrações financeiras que não demonstram a realidade dos fatos contábeis, cálculos errôneos, falsificação na documentação, entre outros”. Partindo desse pressuposto, as fraudes são atitudes bem articuladas em que geralmente têm como vítimas as companhias, os conselhos administrativos e os usuários internos e externos (ASSING; ALBERTON; TESCH, 2008).

Além disso, as entidades que detêm pouco controle fiscal na elaboração e verificação nos relatórios financeiros, estão sujeitos a um maior risco de ocorrência de fraudes, sendo essencial ao meio corporativo, o conhecimento acerca das características dessas atitudes criminosas. Com isso, as fraudes nas corporações acarretam perda de credibilidade para com o mercado acionário, usuários, fornecedores e clientes, provocando até a falência nas empresas, e conseqüentemente demissão em massa dos funcionários.

No Brasil, os índices de empresas com Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) instaurada se elevaram nos últimos anos no que diz respeito às fraudes, sendo

evidenciados diversos escândalos com vasta repercussão nacional, destacando o caso da Sadia em 2008 e da Petrobras em 2010, que culminaram na queda do desempenho econômico e financeiro dessas entidades. As pesquisas brasileiras detêm maior enfoque nas questões de normas contábeis (SANCHES, et al, 2007).

No que concerne a classificação das fraudes, Parodi (2008, p.11) afirma que “essas manipulações contábeis são apresentadas de duas formas: as *AdvanceFee* e *Capital Vinish*”. A primeira refere-se a pretextos, desculpas, no qual o autor da fraude propõe um adiantamento a fim de obter vantagem. A segunda faz referência às fraudes *Vinish*, que são ideais falsos, como financiamento com um percentual reduzido, taxas de juros elevados, estabelecendo maior ganho por parte do agente que cometeu esse ato ilícito.

Mediante o gerenciamento da política de dividendos e o impacto negativo nas companhias relativo às fraudes, há certa tendência por parte das organizações em destinar recursos para detecção desse desvio de conduta e no aprimoramento da distribuição dos dividendos. Nesse contexto, segundo Medeiros, Sérgio e Botelho, (1969), é necessário o desenvolvimento de ferramentas que viabilizem o combate e a prevenção das fraudes e a minimização de erros contábeis. Portanto as empresas devem avaliar as perdas oriundas dessas fraudes, bem como discriminar o grau de controle interno ajustado contra essas práticas (FUNK, 2015). Por esse motivo, é necessário explorar a relação dessas duas variáveis no mercado brasileiro de capitais.

Diante disso, a pesquisa apresentará uma *proxy* para as fraudes financeiras, denominado índice de manipulação de relatórios financeiros (IMRF) a fim de analisar o grau de sensibilidade dessa *proxy* a ser ajustada para as empresas brasileiras.

Portanto, diante da explanação dos estudos teóricos acerca da política de distribuição de dividendos e as fraudes nas demonstrações contábeis, a pesquisa abordará na próxima seção estudos anteriores e relevantes sobre essas duas variáveis de interesse do estudo.

2.3 Estudos anteriores

De acordo com os estudos relacionados aos dividendos, Litner (1956), inicialmente, abordou um estudo de modelos de combinação e quantificação entre

dividendos associados aos diretores das empresas. Nessa mesma linha de pesquisa, estudos posteriores de Miller e Modigliani (1961) retratam sobre a justificativa e o impacto da distribuição de dividendos nas companhias.

Foram realizados levantamentos sobre dividendos acerca das empresas norte-americanas, e Aivazian, Booth e Cleary (2003) verificaram um grau de associação entre a distribuição de dividendos e as variáveis que compõe a projeção de crescimento, o endividamento das empresas e a rentabilidade. Após isso, foi constatado que empresas com maior rentabilidade e projeção de oportunidade, em média pagavam dividendos elevados, enquanto que se as empresas tivessem maiores dívidas de terceiros para financiar suas atividades (endividamento), a tendência era distribuir menos dividendos.

Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) alcançaram o resultado em suas pesquisas que as empresas pagariam maiores dividendos, caso as empresas fossem inseridas a diferenciados níveis de governança corporativa, que seria a emissão de ações ordinárias e preferenciais.

Os pesquisadores Al-Ajmi e Hussain (2011) realizaram estudos na Arábia Saudita, e concluíram que as empresas que distribuem dividendos, possui maior rentabilidade, são mais consistentes no mercado e tem menos dívidas com os credores.

Além disso, Silveira e Bellato (2012) realizaram um estudo sobre a vertente do impacto da alta porcentagem de ações ordinárias das empresas, no pagamento de proventos. Como resultado, foi evidenciado que as companhias que tem maior controle acionário, pagam dividendos inferiores que as empresas com ações mais fracionadas.

A partir de estudos de Al-Najjar (2009) e Vancin e Procianoy (2014) foi detectado a existência de uma relação inversa entre a possibilidade de distribuir de dividendos ao nível de risco empresarial.

Nesse mesmo contexto do tema política de dividendos, Ahmad e Wardani (2014) realizaram estudos na Indonésia e constataram que as companhias que pagam proventos, possui menor liquidez e alavancagem.

Por fim, foi levantado um estudo acerca da política de dividendos nos Estados Unidos por Booth e Zhou (2015), e foi evidenciado que as entidades que distribuem dividendos, possuem taxas maiores de crescimento dos ativos, além de apresentar um menor crescimento e variação no retorno das ações.

Em relação aos estudos anteriores sobre a abordagem do tema fraudes em demonstrativos contábeis e financeiros, Knapp e Knapp (2001) estudaram se o grau de instrução dos auditores a um manual informativo para prevenir as fraudes interferiam na constatação de fraudes em demonstrações contábeis. O resultado da pesquisa foi que apenas o guia de orientação para prevenir as fraudes foi significativo.

Além disso, Farber (2005) estudou as ferramentas de governança corporativa de 87 companhias que apresentaram relatórios fraudulentos. Foi alcançado o resultado de que as empresas que manipulavam suas demonstrações contábeis detinham uma governança corporativa ineficiente.

Diante disso, foram elencados estudos recentes acerca da política de dividendos e das fraudes nas demonstrações contábeis, viabilizando ao meio científico, estudos posteriores sobre os temas para promover maior conhecimento na área de finanças.

3 METODOLOGIA

Para atingir a finalidade almejada, este trabalho foi apresentado na forma de pesquisa empírica. Quanto aos objetivos, tratou-se de uma pesquisa exploratório-descritiva. Quanto à forma de abordagem do problema, foi organizada como pesquisa quantitativa. Por conseguinte, foram utilizados modelos econométricos e estatísticos para de averiguar as associações entre as variáveis analisadas e a robustez das relações observadas. Ainda, quanto ao seu método científico, esta pesquisa apoiou-se no método indutivo, partindo das premissas dos fatos observados para se chegar a uma conclusão que contenha informações sobre fatos ou situações não observadas, perfazendo o caminho do particular para o geral.

3.1 População e Amostra

A população que foi objeto de estudo é representada pelo conjunto de companhias abertas que negociam suas ações na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), excluindo para fins de amostra, as empresas financeiras (bancos, seguradoras e afins), devido a alta alavancagem e maiores recursos de capitais de terceiros para financiar essas companhias, além de deter uma contabilidade específica.

Além disso, foram retiradas as empresas que não obtiveram lucro para concretização dos dividendos no exercício, pois não teriam capacidade financeira de distribuir dividendos aos acionistas. Para a definição da amostra, foi considerada a disponibilidade de informações sobre as variáveis investigadas e sobre as negociações das ações das firmas durante o período compreendido entre 2010 e 2017, devido às mudanças de normas de contabilidade internacional do IFRS no ano de 2008, sendo seguida a padronização normativa pelas empresas brasileiras a partir dessa data. Para a coleta desses dados utilizou-se dos bancos de dados da *Thomson Reuters Eikon*, além dos meios de relacionamento com investidores das firmas, através de suas páginas eletrônicas na *internet*.

Em virtude dos períodos em análise, a amostra do presente estudo foi composta por 119 empresas, que foram as que obtiveram todas variáveis essenciais para fins de análise, totalizando 510 observações no período de 2010 a 2017. Dentre as 119 companhias, 37 distribuíram dividendos em 2011, 41 pagaram

dividendos em 2012, 50 em 2013, 53 em 2014, 41 em 2015, 43 em 2016, e por fim, 51 empresas distribuíram proventos em 2017.

3.2 Conceito e operacionalização das variáveis

Os dados da pesquisa foram coletados no banco de dados da *Thomson Reuters Eikon*, em que foram extraídos os demonstrativos e índices financeiros das empresas de interesse, bem como os estatutos societários e contábeis no período em análise, a fim de obter as variáveis que serão aplicadas na presente pesquisa.

3.3 Variável dependente

A variável dependente do presente trabalho é o *Dividend payout (Dpayout)*, representada pelo total dos dividendos pagos pelas companhias a seus acionistas, advindo de lucros retidos pelas empresas em cada exercício social. Essa metodologia de cálculo foi utilizada através de pesquisas teóricas de Heineberg & Procianoy (2003) e Iquiapaza et al. (2005). Diante disso, a variável dependente denominada *Dpayout* foi demonstrada conforme a equação (1), sendo representada pela porcentagem de proventos distribuídos nas empresas sobre o lucro ajustado em cada exercício social analisado.

$$Dpayout_{i,t} = Div_{i,t} / LLA_{i,t} \quad (1)$$

Sendo:

$Div_{i,t}$ = total do dividendos distribuídos pela empresa *i*, no período *t*; e,

$LLA_{i,t}$ = lucro líquido ajustado da empresa *i*, no período *t*.

Portanto o *Dpayout* de dividendos será a variável a ser explicada pelo modelo na regressão proposta no presente estudo. Na próxima seção, serão descritas as variáveis independentes do trabalho.

3.4 Variáveis independentes

As variáveis de controle têm a finalidade de causar efeitos na variável a ser explicada do modelo. Sendo assim, foram realizadas *proxies* que representam o índice de manipulação em relatórios financeiros (sinalização de fraudes), o tamanho da empresa, a rentabilidade (ROE e ROA), o endividamento, a volatilidade das receitas, a oportunidade de crescimento, e o acúmulo acionário. A escolha dessas variáveis foi oriunda de pesquisas empíricas antecedentes acerca das teorias e distribuições de dividendos, e de estudos sobre manipulações financeiras nas companhias (FAMA; FRENCH, 2001; DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2006; SKINNER, 2008; DENIS; OSOBOV, 2009; RAZALI; ARSHAD, 2014; VANCIN; PROCIANOY, 2014).

O método de cálculo das variáveis de controle do presente trabalho foi baseada na Lei das Sociedades por Ações, constantes em seu artigo 132, que as empresas se reúnem anualmente nos quatro primeiros meses seguintes ao fim do exercício social por meio de uma assembleia geral, com o objetivo, entre outros, de definir acerca da destinação do lucro líquido e a distribuição de dividendos no exercício no social. Isso significa que uma empresa que realiza uma Assembleia Geral Ordinária (AGO) em 2017 (t+1) irá determinar a alocação do lucro obtido no ano de 2016 (ano t).

Diante disso, os dados financeiros e contábeis foram coletados e tiveram como referência o ano t, ou seja, o exercício social que se deu a destinação dos lucros, e não na data que os proventos foram deliberados (t+1). Nesse contexto, serão demonstradas a seguir como foram calculadas as variáveis independentes usadas no presente estudo.

3.4.1 Índice de manipulação em relatórios financeiros (IMRF)

Estudos empíricos elaboraram o índice que possibilita a descoberta de fraudes em relatórios financeiros, por meio da ferramenta M-Score, difundido por Beneish (1999), e aperfeiçoado em trabalhos de Razali e Arshad (2014) que detecta a manipulação de ganhos e lucros empresariais. Diante disso, a Equação (2) demonstrará a estimação da ocorrência de possíveis fraudes empresariais.

$$IMRF_{i,t} = -4,84 + 0,920IPM_{i,t} + 0,528IMB_{i,t} + 0,404IQA_{i,t} + 0,892ICV_{i,t} + 0,115ID_{i,t} - 0,172IDVA_{i,t} - 0,327IA_{i,t} + 4,679ACCRUALS_{i,t} \quad (2)$$

Obtendo as variáveis:

- $IPM_{i,t}$ = Representa o índice de prazo a receber, obtido por: $(\text{Contas a receber}_t / \text{Receita}_t) / (\text{Contas a receber}_{t-1} / \text{Receita}_{t-1})$;
- $IMB_{i,t}$ = Representa o índice de margem bruta, obtido por: $(\text{Margem Bruta}_t) / (\text{Margem Bruta}_{t-1})$;
- $IQA_{i,t}$ = Indica o índice de qualidade dos ativos, representado por: $\{1 - [(\text{Ativo Circulante}_t + \text{Imobilizado}_t) / \text{Ativo Total}_t]\} / \{1 - [(\text{Ativo Circulante}_{t-1} + \text{Imobilizado}_{t-1}) / \text{Ativo Total}_{t-1}]\}$;
- $ICV_{i,t}$ = Índice de crescimento das vendas, formulado por $(\text{Receita}_t / \text{Receita}_{t-1})$;
- $ID_{i,t}$ = Índice de depreciação, sendo calculado: $[\text{Depreciação}_t / (\text{Depreciação}_t + \text{Imobilizado}_t)] / [\text{Depreciação}_{t-1} / (\text{Depreciação}_{t-1} + \text{Imobilizado}_{t-1})]$;
- $IDVA_{i,t}$ = Índice de despesas com vendas e administração, sendo: $(\text{Despesas com vendas e administrativa}_t / \text{Receita}_t) / (\text{Despesas com vendas e administrativas}_{t-1} / \text{Receita}_{t-1})$;
- $IA_{i,t}$ = Índice de alavancagem, mensurado por: $(\text{Dívidas de Curto e Longo prazo}_t / \text{Ativo Total}_t) / (\text{Dívidas de Curto e Longo Prazo}_{t-1} / \text{Ativo Total}_{t-1})$;
- $ACCRUALS_{i,t}$ = valor proveniente de lucros associados aos ativos, formulado por: $[(\text{Lucro Líquido}_t - \text{Caixa das Operações}_t) / \text{Ativo Total}_t] / [(\text{Lucro líquido}_{t-1} - \text{Caixa das Operações}_{t-1}) / \text{Ativo Total}_{t-1}]$.

A seguir será demonstrado o quadro 1 de operacionalização dos índices que compõe a *proxy* da manipulação financeiras nas empresas estudadas por Beneich (1999).

Quadro 1 – Variáveis que compõe o índice de manipulação financeira.

Siglas das variáveis	Definição	Método de estimação
<i>IPM</i>	Índice de prazo médio de recebimento	$\frac{(\text{Contas a receber}_{i,t} / \text{Receita}_{i,t})}{(\text{Contas a receber}_{i,t-1} / \text{Receita}_{i,t-1})}$
<i>IMB</i>	Índice de margem bruta	$\frac{\text{Margem Bruta}_{i,t}}{\text{Margem Bruta}_{i,t-1}}$
<i>IQA</i>	Índice de qualidade dos ativos	$\frac{\{1 - [(ac_{i,t} - imob_{i,t}) / \text{Ativo}_{i,t}]\}}{\{1 - [(ac_{i,t-1} - imob_{i,t-1}) / \text{Ativo}_{i,t-1}]\}}$
<i>ICV</i>	Índice de crescimento de vendas	$\frac{\text{Receita}_{i,t}}{\text{Receita}_{i,t-1}}$
<i>ID</i>	Índice de depreciação	$\frac{[\text{Depreciação}_{i,t} / (\text{Depreciação}_{i,t} + imob_{i,t})]}{[\text{Depreciação}_{i,t-1} / (\text{Depreciação}_{i,t-1} + imob_{i,t-1})]}$
<i>IDVA</i>	Índice de despesas com vendas e administração	$\frac{(\text{Dva}_{i,t} / \text{Receita}_{i,t})}{(\text{Dva}_{i,t-1} / \text{Receita}_{i,t-1})}$
<i>IA</i>	Índice de alavancagem	$\frac{(\text{Dívidas cp e lp}_{i,t} / \text{Ativo}_{i,t})}{(\text{Dívidas cp e lp}_{i,t-1} / \text{Ativo}_{i,t-1})}$
<i>ACCRUALS</i>	Valor proveniente dos lucros associados aos ativos	$\frac{[(\text{Lucro líq}_{i,t} - \text{caixa das operações}_{i,t}) / \text{Ativo}_{i,t}]}{[(\text{Lucro líq}_{i,t-1} - \text{caixa das operações}_{i,t-1}) / \text{Ativo}_{i,t-1}]}$

Fonte: Elaboração própria, baseados em estudos empíricos (2018).

Diante disso, de acordo com as pesquisas de Beneich (1999) e o aprimoramento dessa temática por Razali e Arshad (2014), se equação (2) obter um valor acima de -2,22 esse indicador representa um despertar para a existência de possíveis manipulações empresariais dos demonstrativos contábeis e financeiros. Espera-se um sinal negativo entre a *proxy* índice de manipulação nos resultados financeiros e a distribuição de dividendos aos acionistas.

3.4.2 ROE

Variável que mede a capacidade que determinada empresa tem de gerar valor com recursos próprios e de investidores. Será utilizado o índice que representa o retorno sobre o patrimônio líquido, dado pela equação (3). Esse índice financeiro descreve o quanto a companhia produz lucro em relação ao capital aplicado. Esse índice foi descrito por Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006), Denis e Osobov (2009). Esse variável está descrita na equação (3)

$$ROE_{i,t} = LL_{i,t} / PL_{i,t} \quad (3)$$

Sendo:

$LL_{i,t}$ =representa o lucro líquido da empresa i , no período t ; e

$PL_{i,t}$ =representa o patrimônio líquido da empresa i , na data t .

Desse modo, Heineberg e Procianoy (2003) e Futema et al. (2009) realizaram estudos anteriores e verificaram na literatura que as companhias com maior lucro sobre o capital aplicado, tem a tendência de pagar mais dividendos a seus acionistas. Esses autores afirmam que o retorno sobre o patrimônio líquido tem um poder explicativo considerável para analisar os pagamentos de proventos das empresas. Espera-se uma relação positiva entre o ROE e o volume de distribuição de dividendos.

3.4.3 ROA

A lucratividade nas empresas é um fator adquirido ao longo do tempo em que confrontam os custos incidentes em determinado exercício social e as receitas obtidas. Segundo Al-Najjar (2009), as companhias que possuem altas taxas de rentabilidade, estariam mais acessíveis para distribuir dividendos. Além disso, empresas com maior rentabilidade pagam maiores volumes de proventos para sinalizar ao mercado seu bom desempenho contábil e financeiro (BATTACHARYA, 1979; HO, 2003; AIVAZIAN et al., 2003). Diante disso foi utilizado o índice

denominado retorno sobre o ativo total (ROA) descrito na equação (4) para associar a relação com os dividendos nas empresas.

$$ROA_{i,t} = LO_{i,t} / AT_{i,t} \quad (4)$$

Sendo:

$LO_{i,t}$ =representa o lucro operacional da empresa i, no período t; e

$AT_{i,t}$ =representa o ativo total da empresa i, no período t.

Diante do exposto, espera-se um valor positivo entre o retorno sobre o ativo (ROA) e a distribuição de proventos.

3.4.4 Tamanho da companhia (TAM)

Essa variável é calculada por meio do logaritmo natural do ativo total de cada empresa, expressa da pela equação (5). O logaritmo foi aplicado nos valores dos ativos totais com a finalidade de ajustar os valores para grandezas iguais.

$$TAM_{i,t} = \ln(AT_{i,t}) \quad (5)$$

Sendo:

$AT_{i,t}$ =representa o ativo total da empresa i, no período t.

Segundo Fama & French (2001) e DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), as companhias que distribuem proventos tem uma probabilidade de serem maiores comparadas as que não pagam, quando considerados os ativos dessas empresas. Nesse contexto, esses autores afirmam que companhias de grande porte tem maior acessibilidade no mercado financeiro para captação de créditos para uso em suas atividades, tendem a distribuir maiores volumes de dividendos. Conforme Redding (1997), a política de dividendos das empresas é estruturada pelas preferências de seus investidores. Acionistas com grandes quantidades de investimentos alocam seus recursos em empresas de grande porte e já maturadas, pois minimiza os

custos transacionais das negociações no mercado financeiro. Visto que os investidores em média preferem alocar seus recursos em grandes instituições, a fim de reter dividendos, espera-se uma associação positiva entre o total de dividendos pagos pela companhia e o tamanho da empresa.

3.4.5 Endividamento (END)

As companhias que tem em sua estrutura de capital um maior percentual de capital de terceiros (financiamentos), ou seja, empresas com índices elevados de alavancagem, tem maiores obrigações para arcar com suas dívidas, diminuindo os recursos para pagamentos de dividendos. Foi usado o índice de endividamento total, descrito na equação (6).

$$END_{i,t} = (PC_{i,t} + ELP_{i,t}) / AT_{i,t} \quad (6)$$

Sendo:

$PC_{i,t}$ = representa o passivo circulante da empresa i no período t ;

$ELP_{i,t}$ = representa o exigível a longo prazo da empresa i no período t ; e

$AT_{i,t}$ = ativo total da empresa i no período t .

Nesse contexto, os pesquisadores Silva e Brito (2005) afirmaram em seus estudos que as grandezas pagamentos de dividendos e alavancagem são inversamente proporcionais e substituíveis, no que tange a distribuição de recursos inseridos na companhia. Diante disso, é esperada uma relação negativa entre endividamento e pagamento de dividendos.

3.4.6 Volatilidade das Receitas (VOLREC)

Conforme afirmam Aivazian et al. (2003) e Vancin e Procianny (2014) em suas pesquisas sobre finanças, companhias com maiores dispersões em seus ganhos, incidirá maior risco de receitas esperadas não ocorrerem, que consequentemente impactará na distribuição dos proventos para seus acionistas.

Essa variável foi calculada por meio de um índice que é representada pelo desvio-padrão dos logaritmos naturais dos 4 últimos anos das receitas operacionais das companhias. Espera-se uma relação negativa entre os variáveis pagamentos de dividendos e volatilidade das receitas. A seguir foi demonstrado o índice por meio da equação (7).

$$VolRec_{i,t} = \sum_{n=1}^4 \sigma[Ln(REC)] \quad (7)$$

Sendo:

$REC_{i,t}$ = representa a receita operacional da empresa i no período t.

3.4.7 Oportunidade de crescimento

A expectativa de crescimento das empresas é advinda, dentre outros fatores, de seu planejamento estratégico, possibilitando a companhia alcançar índices maiores de desenvolvimento econômico. No que concerne essa oportunidade de expansão e os proventos, companhias com maiores chances de crescimento, tem a probabilidade de pagar menos dividendos, comparados aquelas empresas que estão estabilizadas no mercado, devido às inconstâncias nos seus resultados, e por reterem parte considerável de seus lucros para financiar o crescimento de seus negócios.

Diante disso, para calcular a oportunidade de crescimento, foi usado o índice de variação em porcentagem dos ativos totais, indicando o quanto a empresa cresceu financeiramente. A seguir foi demonstrado esse índice por meio da equação (8).

$$VarAt_{i,t} = (AT_{i,t} - AT_{i,t-1}) / AT_{i,t-1} \quad (8)$$

Além disso, para analisar a consistência dos resultados para cada exercício social das empresas, foi utilizado o percentual de variação das receitas líquidas. Esses índices foram estudados por Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo e

Stulz (2006) e Denis e Osobov (2009) afirmando que empresas com maiores oscilações nas receitas obtidas, tendem a distribuir menor volume de dividendos a fim da melhoria dos resultados das companhias. Assim, foi demonstrado a seguir esse índice por meio da equação (9).

$$VarRec_{i,t} = (RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) / RL_{i,t-1} \quad (9)$$

Sendo:

AT = ativo total da companhia; e

RL = Receita Líquida da empresa;

i, t – Representa a companhia i em cada exercício social t ;

$i, t-1$ – Representa a companhia i em cada exercício social $t-1$;

3.4.8 Concentração Acionária (ConcAc)

As companhias que possuem o controle das ações concentradas na posse da minoria dos acionistas, tendem a distribuir dividendos em menor volume, a fim de beneficiar os acionistas controladores (AL-NAJJAR, 2009). Nesse contexto, para calcular a concentração acionária, o presente trabalho utilizou o índice que representa a taxa percentual de ações controladas pelos acionistas majoritários. Essa metodologia de cálculo foi baseada em estudos empíricos de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006). Espera-se uma relação negativa entre distribuição de dividendos e concentração acionária. A seguir, foi demonstrada a equação (10) que descreve essa variável.

$$ConcAc_{i,t} = \frac{\text{Quantidade de ações do acionista majoritário}_{i,t}}{\text{Quantidade total de ações}_{i,t}} \quad (10)$$

Sendo:

i, t – Representa a companhia i em cada exercício social t ;

$i, t-1$ – Representa a companhia i em cada exercício social $t-1$;

Diante da explanação acerca das variáveis independentes da pesquisa foi apresentado a seguir quadro 2, detalhando respectivamente as variáveis, as siglas das variáveis, o método de estimação, o sinal esperado e as pesquisas empíricas utilizadas.

Quadro 2 - Detalhamento das variáveis independentes

Variáveis	Siglas das variáveis	Método de estimação	Sinal Esperado	Fonte Utilizada
Índice de Manipulação em Relatórios Financeiros	<i>IMRF</i>	Ferramenta M-Score	(-)	Beneich (1999) e Razali e Arshad (2014).
Tamanho da Empresa	<i>TAM</i>	Logaritmo natural do ativo contábil total em valores de cada empresa	(+)	Redding (1997); Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Osobov (2008).
Rentabilidade	<i>ROE</i>	$LL_{i,t} / PL_{i,t}$	(+)	Fama e French (2001); Heineberg e Procianoy (2003); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Futema et al (2009) e Denis e Osobov (2009).
	<i>ROA</i>	$LO_{i,t} / AT_{i,t}$	(+)	Battacharya (1979); Ho (2003); Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Al-Najjar (2009).
Endividamento	<i>END</i>	$(PC_{i,t} + ELP_{i,t}) / AT_{i,t}$	(-)	Silva e Brito (2005).
Volatilidade das Receitas	VolRec	Logaritmo natural dos 4 últimos anos das receitas operacionais	(-)	Aivazian et al. (2003); Vancin e Procianoy (2014)
Oportunidade de	<i>Varativo</i>	$(AT_{i,t} - AT_{i,t-1}) / AT_{i,t-1}$	(-)	Fama e French (2001); DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006); Denis e Osobov

				(2008).
Crescimento	<i>Varreceita</i>	$(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) / RL_{i,t-1}$	(-)	Fama e French (2001); De Angelo, De Angelo, Stulz (2006); Denis e Osobov (2008).
Acúmulo Acionário	<i>ConcAc</i>	Representa a o percentual de ações do acionista majoritário.	(-)	Iquiapaza, Amounier e Amaral (2006); (AL-NAJJAR, 2009)

Fonte: Elaboração própria, baseado em pesquisas empíricas (2018).

Sendo:

$LL_{i,t}$ – Lucro líquido da companhia i, em cada exercício social t;

$LO_{i,t}$ – Lucro operacional da companhia i, em cada exercício social t;

$PL_{i,t}$ – Patrimônio líquido da companhia i, em cada exercício social t;

$AT_{i,t}$ – Ativo total da companhia i, em exercício social t;

$PC_{i,t}$ – Passivo Circulante da companhia i, em cada exercício social t;

$ELP_{i,t}$ – Exigível a longo prazo da companhia i em cada exercício social t;

$RL_{i,t}$ – Receita líquida total da empresa i em cada exercício social t;

i, t – Representa a companhia i em cada exercício social t ;

i, t-1 – Representa a companhia i em cada exercício social t-1.

Na próxima seção será abordada a regressão utilizada para analisar a causalidade entre a variável dependente e as variáveis de controle.

3.5 Modelo Econométrico

Após a estimação das *proxies*, foram analisadas as relações da política de distribuição de dividendos, com as fraudes em relatórios financeiros, a fim de responder à questão de pesquisa do presente trabalho. Foi aplicado nesse estudo o modelo de regressão com dados em painel, e serão testados todos os pressupostos inerentes ao modelo.

Nesse contexto, a justificativa para utilização do modelo em dados em painel, se deve ao fato que essa organização dos dados do presente estudo, leva em consideração as variáveis individuais específicas, por apresentar maior variabilidade na amostra coletada e menos colinearidade, aprimorando a análise empírica e fornecendo parâmetros consistentes. Os dados em painel são tipos de elementos que possibilitam analisar a mesma unidade em corte transversal ao longo do período da amostra, proporcionando informações sobre as modificações do comportamento das variáveis.

Além disso, investiga-se também, por meio do teste de Hausman, qual efeito, fixo ou aleatório, se ajusta melhor ao modelo.

A seguir serão demonstradas as hipóteses desse teste:

- H0: modelo de efeitos aleatórios.
- H1: modelo de efeitos fixos.

Por sua vez, H0 representa a hipótese nula do modelo, e se essa for rejeitada, o resultado é que o modelo de correção de erros não será adequado ao modelo, pois os efeitos aleatórios estão correlacionados com uma ou mais variáveis, Se isso ocorrer, o modelo de efeitos fixos será mais conveniente aos dados.

Dessa forma, estima-se a regressão múltipla por meio do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com a finalidade de analisar o conjunto de empresas do espaço amostral da pesquisa, utilizando as variáveis do modelo, dispostas em dados em painel desbalanceado, a fim de associar a distribuição de dividendos e as variáveis independentes embasadas em pesquisas anteriores. A equação (11) demonstra o modelo de regressão específico da pesquisa:

$$Dpayout_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IMRF_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 VOLREC_{i,t} + \beta_7 Varativo_{i,t} + \beta_8 Varreceita_{i,t} + \beta_9 ConcAc_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

Sendo,

- *Dpayout* = Refere-se à distribuição de dividendos da companhia *i* no ano *t* (período entre 2010 a 2017).
- *IMRF* = Faz referência ao índice de manipulação de relatórios financeiros, que será calculado por meio da técnica M-score de Benech (1999) e Razali e Arshad (2014).

- ROE = É representado pelo lucro líquido da empresa i associado ao patrimônio líquido no período t (período entre 2010 a 2017) após juros e impostos.
- ROA = Representado pelo lucro operacional da empresa i , no ano t , sobre o total do ativo total da companhia.
- TAM = Indica o tamanho da companhia i , em determinado período de tempo t , sendo calculado pelo logaritmo natural do ativo total de cada empresa.
- END = Indica o nível de alavancagem da empresa i , em determinado período de tempo t , que é calculado pela razão entre a soma do passivo circulante e o exigível a longo prazo, sobre o ativo total da companhia.
- VolRec = Essa variável representa a volatilidade das receitas de cada empresa i , em determinado período de tempo t , sendo calculada através do logaritmo natural dos 4 últimos anos das receitas operacionais da companhia;
- Varativo = indica a variação do ativo total da empresa i , em determinado período t ;
- Varreceita = indica a variação da receita total da empresa i , em determinado período t ;
- ConcAc = Representa a percentagem de ações do acionista majoritário da empresa i , em determinado período t ;
- $E_{i,t}$ = Erro do modelo

A partir desse modelo de regressão, o presente estudo busca analisar o impacto das fraudes em relatórios financeiros (IRMF) sobre a política de distribuição de dividendos através da variável Dpayout das empresas brasileiras da amostra. A variável dependente da regressão é o Dpayout, as variáveis independentes procuram explicar o evento pagamentos de dividendos. No se refere à relação entre as variáveis associadas aos parâmetros, espera-se uma relação negativa entre a variável dependente e o coeficiente β_1 associado a variável IMRF. Além da variável que indica a possibilidade de fraudes em relatórios financeiros, foi verificado também se as demais variáveis de controle estão correlacionadas com o erro estocástico, a fim de minimizar o problema da endogeneidade. Além disso, foram realizados testes para verificar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação, com o intuito de avaliar se os erros-padrão dos coeficientes estimados serão viesados, e assim obter uma estimação consistente.

4 RESULTADOS

Este capítulo é atribuído à apresentação, à análise dos dados e à exposição dos resultados da pesquisa, a fim de alcançar o objetivo principal deste estudo, que é analisar a relação entre a política de distribuição de dividendos obtida por meio do *Dpayout* pago por cada empresa e as fraudes nos demonstrativos financeiros calculadas pelo índice de manipulação financeira das companhias brasileiras listadas na B3 no período de 2010 a 2017. Na seção 4.1 apresenta-se a análise dos dados utilizados no presente estudo. A seção 4.2 aborda a correlação entre as variáveis da pesquisa. Além disso, na seção 4.3 seção é retratada os resultados econométricos do estudo.

4.1 Análise Descritiva

Na Tabela 1 apresenta-se a estatística descritiva das variáveis usadas no estudo no período de 2010 a 2017.

Tabela 1 - Estatística descritiva da amostra.

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Dpayout</i>	510	0,325	1,808	0,000	0,601
IMRF	510	11,550	38,954	-375,190	560,540
ROE	510	0,121	0,255	-2,014	2,105
ROA	510	0,077	0,050	-0,033	0,347
TAM	510	22,230	1,668	16,570	27,450
END	510	0,248	0,172	0,003	1,766
Varativo	510	1,911	1,126	1,198	2,553
Varreceita	510	1,935	0,158	1,213	3,200
ConcAC	510	0,741	0,255	0,000	1,000
VolRec	510	0,159	0,2143	0,000	2,227

Fonte:Elaboração própria através dos dados da pesquisa, 2018. Notas: em que, *Dpayout* é total dos dividendos pagos pelas companhias a seus acionistas em relação aos lucros retidos de cada exercício, IMRF é o índice de manipulação de relatórios financeiros encontrados nas empresas, ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido, ROA é o retorno sobre o ativo, TAM é o tamanho da empresa, END é o endividamento, Varativo é a variação do ativo total, Varreceita é a variação da receita, ConcAC é a concentração acionária e VOLREC é a volatilidade das receitas.

Pode-se identificar uma quantidade considerável no percentual de distribuição

de dividendos das empresas da amostra da pesquisa, apresentando uma média de (0,325), um elevado desvio padrão (1,808), indicando que um grande volume de empresas apresentaram o valor 0 (zero) para variável *Dpayout* no período de 2010 a 2017, obtendo assim, a diminuição da distribuição de dividendos. O presente resultado está em conformidade com as pesquisas realizadas por Heineberg e Procianoy (2003) e Iquiapaza et al. (2005).

Além disso, foi verificado que o índice que representa a manipulação em resultados financeiros obteve uma média de 11,55, valor acima da *proxy* estudada por Beneich (1999) e aprimorada por Razali e Arshad (2014), em que, se o resultado obtido desse índice apresentasse um valor maior que -2,22, poderia inferir que tem indícios de manipulações financeiras das demonstrações contábeis. Portanto, das 119 empresas analisadas no presente estudo, 99 empresas apresentaram um índice superior a -2,22 em pelo menos um ano do período entre 2010 a 2017, indicando alerta aos possíveis investimentos no Brasil. Ademais, o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o retorno sobre o ativo (ROA) apresentaram respectivamente médias de 0,121 e 0,077 associados a um elevado desvio padrão do ROE (0,255) e um desvio padrão do ROA de (0,05), resultando em uma variabilidade considerável no retorno sobre o patrimônio líquido das empresas.

Seguindo a análise descritiva dos dados da pesquisa, foi visto que a média da variável endividamento totalizou o valor de 0,248 e uma dispersão de 0,172, demonstrando que existem empresas na amostra da pesquisa que possuem poucas obrigações de curto e longo prazo em relação aos ativos, porém, existem companhias que detém altos índices de alavancagem no que consiste à captação de recursos de terceiros. Além disso, as médias das variáveis que indicam os índices de oscilação dos ativos e das receitas nas empresas foram respectivamente de 1,911 e 1,935, além de obterem uma alta dispersão na variação dos ativos (1,126), sinalizando a ocorrência de uma variabilidade acentuada nos ativos totais das companhias. Esse resultado está baseado nas pesquisas de Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) e Denis e Osobov (2009). Após, verificou-se a média da variável volatilidade das receitas e foi encontrada uma média de 0,159 e um desvio padrão de 0,2143, indicando que algumas empresas obtiveram pequenas variações em suas receitas entre 2010 a 2017, ao contrário de outras companhias da amostra que tiveram uma variedade elevada em suas receitas.

Por fim, foi calculada a média da variável que indica o percentual de

concentração acionária dos acionistas controladores, e foi verificado que em média, 74,1% das ações das empresas da amostra são propriedades dos acionistas majoritários.

4.2 Correlação entre as variáveis

Na Tabela 2 é apresentada a matriz de correlação das variáveis de controle em relação à variável dependente *Dpayout* no período de 2010 a 2017.

Tabela 2 - Matriz de correlação das variáveis do estudo.

	<i>Dpayout</i>	IMRF	ROE	TAM	ROA	END	Varativo	Varreceita	ConcAc	VolRec
<i>Dpayout</i>	1									
IMRF	0,02	1								
ROE	0,06	-0,01	1							
TAM	-0,09**	0,04	0,08	1						
ROA	0,03	-0,01	0,23	-0,06	1					
END	0,01	0,06	0,03	-0,09	0,25	1				
Varativo	-0,02	0,06	-0,13	-0,12	-0,16	-0,07	1			
Varreceita	-0,06	0,02	-0,15	-0,08	-0,10	0,17	0,33	1		
ConcAC	-0,02	0,10	-0,02	0,03	0,15	-0,11	-0,06	-0,06	1	
VolRec	0,00	0,02	-0,11	-0,02	-0,02	-0,11	-0,16	-0,08	0,33	1

Fonte: Elaboração própria através dos dados da pesquisa, 2018. Notas: em que, *Dpayout* é total dos dividendos pagos pelas companhias a seus acionistas em relação aos lucros retidos de cada exercício, IMRF é o índice de manipulação de relatórios financeiros encontrados nas empresas, ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido, ROA é o retorno sobre o ativo, TAM é o tamanho da empresa, END é o endividamento, Varativo é a variação do ativo total, Varreceita é a variação da receita, ConcAC é a concentração acionária e VolRec é a volatilidade das receitas.

Observa-se que a variável *Dpayout* apresentou uma correlação positiva com o retorno sobre o patrimônio líquido (0,06), com o endividamento (0,01), com o índice de manipulação em resultados financeiros (0,02) e também com o retorno sobre o ativo (0,03), em que todas as correlações foram insignificantes, estatisticamente iguais a zero. Em contrapartida, a variável *Dpayout*, obteve uma relação negativa com a concentração acionária (-0,02), bem como respectivamente com a variação do ativo e da receita (-0,02) e (-0,06), e com o tamanho da empresa (-0,09), apresentando uma significância estatística margem de 5%. O resultado da

correlação negativa entre a variável tamanho da empresa e o *Dpayout* contraria os estudos realizados por Fama & French (2001) e DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), pois em suas pesquisas, chegaram a conclusão que há correlação positiva entre essas variáveis. Além disso, foi obtido na presente pesquisa uma correlação positiva entre a variável “índices de manipulação em resultados financeiros” (IMRF) e *Dpayout*, resultado esse, que também destoa com os estudos de Beneish (1999) e Razali e Arshad (2014).

No mesmo contexto, a variável volatilidade das receitas não apresentou nenhuma correlação com a variável dependente *Dpayout*. Salienta-se também, que na análise de todas as associações das variáveis foi evidenciada uma correlação como uma alta variabilidade ($-0,16 < \text{correlação} > 0,33$). Diante disso, é possível inferir que há evidências de heterocedasticidade entre as variáveis.

Na próxima seção será apresentado o resultado econométrico da presente pesquisa e as implicações das variáveis de controle sobre a variável dependente (*Dpayout*).

4.3 Resultado Econométrico

Esta seção é reservada para expor os resultados alcançados por meio do modelo econométrico utilizado na pesquisa.

Diante disso, após a análise descritiva dos dados e da correlação entre as variáveis do estudo, foi feita a verificação da normalidade das variáveis de interesse, por meio dos gráficos estatísticos histograma e *Box plot*, sendo constatada a presença de *outliers* nas variáveis, que são representadas por observações atípicas e valores extremos. Esses acontecimentos extremos (*outliers*) podem interferir consideravelmente no cálculo dos parâmetros das variáveis. Desse modo, para não ocorrer essa intervenção, foi praticada a *winsorização* a 5%. Esse recurso estatístico foi usado para realizar a organização dos *outliers*, em que foram fixados os valores extremos (percentis), e permutado pelos menores e maiores valores restantes.

Após isso, foi investigado por meio do teste de *Hausman*, qual efeito se ajusta melhor ao modelo. Diante disso foram aplicados ao modelo da regressão, os efeitos fixos, aléatorios e o *pooled*. Os efeitos fixos foram os que mais se adequaram as variáveis do modelo. Foram realizados também os testes de *Breusch-Pagan* que detecta a ocorrência de heterocedasticidade lineares e o teste de *Breusch-Godfrey*

que verifica a ocorrência de autocorrelação entre as variáveis. Os resultados sugeriram que as variáveis do modelo apresentaram essas duas inconsistências. A fim de corrigir esses problemas, foi utilizada a matriz robusta de Arellano, que será descrita na seção 4.2.1. Além de analisar a relação entre as variáveis do modelo e os níveis de significância estatística.

Os resultados alcançados por meio da estimação do modelo de efeitos fixos com correção de Arellano estão descritos na Tabela 3. O modelo utiliza a variável *Dpayout* como variável a ser explicada, além das variáveis independentes já mencionadas na seção 3.4.

Tabela 3- Resultados do modelo robusto de Arellano

Variáveis	Modelo robusto com correção de Arellano
IMRF	-0,000094136 (0,00044696)
ROE	0,17688* (0,07807)
ROA	1,064** (0,360)
TAM	-0,0218 (0,0140)
END	-0,351*** (0,103)
Varativo	-0,069 (0,153)
Varreceita	0,152 (0,095)
ConcAC	0,124 (0,090)
VolRec	-0,161* (0,069)
Constante	-0,323 (0,487)
Número de observações (N)	510
R²	0,089

R² ajustado	0,061
Estatística F	5,391***

Fonte: Elaboração própria através dos dados da pesquisa, 2018. Notas: em que, *Dpayout* é total dos dividendos pagos pelas companhias a seus acionistas em relação aos lucros retidos de cada exercício, IMRF é o índice de manipulação de relatórios financeiros encontrados nas empresas, ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido, ROA é o retorno sobre o ativo, TAM é o tamanho da empresa, END é o endividamento, Varativo é a variação do ativo total, Varreceita é a variação da receita, ConcAC é a concentração acionária e VolRec é a volatilidade das receitas. * Significante a 10%, ** a 5% e *** a 1%.

De acordo com os resultados obtidos na Tabela 3, observou-se que o coeficiente de determinação (R^2) do modelo foi de 0,089, indicando que cerca de 8,90% do pagamento de dividendos das empresas a seus acionistas (*Dpayout*) é explicado pelas variáveis independentes do modelo.

Além disso, a variável IMRF (Índice de Manipulação em Relatórios Financeiros) apresentou um parâmetro negativo, sugerindo que as fraudes têm um efeito negativo sobre a distribuição, porém resultou em um parâmetro não significativo, com um valor próximo a zero.

A variável “Retorno sobre o Patrimônio Líquido” (ROE) evidenciou um parâmetro positivo e significativo estatisticamente a 10%, e por isso o ROE tem influência positiva sobre a distribuição de dividendos. Esse resultado confirma os resultados alcançados por Heineberg e Procianoy (2003) e Futema et al. (2009) em que retorno sobre o patrimônio líquido tem um poder explicativo considerável sobre a distribuição de dividendos nas empresas.

Além disso, a variável “Retorno sobre o Ativo” (ROA) apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 5%, influenciando positivamente sobre o *Dpayout*. Esse efeito ratifica os resultados obtidos por Al-Najjar (2009) que indica que as empresas mais rentáveis com maiores ativos, tendem pagar mais dividendos.

No mesmo sentido, a variável “endividamento” apresentou coeficiente negativo e significativo estatisticamente a 1%, ou seja, empresas mais alavancadas tendem a pagar menos dividendos. Essa conclusão é compatível com os resultados realizados por Silva e Brito (2005), afirmando que obrigações com capitais de terceiros (dívidas) e pagamentos de dividendos nas empresas são grandezas inversamente proporcionais.

Na variável “volatilidade das receitas”, foi demonstrada na Tabela 3, a presença de um parâmetro negativo e significativo estatisticamente a 10%, possibilitando a interpretação que a variação das receitas nas empresas influencia de forma negativa o pagamento de dividendos. Esse achado converge com os resultados obtidos nas pesquisas de Aivazian et al. (2003) e Vancin e Procianny (2014), que mostra que companhias com maiores variabilidades nos ganhos, apresentam maiores riscos de receitas esperadas, interferindo negativamente a distribuição de dividendos nas empresas.

Por fim, as variáveis - tamanho da empresa, variação do ativo e da receita e concentração acionária apresentaram parâmetros não significativos estatisticamente, propondo que a distribuição de dividendos não sofre influência dessas variáveis.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa buscou investigar o impacto das fraudes em relatórios financeiros, sobre a política de distribuição de dividendos em 119 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Associando aos resultados vistos na literatura em finanças, a fim de buscar respostas para questão problema, o estudo obteve resultados esperados em parte, sugerindo que o pagamento de dividendos é interferido negativamente pelas fraudes em relatórios financeiros, porém essa relação obteve uma insignificância estatística.

Além disso, o estudo analisou as variáveis e verificou que a distribuição de dividendos nas empresas é influenciada por outras variáveis do estudo, como o ROE, o ROA, o endividamento e a concentração acionária. Sendo convergentes com os estudos de Heineberg e Procianoy (2003) e Futema et al. (2009), AL-NAJJAR (2009), Silva e Brito (2005), Aivazian et al. (2003) e Vancin e Procianoy (2014).

O presente estudo não apresentou a totalidade do resultado esperado, por apresentar limitações na *proxy* que calcula a ocorrências de fraudes em relatórios financeiros (IRMF). Esse índice foi obtido por meio de pesquisas de Beneich (1999) e Razali e Arshad (2014) para estudar o mercado acionário da Malásia, e pelo fato desse país asiático apresentar características institucionais, estatutos societários, e escolhas dos acionistas divergentes do Brasil, o cálculo do índice de manipulação em resultados financeiros (IRMF) foi afetado, devido a não compatibilidade dos eventos de fraudes ocorridos em empresas inseridas no mercado da Malásia e no Brasil. Diante disso, é válido para pesquisas futuras a criação de uma nova *proxy* para as fraudes financeiras abrangendo características do mercado de capitais brasileiro, com o intuito de melhor descrever a realidade estudada.

Diante de toda explanação, o resultado obtido na presente pesquisa promoverá à sociedade a expansão do conhecimento em finanças, associados a melhores suportes acadêmicos aos estudos encontrados na literatura, além de servir de direcionamento para tomada de decisões dos acionistas nos investimentos empresariais, bem como os alertar as evidências de fraudes financeiras nas empresas.

REFERÊNCIAS

- AHMAD, G; WARDANI, V. The Effect of Fundamental Factor to Dividend Policy: Evidence in Indonesia Stock Exchange. **International Journal of Business and Commerce**, v. 4, n. 2, p. 14-25, 2014.
- AIVAZIAN, V; BOOTH, L; CLEARY, S. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? **Journal of Financial research**, v. 26, n.3, p.371 - 387, 2009.
- AL-AJMI, J; ABO HUSSAIN, H. Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. **The Journal of Risk Finance**, v. 12, n. 1, p. 41-56, 2011.
- 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.
- ALMEIDA, L. A. G.; PEREIRA, E. T.; FERNANDO, O. T. Determinants of Dividend Policy: evidence from Portugal. **Revista brasileira gestão de negócios**, v. 17, n. 54, p.701-719, 2015.
- ARSHAD, R; Razali, W. A. A. W.; BAKAR, N, A. Disclosure of Corporate Governance Structure and Financial Vulnerability. **Proceedings of World Business and Economics Research Conference**. Auckland, New Zealand. 2014.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- ASSING, I; ALBERTON, L; TESCH, J. O comportamento das fraudes nas empresas brasileiras. **Revista da FAE**, Curitiba, v. 11, n. 2, p. 141-152, 2008.
- BATTACHATYA, S. Imperfect Informations, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand Fallacy”. **Bell Journal of Economics**, v.10, n. 2, p.259-270,1979.
- BENEISH, M. D. The detection of earnings manipulation. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 5, p. 24-36, 1999.
- NACEUR, B. S.; GOAIED, M; BELANES, A. On the determinants and dynamics of dividend policy. **International Review of Finance**, v. 26, n. 1-2, p. 1-23, 2006.
- BOOTH, L.; ZHOU, J. Market power and dividend policy. **Managerial Finance**, v. 41, n. 2, p. 145-163, 2015.
- BREALEY, R. A.; MYERS, STEWART.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- CHOW, C.; HARRISON, P. Identifying meaningful and significant topics for research and publication: a sharing of experiences and insights by ‘influential’ accounting authors. **Journal of Accounting and Education**, v.20, p.183-203, 2002.
- COSTA, A. P. P.; WOOD JR. T. Fraudes corporativas. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 464– 472, 2012.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

DeANGELO, H.; DeANGELO, L.; STULZ, R. **Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory**, v. 81, n. 2, p. 227– 254, ago. 2006.

DENIS, J. D.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**. n. 89, p. 62-82, 2008.

DURAND, D. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. **The American Economic Review**, v. 49, n. 4, p.639-655, 1959.

FARBER, D. Restoring trust after fraud: does corporate governance matter?. **The Accounting Review**, v. 80, n. 2, p.539-562, 2005.

FERREIRA, A. F. **Uma análise das fraudes contábeis através da leitura de revistas internacionais de contabilidade**. 2010. Monografia (Graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, 2010.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial economics**, v. 60, n. 4, p. 3-43, 2001.

FUNK, J. A. et al. **Qual é o preço?** Disponível em: <<http://www.fraudmagazine.com/article.aspx?id=4294988056>> Acesso em: 14 jul.2015.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44 – 62, 2009.

GARAY, U.; GONZÁLEZ, M.; GUZMÁN, A.; TRUJILLO, M, A. Internet-based corporate disclosure and market value: Evidence from Latin America. **Emerging market review**, v. 17, n.17, p.160-168, 2013.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira – essencial**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

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

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

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: XXVII EnANPAD, 2003, Atibaia. **Anais eletrônicos**. Atibaia: ANPAD, 2003.

HO, S. K.; WU, C. The earnings information content of dividend initiation and omissions. **Journal of Business Finance & Accounting**, v.28, n. 7 e 8, September/October, p. 963-977, 2003.

IQUIAPAZA, R. A.; BARBOSA, F. V.; BRESSAN, A. A. Dividendos: plano real, imposto de renda e sinalização nas empresas listadas na Bovespa: 1986 a 2003. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, 2005, São Paulo. **Anais eletrônicos**. São Paulo: SBFIN, 2005.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos em Dinheiro na Bovespa. In: XXX EnANPAD, 2006 Salvador. **Anais**. Salvador: ANPAD, 2006.

IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C.; PEREIRA, E. **Dicionário de termos de contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

JENSEN, M.; 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.

KNAPP, C.; KNAPP, M. The effects of experience and explicit fraud risk assessment in detecting fraud with analytical procedures. **Accounting, Organizations and Society**, v.26, n.1, p. 25-37, 2001.

KPMG. A Fraude no Brasil – Relatório de pesquisa, 2004. Disponível em: <<http://kpmg.com.br/>>. Acesso em: 24 jul. 2018.

LEHAVY, R.; LI, F.; MERKLEY, K. “The Effect of Annual Report Readability on Analyst Following and the Properties of Their Earnings Forecasts.” **Accounting Review**, v. 86.n. 3, p.1087-1115, 2011.

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

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

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33-45, 2014.

MEDEIROS, A. K. de.; SERGIO, L. de M.; BOTELHO, D. R. **A importância da auditoria e perícia para o combate a fraudes e erros na contabilidade das empresas**. Annal sof Physics, 1969.

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

MURCIA, F.; BORBA, J. Quantificando as fraudes contábeis sob duas óticas: jornais econômicos e periódicos acadêmicos no período de 2001 - 2004. **VII Encontro do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**. Rio de Janeiro, 2005.

PARODI, Lorenzo. **Manual das Fraudes**. Editoria Brasport, 2005.

PARODI, Lorenzo. **Manual das Fraudes**. 2. ed. Rio de Janeiro: Brasport, 2008.

PETERSON, B.; REIDER, B. An examination of forensic accounting courses: content and learning activities. **Journal of Forensic Accounting**, v. 2, n. 1, p.25-41, 2001.

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

PROCIANOY, J, L.; VANCIN, D. **Dividends: Publicly Listed Brazilian Companies' Propensity to Pay or Not to Pay**. Available at SSRN 2447972. 2014.

REDDING, L. S. Firm size and dividend payouts. **Journal of Financial Intermediation**, v. 6, n. 3, p. 224-248, 1997.

REZAEI, Z. Causes, consequences and deterrence of financial statement fraud. **Critical Perspectives on Accounting**, v.16, n. 2, p. 277-298, 2005.

REZAEI, Z. Restoring public trust in the accounting profession by developing anti-fraud education, programs, and auditing. **Managerial Auditing Journal**, v.19, n.1, p.134-148, 2004.

SILVA, L. A contabilidade e o contador na prevenção nas fraudes. **Cadernos de Controladoria**. Ano 4, n.4, 2004.

SILVEIRA, A. Di M. BELLATO, L. L. N. Influência da Estrutura de Propriedade sobre a Política de Dividendos das Companhias Abertas Brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, Rio de Janeiro. 2012, **Anais eletrônicos**. São Paulo: SBFIN, 2012.

SANCHES, M. V. **Sistemas de controles internos e de fiscalização em demonstrações contábeis: Uma análise crítica de normas específicas**. p. 1–118, 2007.

SILVA, J. C. G da; BRITO, R, D. **Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil**. Estudos Econômicos (São Paulo), v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.

SKINNER, D. J. The evolving relation between earnings, dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 582-609, 2008.

WELLS, J. **Occupational Fraud and Abuse**. Editora Obsidian, 1997