

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS**  
**ECONÔMICAS – FACE**  
**PROGRAMA DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**MACKS MILLER LOPES CARDOSO**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ANÁLISE**  
**NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**GOIÂNIA**

**2017**

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral  
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Ma. Gisele Araújo Prateado Gusmão  
Pró-reitora de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Kleber Domingos de Araújo  
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

**MACKS MILLER LOPES CARDOSO**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ANÁLISE  
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Ercilio Zanolla

**GOIÂNIA**

**2017**

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Lopes Cardoso, Macks Miller  
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E POLÍTICA DE  
DIVIDENDOS [manuscrito] : ANÁLISE NAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO / Macks Miller Lopes Cardoso.  
2017.  
xxxix, 39 f.: il.

Orientador: Prof. Dr. Ercilio Zanolla.  
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade  
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis  
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2017.  
Bibliografia.  
Inclui siglas, abreviaturas, tabelas, lista de figuras, lista de tabelas.

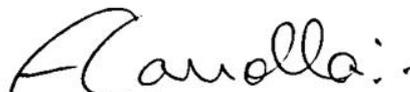
1. Gerenciamento de Resultados. 2. Política de Dividendos. 3.  
Empresas Brasileiras. 4. BM&FBOVESPA. I. Zanolla, Ercilio, orient. II.  
Título.

CDU 657

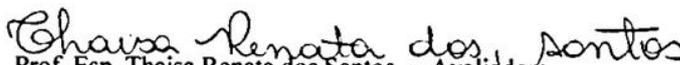
MACKS MILLER LOPES CARDOSO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ANÁLISE  
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

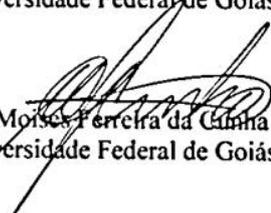
Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Ercilio Zanolla - Orientador  
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Esp. Thaisa Renata dos Santos - Avaliadora  
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha - Avaliador  
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 04 de julho de 2017.

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pelo maior de todos os presentes que é a oportunidade de viver e de poder buscar alcançar os meus objetivos.

Aos meus pais Raimundo e Valderice agradeço pelo amor e apoio incondicional em todas as decisões que tomei ao longo da vida. Sou grato pelo suporte afetivo e financeiro e pelas palavras de carinho e incentivo para sempre seguir em frente independentemente das adversidades impostas. Amo vocês!

Ao meu amigo “irmão” Jailton Jadson sou grato pela amizade sincera que cultivamos desde o ensino fundamental. Irmão, te considero um exemplo de conduta e dedicação que busco sempre seguir. Abração!

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Ercilio Zanolla pelo profissionalismo e dedicação na condução da orientação e de sua disponibilidade para discutir possibilidades de aperfeiçoamento do trabalho. Sua conduta compromissada e seriedade na forma de trabalhar são exemplos que levarei comigo. Também agradeço aos Prof. Dr. Moisés F. Cunha e Prof. Esp. Thaisa R. Santos pelas sugestões de melhoria do trabalho final.

Aos amigos que fiz ao longo dessa trajetória acadêmica ficam os meus sinceros agradecimentos, em especial queria agradecer a Amanda Mércia, Ellen Olga, Eurípedes Neto, Izabel Moresco, Henrique Magalhães pela convivência diária, compartilhando momentos de tensão e ao mesmo tempo momentos de alegria e vitória. Também agradeço aos meus “parças” Oliveira, Leonam e Raimundo pela amizade cultivada que se estendeu além dos limites da UFG.

Ao corpo docente do curso de Ciências Contábeis da UFG fica minha gratidão pelo conhecimento acadêmico compartilhado e pelas inúmeras possibilidades de agregação de conhecimento oportunizadas. Estendo o agradecimento aos técnicos administrativos e demais componentes da FACE-UFG, sempre educados e solícitos na resolução das diversas demandas emanadas pelos discentes.

Finalmente, agradeço a Universidade Federal de Goiás por oportunizar através de suas ações afirmativas e apoio ao estudante (bolsa alimentação e permanência) a possibilidade de cursar uma universidade genuinamente pública e desfrutar de toda a estrutura oferecida para desenvolver atividades de ensino, pesquisa e extensão.

*“Tantas vezes pensamos ter chegado, tantas vezes é preciso ir além”.*

*Fernando Pessoa*

## RESUMO

Com a implementação de Normas Internacionais de Contabilidade pelo International Financial Reporting Standards (IFRS), as empresas brasileiras aderiram ao processo de convergência das práticas contábeis, com o intuito de adequar-se aos “padrões” de normas internacionais. Todavia, esse processo oportuniza lacunas para ações discricionárias dos gestores em relação a determinados procedimentos. Essas atividades são denominadas de gerenciamento de resultados, caracterizadas por ações de gestão que divergem das práticas usuais, realizadas com o objetivo principal de atender certos ganhos limiares. Nesse sentido, o estudo pretendeu investigar o efeito do gerenciamento de resultados na política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. Para isso, o trabalho adotou a hipótese (H1) de que **gerenciamento de resultados impacta positivamente a política de dividendos**. Utilizando como amostra as empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA e consoante à hipótese de que existe relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados das empresas brasileiras de capital aberto, o modelo econométrico proposto por Khanna e Khanna (2015) foi adaptado para ser utilizado na verificação do problema de pesquisa. Com base nos resultados obtidos, conclui-se que os *acrualls discricionários* (parte gerenciada) têm impacto na política de dividendos das empresas e o coeficiente negativo da variável mostrou que quanto maior o pagamento de dividendos menor será o gerenciamento de resultados, rejeitando a **H1** proposta na pesquisa. O retorno sobre patrimônio líquido mostrou-se significativo no pagamento de dividendos, o que sugere que as empresas lucrativas tendem a pagar mais dividendos. O grau de alavancagem financeira foi considerado não significativo e finalmente, o tamanho da empresa afeta a política de dividendos de forma significativa, embora de modo inversamente proporcional.

**Palavras chave:** Gerenciamento de Resultados; Política de Dividendos; Empresas Brasileiras; BM&FBOVESPA

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Figura 1:</b> Tipos de Gerenciamento de Resultados.....	20
<b>Quadro 1:</b> Variáveis.....	25

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Tratamento dos Dados.....	24
<b>Tabela 2:</b> Estatística descritiva.....	29
<b>Tabela 3:</b> Teste VIF.....	30
<b>Tabela 4:</b> Diagnóstico de Painel.....	30
<b>Tabela 5:</b> Regressão Painel efeito fixo.....	31
<b>Tabela 6:</b> Regressão Painel efeito fixo com erros-padrão robustos.....	32

## SUMÁRIO

<b>1. CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA.....</b>	<b>12</b>
<b>2. OBJETIVO .....</b>	<b>14</b>
<b>3. REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>14</b>
3.1. POLITICA DE DIVIDENDOS.....	14
3.1.1. Pesquisas sobre Política de Dividendos no Brasil.....	17
3.2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....	17
3.2.1. Modalidades de Gerenciamento de Resultados.....	19
3.2.2. Modelos de Gerenciamento de Resultados .....	21
3.2.3. Pesquisas sobre Gerenciamento de Resultados no Brasil.....	22
<b>4. METODOLOGIA.....</b>	<b>23</b>
4.1. POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE DADOS .....	24
4.2. VARIÁVEIS E MODELO DA PESQUISA .....	25
4.2.1. Operacionalização das variáveis .....	25
4.2.2. Operacionalização das variáveis relativas ao Gerenciamento de Resultados.....	25
4.2.3. Especificação do modelo de Regressão.....	27
<b>5. ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>28</b>
5.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	28
5.2. DADOS EM PAINEL E ANÁLISE DA REGRESSÃO .....	29
5.2.1. Método Robusto .....	31
<b>6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>33</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>35</b>

## 1. CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

Nos últimos anos, com a implementação de Normas Internacionais de Contabilidade pelo International Financial Reporting Standards (IFRS), as empresas brasileiras aderiram ao processo de convergência das práticas contábeis, com o intuito de adequar-se aos “padrões” de normas internacionais (MARQUES, 2014).

Nesse sentido, mudanças relacionadas a aspectos como essência sobre a forma e maior subjetividade foram inseridas, propiciando uma evolução na qualidade da informação reportada para os mais diversos usuários (acionistas, reguladores, fornecedores, etc), objetivando auxiliar na tomada de decisões (MARQUES, 2014).

Todavia, apesar da intervenção em busca de uma harmonização contábil, poderá haver lacunas para ações discricionárias dos gestores em relação a determinados procedimentos, além da questão da assimetria de informação (PAULO, 2007).

Essas situações em que os gerentes usam seu poder de apreciação na elaboração de relatórios contábeis para sua própria vantagem ou de gestão das empresas buscando evidenciar resultados contábeis mais favoráveis são comuns no cotidiano empresarial (CUNHA et al., 2007; GOULART, 2007).

Essas atividades são denominadas de gerenciamento de resultados, caracterizadas por ações de gestão que divergem das práticas usuais, realizadas com o objetivo principal de atender certos ganhos limiares (MARTINEZ, 2001).

O gerenciamento de resultados também pode ser um arranjo em que os gerentes usam diferentes meios para suavizar os lucros de uma empresa divulgados nas demonstrações financeiras e ainda ir em frente para pagar um dividendo robusto para os investidores (acionistas) com a finalidade de aumentar o valor de mercado da empresa (MARTINEZ, 2001; GOULART, 2007; PAULO, 2007).

Por exemplo, a constituição de provisões pode ser necessária para a finalidade de manutenção da realidade contábil de uma entidade. No entanto, pode ser vista como um ato questionável pelas autoridades competentes, na medida em que essas ações modificam as informações contábeis, a fim de aproveitar as oportunidades de crescimento (FUJI; CARVALHO, 2003; LIU, 2011; LUSTOSA; BISCHOFF, 2014).

Os dividendos são geralmente pagos aos proprietários ou acionistas da empresa em períodos específicos, levando em consideração as recomendações (estatutos, planejamento estratégico) feitas pelos seus diretores/gerentes. Assim, se não houver lucros obtidos, os dividendos não são declarados (NNADI; AKPOMI, 2008; MONSURU; ADETUNJI, 2014).

Com base na Lei 6.404/76, no que se refere à distribuição de dividendos obrigatórios e no respectivo estatuto social da entidade, os gerentes normalmente decidem a quantidade de lucro que deverá ser distribuído como dividendo e a margem que deve ser reinvestido na empresa sob a forma de reservas (FONTELES et al., 2012).

Seguindo este cenário, gerenciamento de resultados está se tornando uma área de interesse para muitos pesquisadores, após os casos da Enron, WorldCom e outros escândalos contábeis similares no contexto internacional, uma vez que permite verificar implicações no âmbito contábil, como também os efeitos no mercado de capitais (ARIF et al., 2011; KHANNA; KHANNA, 2015).

Segundo Martinez (2013), embora seja recente na literatura contábil brasileira a abordagem acerca do gerenciamento de resultados, as pesquisas realizadas trazem resultados bastante significativos e com fortes implicações tanto para as firmas, como para investidores, reguladores e auditores.

Nesse sentido, as pesquisas brasileiras concentram-se na Proxy **detecção de gerenciamento de resultados** através de modelos baseados nos *accruals* discricionários (AD), **incentivos para o gerenciamento de resultados** e **fatores inibidores do gerenciamento de resultados** (AVELAR; SANTOS, 2010; MARTINEZ, 2013).

Em contrapartida, na literatura internacional autores como Arif et al. (2011); Liu (2011); Monsuru e Adetunji (2014); Khanna e Khanna (2015) buscaram estabelecer associação entre gerenciamento de resultados e outras variáveis (Proxy), tais como **política de dividendos**, entretanto, no cenário brasileiro esse foco de pesquisa ainda é incipiente. Logo, ocorre o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação entre o gerenciamento de resultados e a política de dividendos nas empresas brasileiras de capital aberto?**

No tocante a literatura internacional, as pesquisas e resultados são conflitantes e nessa acepção, Liu (2011) investigou se os pagadores de dividendos (empresas) manipulavam lucros através de suavização de resultados, controlando níveis de dividendos e os índices de pagamento de dividendos. E, como resultado a autora constatou que os pagadores tendem a manipular os lucros “para cima” para mitigar a falta de ganhos pré-gerenciados. Além disso, a autora identificou que pagadores de dividendos que seguem políticas de dividendos

conservadoras manipulam os lucros em maior medida do que os pagadores de dividendos que não seguem políticas conservadoras de dividendos.

Na mesma linha, Khanna e Khanna (2015) verificaram com o auxílio do modelo Jones Modificado – DSS o impacto do gerenciamento de resultados na política de pagamento de dividendos das empresas listadas na Bolsa de Valores de Bombaim – Índia entre o período de 2008 a 2013. Os resultados indicaram que os pagamentos de dividendos das empresas da amostra são influenciados pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e pelo grau de alavancagem financeira. E, apesar de haver gestão de resultados, o mesmo não tem impacto significativo na política de dividendos das empresas da amostra.

Pelo exposto, é possível inferir que a literatura internacional não conseguiu estabelecer uma unanimidade na relação entre gerenciamento de resultados e política de dividendos. Logo, a relevância e respectiva contribuição do presente trabalho faz-se na identificação da relação entre gerenciamento de resultados e política de dividendos nas empresas brasileiras de capital aberto e suas implicações.

## **2. OBJETIVO**

De modo geral o estudo pretende investigar o efeito do gerenciamento de resultados na política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.

## **3. REVISÃO DA LITERATURA**

### **3.1. POLITICA DE DIVIDENDOS**

Entre as várias teorias desenvolvidas acerca do tema Política de Dividendos, destacam-se pelo pioneirismo as dos respectivos autores: Lintner (1956), Gordon (1959) e Modigliani e Miller (1961).

Segundo Arif et al. (2011), desenvolver uma política de dividendos satisfatória é o grande desafio para os gestores atuais, uma vez que ao estabelecer tais políticas, duas vertentes devem ser contempladas: a confiança do acionista em relação às ações praticadas e também a utilidade da política para os interesses da empresa.

Dalmácio e Corrar (2007, p.12) estabelecem que “a política de dividendos implica na decisão de quanto deverá ser distribuído ao acionista e, conseqüentemente, quanto ficará retido”. Ou seja, o gestor terá por competência estabelecer a melhor combinação entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros (PROCIANOY; POLI, 1993).

Nesse sentido, ao longo dos anos diversos estudos têm sido realizados para analisar o comportamento de dividendos, de modo a apoiar a melhor política de dividendos para cada tipo de empresa e/ou situação (FONTELES et al., 2012).

De acordo com Lintner (1956) e Gordon (1959), há uma relação entre distribuição de dividendos e retorno ao acionista, visto que, quanto menor for o retorno ao acionista maior será a distribuição de dividendos. Os autores demonstram em seus estudos que num cenário de incertezas, os investidores terão preferência pelo recebimento dos seus dividendos o quanto antes possível (MARTINS; FAMÁ, 2012).

Essa Teoria ficou conhecida como “Teoria do Pássaro na Mão”, pelo fato de que “é mais interessante para os acionistas receber dividendos do que esperar pelos possíveis ganhos de capital” (FONTELES et al., 2012, p.180). Essa característica de recebimento de dividendos em detrimento ao risco de ganho de capital foi denominada por Brealey & Myers (1992) como corrente conservadora ou tradicional.

Em contrapartida à teoria tradicional, Modigliani e Miller (1961) trouxeram a tese de que na hipótese de haver um mercado perfeito, a política de dividendos da empresa é irrelevante para efeito de valor das ações, pois o valor da empresa é determinado pela capacidade de geração de valor e risco do negócio (LOSS; SARLO NETO, 2003, 2006; DALMÁCIO; CORRAR, 2007).

A Teoria ficou conhecida como “Teoria da Irrelevância dos Dividendos” e preconiza ser mais interessante uma política de investimento em relação à distribuição ou retenção de lucros (ABREU, 2004).

Ainda segundo Modigliani e Miller (1961), se a empresa pagar dividendos elevados, a mesma deverá emitir mais ações para que atendam a esses pagamentos, de tal forma que,

ocorra um nivelamento entre a distribuição de dividendos e a entrada de novos acionistas, proporcionando uma transferência de valor ao invés de criação de valor para o investidor (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008; MARTINS; FAMÁ, 2012).

Uma terceira teoria é a “Teoria da Preferência Tributária”. De acordo com a teoria, na ocasião em que houver taxaço de impostos sobre ganhos de capital e dividendos, os acionistas tenderão a optar pela alternativa menos onerosa em termos de encargos tributários, propiciando uma proteção contra impactos tributários (DALMÁCIO; CORRAR, 2007).

Nesse sentido, no que tange a política de dividendos, Martins e Famá (2012, p. 26) estabelecem que “o investidor preferirá uma política de dividendos que tenha a menor distribuição possível, uma vez que a carga tributária consumirá parte substancialmente maior do seu rendimento”.

Essa corrente de pensamento é denominada de radical, pois seus principais expoentes Brennan (1970) e Lintzenberger; Ramaswamy (1979) defendem menor distribuição de dividendos, de modo que uma elevação no pagamento de dividendos poderá provocar uma inibição no preço das ações.

Independentemente da teoria a ser aplicada, o fator ambiente exerce significativa influência sobre a política de dividendos (MCCABE, 1979).

Segundo Loss e Sarlo Neto (2003, p. 48-49):

Os mercados de capitais existentes no mundo possuem mecanismos próprios de funcionamento. Geralmente, a forma de funcionamento está atrelada, principalmente, às legislações específicas e ao nível de desenvolvimento econômico e institucional. Estas condições influenciam não apenas na qualidade da informação que flui nestes mercados, mas também no acesso aos recursos disponíveis.

De acordo com La Porta et al. (2000), o comportamento dos investidores é modificado conforme a peculiaridade da proteção legal recebida, isto é, os investidores utilizam-se de tal instrumento para obter oportunidades de investimento. Todavia, os autores alertam que tal mecanismo não é funcional em todos os ambientes, uma vez que as disposições legais diferem de país para país.

A legislação brasileira, através da Lei 6.404/1976 e posteriormente Lei 10.303/2001, estabelece um dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido do exercício ajustado a ser distribuído para os acionistas.

Esse fator legal restritivo, aliado à ausência de recursos no longo prazo, conforme destacou Procianny (1994), corrobora a ideia de maior retenção e menor distribuição por parte dos controladores (LOSS; SARLO NETO, 2003, 2006; DALMÁCIO; CORRAR, 2007).

Ademais, Loss e Sarlo Neto (2003, 2006) apontam outros eventos além da legislação seja ela societária ou fiscal que podem intervir na política de dividendos, tais como a remuneração por intermédio dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP).

### 3.1.1. Pesquisas sobre Política de Dividendos no Brasil

Na literatura brasileira, diversas correntes de pensamento sobre o tema Política de Dividendos são contempladas em pesquisas. Nesse sentido, cabe mencionar alguns estudos e suas respectivas perspectivas acerca do tema.

Correia e Amaral (2002) verificaram o impacto da política de dividendos na rentabilidade de títulos negociados na Bovespa, entre 1994 e 2000, e constataram que o valor de mercado das ações é impactado pela política de dividendos.

Abreu (2002) em seu trabalho trouxe um comparativo entre Brasil x Estados Unidos no que diz respeito à Legislação Tributária dessas respectivas nações e identificou que a preferência pelo recebimento ou não de dividendos por parte dos investidores é afetado pelo tratamento tributário adotado no país.

Em contrapartida, Loss e Sarlo Neto (2003) defendem que independentemente do contexto tributário vigente, alguns investidores optarão pelo recebimento regular de dividendos, ou seja, é através da política de dividendos que ocorrerá a atração de investidores com interesses congruentes.

Segundo Santos (2008), uma política de distribuição de dividendos elevada traz credibilidade junto aos investidores, visto que a confiança em relação à empresa será maior aos olhos desses indivíduos. Porém, uma diminuição será interpretada como perspectivas futuras instáveis.

## 3.2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Conforme destacam Almeida et al. (2003); Avelar e Santos (2010), o Gerenciamento de Resultados (*Earnings management*) é amplamente discutido no contexto internacional, em

especial o norte-americano, além de possuir várias frentes de pesquisa. Todavia no cenário brasileiro, ainda se encontra em estado evolutivo em relação a estudos e pesquisadores.

Segundo Xavier (2007), por volta da década de 1980 o tópico Gerenciamento de Resultados começou a ser pesquisado no exterior e, a partir da década posterior ganhou força em termos de pesquisas e pesquisadores. O autor considera que no Brasil o ponto de partida em relação ao tema foi o trabalho de Martinez em 2001.

No que diz respeito ao termo “Gerenciamento de Resultados”, Paulo (2007) frisa que na literatura acadêmica internacional, a ausência de consenso sobre a conceituação tem resultado em diversificadas denominações, onde o termo mais comumente encontrado é o de Gerenciamento de Resultados (*Earnings management*), porém o autor alerta a respeito de outras designações, como por exemplo, suavização de resultados (*income smoothing*), contabilização conservadora (*big bath accounting*) e maquiagem de demonstrações contábeis (*window dressing*).

Nesse sentido, as duas definições tradicionais na literatura acadêmica para Gerenciamento de Resultados (GR) são apresentadas por, Schipper (1989) e Healy; Wahlen (1999).

A definição proposta por Schipper (1989):

Por “gerenciamento de resultados”, quero dar a entender “gerenciamento da divulgação” no sentido de uma intervenção proposital no processo de divulgação financeira externa, com a intenção de obter algum benefício particular (em oposição a, digamos, simplesmente facilitar a operação natural do processo) (SCHIPPER, 1989, p.92).

Para Healy e Wahlen (1999):

Gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores usam julgamento sob a informação financeira e sobre as atividades operacionais para alterar informações financeiras, ou iludir alguns investidores sobre o desempenho econômico da companhia, ou para influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis informados (HEALY; WAHLEN, 1999, p.368).

Acerca das motivações concernentes ao Gerenciamento de Resultados, Goulart (2007) salienta principalmente a necessidade por parte da entidade de apresentar resultados satisfatórios para acionistas e potenciais investidores, além de demonstrações financeiras com baixos riscos no que tange a futuras captações de créditos.

Martinez (2001) sintetiza as motivações em três possibilidades: 1) vinculadas ao mercado de capitais; 2) contratuais; e 3) regulamentares e custos políticos.

Na primeira classificação, o gerenciamento é realizado com o propósito de suavizar a percepção em relação ao risco de mercado. As motivações contratuais têm por base

principalmente o sistema de compensações, isto é, a remuneração do gestor está atrelada a determinados resultados (contratos) que dependem dos números contábeis apresentados, logo, a manipulação do desempenho financeiro é uma ferramenta utilizada para apresentação de satisfatórios resultados. Finalmente, motivações regulamentares e custos políticos são aqueles ligados a ações governamentais, por exemplo, aumento de impostos ou mudança na forma de fiscalização de determinada empresa ou setor de atuação. Nesse cenário, as empresas com determinada margem de lucratividade podem sentir-se motivadas a gerenciar seus resultados para precaver possíveis aumentos tributários (GOULART, 2007; MARTINEZ, 2013).

Um aspecto relevante levantado por Dechow e Skinner (2000) é a distinção entre Gerenciamento de Resultados e Contabilidade Fraudulenta. Enquanto o gerenciamento das informações é realizado na esfera das normas e práticas contábeis aceitas, a fraude é uma manipulação violadora das normas e princípios contábeis e configura uma prática inaceitável (RODRIGUES et al., 2007).

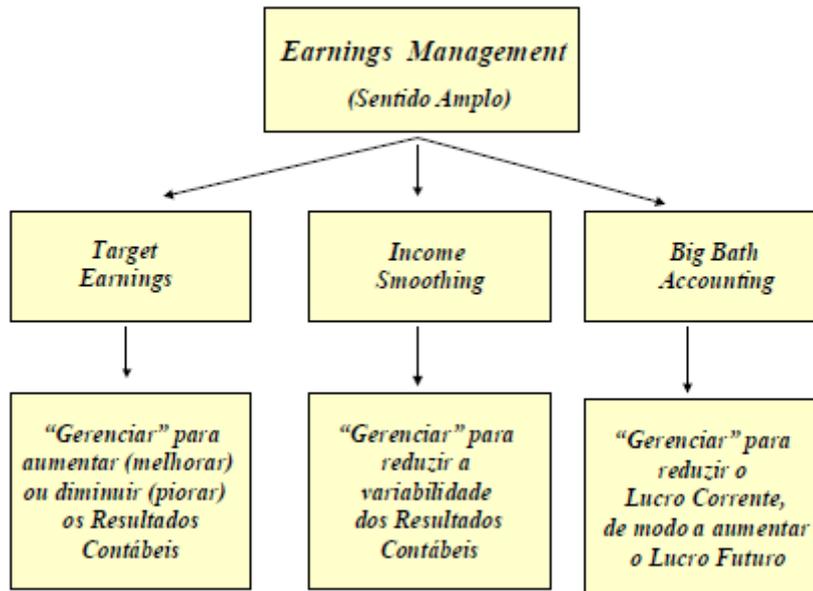
Martinez (2013) também dissocia gerenciamento de resultados e fraude, porém ressalta que quando realizado de forma exacerbada, haverá dificuldade na delimitação de tais fenômenos.

Cupertino et al. (2014) decompõem Gerenciamento de Resultados em duas categorias: gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO). A diferença entre as categorias se faz no momento de ocorrência e impacto no fluxo de caixa. O GRDO ocorre geralmente no decorrer do exercício, em contrapartida, o GRA no final da elaboração das demonstrações financeiras.

Rodrigues et al. (2007, p.218) compreendem o termo *accruals* como a “diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional, que em verdade, é a obediência ao regime de competência (*accruals basis*), que objetiva mensurar o resultado no sentido econômico, independentemente da realização financeira”. E, conforme Goulart (2007, p. 43) “os *accruals* podem ser de natureza discricionária (*discretionary accrual*) ou não discricionária (*non-discretionary accrual*)”. Quando dependentes de julgamento do gestor, são considerados discricionários e quando independem de tal julgamento, são considerados não discricionários (GOULART, 2007).

### 3.2.1. Modalidades de Gerenciamento de Resultados

Acerca das modalidades, Martinez (2001) esquematizou as mais comuns conforme se evidencia na figura abaixo:



**Figura 1 – Tipos de Gerenciamento de Resultados**

Fonte: Martinez (2001, p.43)

Pode-se compreender a figura 1 do seguinte modo:

**“Gerenciar” para aumentar ou diminuir os Resultados Contábeis (*Target Earnings*):** Os resultados são “gerenciados” de modo a atingir determinados propósitos, podendo ser acima ou abaixo do resultado do período (MARTINEZ, 2001);

**“Gerenciar” para reduzir a variabilidade dos Resultados Contábeis (*Income Smoothing*):** O objetivo é a manutenção do resultado em determinado nível e evitar sua excessiva oscilação (MARTINEZ, 2001);

**“Gerenciar” para reduzir o Lucro Corrente, de modo a aumentar o Lucro Futuro (*Big Bath Accounting*):** As empresas “gerenciam” os resultados, piorando-os, com a finalidade de atingir melhores resultados no futuro (MARTINEZ, 2001).

Nessa acepção, o trabalho de Sobrinho et al. (2014) adotou a premissa de que o pagamento de dividendos é um indicador da qualidade do lucro contábil e essa relação é estabelecida baseada nos níveis de *accruals* discricionários, ou seja, a parte gerenciada.

Por conseguinte, apoiado no trabalho de Khanna e Khanna (2015) e considerando que há uma relação entre dividendos e lucros, para atingir o objetivo da presente pesquisa, a seguinte hipótese é proposta:

**H1: Gerenciamento de resultados impacta positivamente a política de dividendos.**

### 3.2.2. Modelos de Gerenciamento de Resultados

Conforme destacou Goulart (2007), o gerenciamento de resultados pode ser detectado através dos *accruals*. Esses por sua vez, podem ser divididos em discricionários (*discretionary accruals*) e não discricionários (*non discretionary accruals*). Nessa acepção, Martinez (2001) e Paulo (2007), ressaltam os principais modelos operacionais para estimação dos *accruals* discricionários constantes na literatura atual sobre gerenciamento de resultados, que são respectivamente: Modelo de Healy (1985); Modelo DeAngelo (1988); Modelo Jones (1991); Modelo Jones Modificado – DSS por Dechow et al. (1995) e Modelo KS por Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Em 1985, Healy concebeu um modelo de medida que pudesse evidenciar o gerenciamento de resultados, e posteriormente vários autores criaram medidas com o mesmo propósito, ou seja, estimar os *accruals* discricionários.

Healy (1985); Jones (1991) e Dechow et al. (1995) elaboraram modelos com essa finalidade, entretanto, o Modelo de Healy (1985) ao longo dos anos caiu em desuso no âmbito das pesquisas, por não contemplar a utilização de regressões em sua abordagem.

De acordo com Paulo, (2007), o Modelo de DeAngelo, (1988) segue os mesmos procedimentos descritos por Healy, (1985) no que diz respeito à estimação de *accruals* discricionários. Todavia, apesar da relevância do modelo pelo pioneirismo, juntamente ao de Healy, (1985), as bases utilizadas são pobres na explanação dos pressupostos, como a de que haverá constância dos *accruals* não discricionários ao longo do tempo, além da ausência de variável de controle do tamanho da empresa (PAULO, 2007).

Em contraposição aos modelos de Healy (1985) e DeAngelo (1988), o modelo proposto por Jones (1991) busca controlar através da variação das receitas, imobilizado e diferido (intangível) os efeitos das mudanças no ambiente econômico da empresa sobre o *accruals* não discricionário. Porém, diversos estudos questionam a aptidão do modelo para

executar uma adequada separação entre a parcela gerenciada e a não gerenciada do *accrual*. (PAULO, 2007).

O Modelo Jones Modificado – DSS, proposto por Dechow et al.(1995) altera o modelo original, retirando da variação das receitas a variação das contas a receber, pelo fato de que poderá ocorrer manipulação no reconhecimento das vendas a prazo (ALMEIDA et al., 2003; PAULO, 2007).

Essas alterações trouxeram maior poder de controle no que diz respeito aos problemas de separação entre os *accruals* totais e as variações da receita. Todavia, Paulo (2007) enfatiza que o modelo Jones Modificado, assim como o modelo original, não garante que as variáveis explicativas irão capturar todos os efeitos do ambiente econômico.

Kang & Sivaramakrishnan (1995) elaboraram um modelo, denominado KS, com o objetivo de obter um estimador que pudesse reunir diversos componentes gerenciáveis, logo, reduzindo as possíveis falhas na captação dos *accruals* discricionários que existia nos demais modelos (MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007).

### 3.2.3. Pesquisas sobre Gerenciamento de Resultados no Brasil

Assim como no contexto internacional, os estudos brasileiros sobre Gerenciamento de Resultados possuem várias frentes de pesquisa (MARTINEZ, 2013). Nesse sentido, vale destacar alguns dos diversos trabalhos acerca do tema e seus respectivos resultados para a literatura.

Em sua tese de doutorado, Martinez (2001) buscou demonstrar empiricamente que as companhias abertas brasileiras "gerenciam" seus resultados contábeis em relação aos estímulos do mercado de capitais. Como resultado, constatou que empresas que manejam "artificialmente" os resultados conseguem no curto prazo seduzir os investidores; entretanto, no longo prazo, o mercado identifica o procedimento e essas ações são penalizadas com os piores desempenhos acumulados.

Goulart (2007) investigou a utilização pelas instituições financeiras (IF) brasileiras de práticas de Gerenciamento de Resultados (GR) na contabilização de operações de crédito, títulos e valores imobiliários (TVM) e derivativos. Os resultados obtidos indicaram o

emprego das operações de crédito e derivativos na suavização de resultados contábeis e também ajustes positivos a valor de mercado de TVM.

Por sua vez, Paulo (2007) verificou a validade teórica e empírica dos modelos operacionais para mensurar os *accruals* discricionários utilizados na detecção de gerenciamento de resultados contábeis. Os resultados obtidos sugerem que os modelos operacionais de estimação dos *accruals* discricionários presentes na literatura corrente, de modo geral, não apresentam fundamentação teórica adequada e alguns têm baixo poder preditivo, além disso, o autor estabelece que o modelo proposto em sua tese possibilita maior poder explicativo no comportamento dos *accruals*.

No mesmo ano, Xavier (2007) em sua tese de doutorado investigou indícios de que os bancos comerciais no Brasil praticam alguma modalidade de gerenciamento de resultados. Os resultados indicaram que dois dos três bancos que possuíam ágios em investimentos em controladas e coligadas gerenciaram seus resultados utilizando sua amortização. Também foi constatado que 55% dos bancos selecionados utilizaram títulos e valores mobiliários (TVM) para gerenciar resultados.

#### **4. METODOLOGIA**

Nos aspectos inerentes à metodologia de pesquisa, o presente estudo se caracteriza como descritivo, pois conforme estabelece Gil (2012), tem como finalidade primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno, ou então, o estabelecimento de relações entre variáveis.

Quanto à forma de abordagem, é classificada como quantitativa, pois segundo Martins e Theóphilo (2009, p. 107), a avaliação quantitativa compreende “organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”.

No que se refere aos procedimentos atribuídos à pesquisa, caracteriza-se, portanto, como documental, que de acordo com Martins e Theóphilo (2009, p. 55), tem como estratégia a “utilização de documentos como fonte de dados e evidências”, que no respectivo trabalho, será baseado no levantamento de dados junto às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's) divulgadas pelas empresas da amostra na plataforma *online* da BM&FBOVESPA.

#### 4.1. POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população foi constituída por 486 empresas de capital aberto listadas no site da BM&FBOVESPA. Desse total, foram descartadas 141 empresas, pelo fato de não serem genuinamente brasileiras (País Sede) ou constarem como canceladas as atividades de negociação na Bolsa de Valores dessas respectivas empresas.

Na amostra ajustada, também foram excluídas 136 empresas pertencentes ao Setor **Financeiro e Outros**, pela inviabilidade de utilização da métrica adotada para a estimação dos *accruals*. “Tratando-se de setores regulados pelo Banco Central do Brasil – BACEN, possuem características próprias que prejudicam uma comparação com os demais setores pertencentes à amostra” (SOBRINHO et al., 2014, p. 9).

Após a exclusão desses setores, a última etapa da filtragem para definição da amostra consistiu na eliminação das observações com erros nos cálculos e/ou células vazias.

Nesse sentido, o resultado ajustado da amostra é composto de 112 empresas, divididas entre os setores de: **Agro e Pesca; Alimentos e Bebidas; Comércio; Construção; Eletroeletrônicos; Energia Elétrica; Máquinas Industriais; Mineração; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; Química; Siderurgia e Metalurgia; Software e Dados; Telecomunicações; Têxtil; Transporte Serviços e Veículos e Peças.**

**Tabela 1 - Tratamento dos Dados**

<b>Modelo</b>	<b>Empresas</b>	<b>Observações</b>
Observações (População) Iniciais	486	2430
(-) Empresas não brasileira (País Sede) e/ou Canceladas	141	705
(=) Amostra Ajustada	345	1725
(-) Setor Financeiro e Outros	136	680
(-) Células vazias ou observações com erros	97	485
<b>(=) Amostra Final</b>	<b>112</b>	<b>560</b>

Fonte: Dados da Pesquisa

Para consecução dos objetivos estabelecidos no problema de pesquisa, as informações foram extraídas das Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP’s divulgadas pelas empresas na plataforma *online* da BM&FBOVESPA, referentes ao período de 2011 a 2015.

Além disso, a coleta dos dados de cada empresa da amostra analisada no período supracitado foi obtida através da base de dados Economática ®.

## 4.2. VARIÁVEIS E MODELO DA PESQUISA

### 4.2.1. Operacionalização das variáveis

O Quadro 1 apresenta a descrição das variáveis utilizadas no estudo, com o objetivo de analisar a relação entre Política de Dividendos e Gerenciamento de Resultados.

**Quadro 1: Variáveis**

Variável	Abreviação	Descrição	Fonte
<b>Variável Dependente</b>			
Pagamento de Dividendos	Pdiv	Dividendo Pago/Ativo Total	Khanna e Khanna (2015)
<b>Variável Independente</b>			
Gerenciamento de Resultados	ad	Calculado utilizando o modelo de Jones Modificado (1995)	Dechow, Sloan e Sweeney (1995)
<b>Variáveis de Controle</b>			
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	roe	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Khanna e Khanna (2015)
Tamanho da Organização	lna	Logaritmo natural do total do Ativo	Khanna e Khanna (2015)
Grau de Alavancagem Financeira	gaf	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)/ Retorno sobre o Ativo (ROA)	Khanna e Khanna (2015)

Fonte: Adaptado de Khanna e Khanna (2015)

### 4.2.2. Operacionalização das variáveis relativas ao Gerenciamento de Resultados

O Gerenciamento de Resultados é medido via *accruals* discricionários. Nesse sentido, o modelo original de Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan & Sweeney (1995) tem

sido amplamente empregado na literatura recente acerca do tema, por sua facilidade operacional de estimação dos *accruals* (ALMEIDA et al., 2003).

Os *Accruals* Discricionários (*Discretionary accruals*) foram tomados como um proxy para detecção de Gerenciamento de Resultados. Portanto, a diferença entre os *accruals* totais (*total accruals*) e as acumulações não discricionárias (*non-discretionary accruals*) determinaram as acumulações discricionárias (KHANNA; KHANNA, 2015).

O Modelo Modificado de Jones – DSS (1995) faz o levantamento de *accruals* totais da seguinte forma:

$$\mathbf{acti,t} = (\Delta\mathbf{aci,t} - \Delta\mathbf{cxi,t} - \Delta\mathbf{pci,t} - \Delta\mathbf{fpci,t} - \mathbf{depi,t}) / \mathbf{att-1}$$

Onde:

$\mathbf{acti,t}$  = *accruals* totais

$\Delta\mathbf{aci,t}$  = variação no ativo circulante

$\Delta\mathbf{cxi,t}$  = variação em caixa e equivalentes

$\Delta\mathbf{pci,t}$  = variação em passivo circulante

$\Delta\mathbf{fpci,t}$  = variação em financiamento de curto prazo

$\mathbf{depi,t}$  = depreciação e amortização

$\mathbf{att-1}$  = Ativo total em t-1

No que diz respeito ao cálculo dos *accruals* não discricionários (*non-discretionary accruals*), Martinez (2001) sustenta que a equação abaixo está suscetível a captar os efeitos necessários para estimação dos *accruals* não discricionários.

$$\mathbf{andi,t} = \alpha 1 (1/\mathbf{att-1}) + \alpha 2 (\Delta\mathbf{rec} - \Delta\mathbf{crc}) + \alpha 3 (\mathbf{per}) + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$\mathbf{andi,t}$  = *Accruals* não discricionários

$\mathbf{att-1}$  = Ativo total em t-1

$\Delta\mathbf{rec}$  = Variação da receita

$\Delta\mathbf{crc}$  = Variação de contas a receber

$\mathbf{per}$  = Permanente

$\varepsilon$  = Erro da regressão (resíduos)

Posteriormente, as acumulações discricionárias (*Discretionary accruals*) foram calculadas tomando-se a diferença entre os *accruals* totais (*total accruals*) e as acumulações não discricionárias (*non-discretionary accruals*).

$$adt = att - andt$$

Onde:

**adt** = *Accruals* Discricionários (*Discretionary accruals*)

**att** = *Accruals* totais (*total accruals*)

**andt** = *Accruals* não discricionários (*non-discretionary accruals*)

#### 4.2.3. Especificação do modelo de Regressão

Em relação à operacionalização, o modelo é especificado por regressão linear múltipla. Segundo Freund (2006), a Regressão Linear Múltipla é configurada como um modelo preditivo utilizado para prever os valores da variável dependente a partir de uma ou mais variáveis independentes, com o “objetivo de melhor explicar e prever o comportamento da variável dependente” (MARTINS; THEÓPHILO, 2009, p. 136).

$$Y_i = \alpha + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \dots + \beta_k x_{ki} + \varepsilon_i$$

Onde:

$Y_i$  = É a variável dependente – variável de estudo

$x_{1i}, x_{2i}, \dots, x_{ki}$  = São as variáveis independentes

$\beta_1$  = Determina a contribuição da variável independente  $x_i$

$\varepsilon_i$  = É o erro aleatório componente do modelo

Consoante à hipótese de que existe relação entre Política de Dividendos e Gerenciamento de Resultados das empresas brasileiras de capital aberto, o modelo

econométrico proposto por Khanna e Khanna (2015) conforme quadro 1 foi adaptado para ser utilizado na verificação do problema de pesquisa a que se dispõe o trabalho, sendo evidenciado pelo seguinte modelo:

$$Pdivit = \beta_0 + \beta_1 (adit) + \beta_2 (gafit) + \beta_3 (roeit) + \beta_4 (lnait) + \varepsilon it$$

Onde:

Pdiv = Dividendo Pago/Ativo Total

ad = *Accruals* Discricionários

gaf = Grau de Alavancagem Financeira

roe = Retorno sobre Patrimônio Líquido

lna = Tamanho da Empresa

$\varepsilon$  = Termo de Erro no período

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nessa seção, os principais e necessários elementos são testados para proporcionar e garantir a cientificidade e validade da regressão proposta no trabalho.

A seguir, são apresentadas a estatística descritiva, o diagnóstico em painel e a análise do resultado da regressão.

### 5.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Com a amostra final (consolidada), realizou-se a estatística descritiva básica utilizando o sistema Stata® 12 para elaboração dos procedimentos, buscando calcular e analisar valores de média, desvio padrão, mínimo, máximo, curtose e assimetria das variáveis quantitativas, conforme Tabela 2.

**Tabela 2 - Estatística Descritiva**

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Curtose	Assimetria
<b>Pdiv/at</b>	389.997,039	1.201.485,136	0	12.059.595	46,742	6,299
<b>ad</b>	-0,049	0,181	-1,237	0,883	8,554	-0,218
<b>gaf (%)</b>	0,259	19,596	-263,280	64,466	113,624	-9,84
<b>roe (%)</b>	10,067	31,011	-225,937	138,759	13,533	-1,737
<b>lna</b>	18.162.390	72.733.308,457	2.540,443	900.135.000,00	97,973	9,553

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme demonstrado na tabela acima, os dados indicam que a média do pagamento de dividendos (**Pdiv**) foi de R\$ 389.997,03. Já em relação aos *accruals discricionários* (**ad**), percebe-se uma média negativa, com desvio padrão e amplitude elevados.

No que tange ao grau de alavancagem financeira (**gaf**), retorno sobre o patrimônio líquido (**roe**) e tamanho da empresa (**lna**), os resultados obtidos apresentaram uma alta variação, indicando a presença de *outliers*.

Um dos fatores possíveis para explicar essa dispersão em relação aos resultados retornados para essas três variáveis em específico está relacionado à estrutura (porte) das empresas pertencentes à amostra, demonstrando diferentes potenciais econômicos entre as mesmas.

Por fim, a literatura estabelece que a distribuição das variáveis de uma regressão é definida pela assimetria e curtose. A distribuição é concebida como normal quando a dispersão dos dados (resíduos) está concentrada em torno da média (assimetria = 0) e o coeficiente de curtose = 3.

Nessa acepção, a assimetria e curtose de todos os componentes da Tabela 2 sugerem o afastamento da distribuição normal, em que assimetria = 0 e curtose = 3, logo, indicando problema de normalidade da distribuição.

## 5.2. DADOS EM PAINEL E ANÁLISE DA REGRESSÃO

Primeiramente, para estimar o modelo foi realizada a análise da estatística VIF (fator de inflação da variância) das variáveis independentes para verificar a existência de multicolinearidade, utilizando para tal, o software Stata® 12, conforme a Tabela 3.

**Tabela 3 - Teste VIF**

Variável	VIF	1/VIF
<b>gaf</b>	1,06	0,939160
<b>roe</b>	1,06	0,945675
<b>ad</b>	1,02	0,982389
<b>lna</b>	1,00	0,997455
<b>Média VIF</b>	1,04	

Fonte: Dados da Pesquisa

O teste VIF retornou (tabela 3) valores próximos de 1. Segundo Gujarati (2011), um VIF maior que 10 configura-se como indicativo de multicolinearidade. Nesse sentido é possível verificar que não há problema de multicolinearidade nas variáveis do modelo da pesquisa.

Em relação ao modelo de regressão, conforme estabelece Wooldridge (2010), a abordagem de painel (dados empilhados) pode ser efetivada de diversas formas: **efeitos fixos**, **efeitos aleatórios** e **efeitos *pooled***. Nessa acepção, preliminarmente foi aplicado o teste de Chow a fim de fixar qual o modelo de regressão para dados empilhados a ser empregado: POLS simples ou painel de efeito fixo ou aleatório.

**Tabela 4 - Diagnóstico de Painel**

Diagnóstico	Testes		
	Chow: <i>pooled</i> x fixo	Breusch-Pagan: <i>pooled</i> x aleatório	Hausman: aleatório x fixo
p-valor	2,09***	4,00***	3,24***

Fonte: dados da pesquisa. \*\*\* significativo a 1%.

Assim, observa-se através do teste de Chow e posteriormente de Breusch-Pagan que o *pooled* não é o melhor modelo a ser utilizado para a regressão com dados em painel. Entretanto, ainda é necessário especificar o modelo de dados em painel mais adequado entre o modelo de efeito fixo ou efeito aleatório.

Por conseguinte, o resultado obtido no Teste de Hausman expressa que o modelo com efeito fixo é o que melhor se enquadra às variáveis explanatórias.

Deste modo, a Tabela 5 evidencia os resultados obtidos da regressão para avaliar o modelo e características das variáveis que influenciaram o Pagamento de Dividendos, bem como o resultado dos principais testes de robustez do modelo.

**Tabela 5 - Regressão Painel efeito fixo**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística (t)	P-valor
<b>Const.</b>	0,354609	0,0747507	4,744	0,0001***
<b>ad</b>	-0,0090642	0,00489843	-1,850	0,0649*
<b>gaf</b>	-7,11E-05	7,48E-05	-0,9498	0,3427
<b>roe</b>	0,00024264	6,69E-05	3,624	0,0003***
<b>lna</b>	-0,0216818	0,00491675	-4,41	0,0001***

Descrição	Valor
Nº de observações	560
Prob > F	0,0000
R <sup>2</sup>	0,7152
Durbin-Watson	1,8751
Teste Jarque-Bera (JB)	6,3417
Teste de Wald	0

Fonte: Dados da Pesquisa. \* significativo a 10%, \*\* significativo a 5% e \*\*\* significativo a 1%.

Em relação ao modelo, verifica-se que o modelo em sua totalidade (ou globalmente) é significativo, portanto adequado para mensurar as variáveis do modelo.

Todavia, infere-se que dado ao resultado obtido no Teste Jarque-Bera (JB), a hipótese nula de normalidade dos resíduos foi estatisticamente rejeitada, logo, a distribuição dos resíduos não é normal. A estatística de Durbin-Watson rejeita a hipótese nula de ausência de autocorrelação nos resíduos.

Gujarati (2011) determina que, no caso da hipótese de normalidade dos resíduos seja rejeitada, bem como, na rejeição da estatística Durbin-Watson, o modelo deverá ser estimado, primeiramente, com o procedimento de erros-padrão robustos e em persistir a autocorrelação dos resíduos seja incluído um componente auto regressivo.

### 5.2.1. Método Robusto

Os resultados dos Testes Jarque-Bera e Durbin-Watson (Tabela 5), as hipóteses nulas de normalidade dos resíduos bem como de autocorrelação dos resíduos são rejeitadas, violando os pressupostos de regressão do modelo linear clássico (WOOLDRIDGE, 2010; GUJARATI, 2011).

Nesse sentido, para contornar esses problemas, o modelo é novamente estimado (Tabela 6) com erros-padrão robustos.

**Tabela 6 - Regressão Painelefeito fixo com erros-padrão robustos**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística (t)	P-valor
Const.	0,354609	0,119767	2,961	0,0038***
ad	-0,00906417	0,00468402	-1,935	0,0555*
gaf	-7,11E-05	5,73E-05	-1,24	0,2175
roe	0,00024264	0,00010537	2,303	0,0232**
lna	-0,0216818	0,0079553	-2,725	0,0075***

Descrição	Valor
Nº de observações	560
Prob > F	0,0000
R <sup>2</sup>	0,7152
Durbin-Watson	1,8751
Teste Jarque-Bera (JB)	6,3417
Teste de Wald	0

Fonte: Dados da Pesquisa. \* significativo a 10%, \*\* significativo a 5% e \*\*\* significativo a 1%.

Com a utilização de erros-padrão robustos é possível verificar que o R<sup>2</sup> do modelo possui grau de poder explicativo de 71,52% da variável dependente, corroborando Fávero (2011, pág. 111), que “o poder explicativo de um modelo regressivo é dado pela estatística R<sup>2</sup>”.

Ademais, é apresentado um coeficiente de Durbin-Watson (DW) =1,8751, que segundo a literatura é próximo ao ideal para fins de hipótese de autocorrelação dos resíduos (DW= 2) (WOOLDRIDGE, 2010).

De acordo com os resultados obtidos no modelo de regressão da pesquisa (Tabela 6), percebe-se que a variável “ad” se mostrou significativa (p-valor = 0,05), ou seja, os valores retornados apontam que “ad” (Gerenciamento de Resultados) explica o Pagamento de Dividendos.

Com base no coeficiente negativo encontrado, infere-se que quanto menor o Pagamento de Dividendos maior será o Gerenciamento de Resultados e vice-versa, logo, a hipótese (H1) de que as práticas de gerenciamento de resultados tendem a impactar positivamente a política de dividendos é rejeitada.

Essa relação oposta obtida no coeficiente “ad” converge ao que sugere Liu (2011), uma vez que a autora cita que quando os dividendos pagos estão abaixo daquilo que foi distribuído no ano anterior, a “manipulação pra cima” (ou gerenciamento) será mais evidente.

Já em relação a variável “gaf”, a mesma não apresenta relação significativa (p-valor > 0,05), desse modo, não influenciando o pagamento de dividendos. Todavia, com o coeficiente negativo obtido, depreende-se que empresas menos alavancadas pagam mais dividendos.

Em contrapartida, a variável “roe” mostrou-se estatisticamente significativa, uma vez que os valores retornados (p-valor) foram inferiores a 0,05. Nessa compreensão, é possível estabelecer que o “roe” exerce impacto no pagamento de dividendos. Também se entende através do coeficiente apresentado verificar que quanto mais alto o retorno sobre o patrimônio líquido, maior será o pagamento de dividendos.

Finalmente, a variável “lna” (logaritmo natural dos ativos) utilizada para controlar o tamanho da empresa também se mostrou estatisticamente significativa, haja vista que o p-valor retornado foi inferior a 0,05, mostrando-se como variável impactante no que diz respeito ao pagamento de dividendos.

Cabe enfatizar que embora seja significativo para fins de pagamento de dividendos, o coeficiente evidenciado mostrou que a relação entre as variáveis é negativa, ou seja, quanto menor a variável “lna”, maior será o pagamento de dividendos.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou adaptar o trabalho de Khanna e Khanna (2015), de modo a investigar suas implicações no contexto brasileiro.

Com base nos resultados obtidos, conclui-se que os *acrualls discricionários* (parte gerenciada) têm impacto na política de dividendos das empresas, logo, oposto aos resultados encontrados por Khanna e Khanna (2015).

O resultado encontrado ratifica o proposto por Martinez (2001), de que as companhias abertas brasileiras “gerenciam” seus resultados como mecanismo de atração dos investidores no curto prazo.

Além do fator exposto, o coeficiente negativo da variável “ad” mostrou que o gerenciamento de resultados possui relação inversa ao pagamento de dividendos durante o

período de estudo, ou seja, quanto maior o pagamento de dividendos menor será o gerenciamento de resultados. Nesse sentido, a **H1** proposta na pesquisa é rejeitada.

O Grau de Alavancagem Financeira foi considerado não significativo, diferindo do encontrado no trabalho de Khanna e Khanna (2015). Essa divergência pode ter como fator explicativo as particularidades do mercado brasileiro. Martinez (2013, p.17) estabelece também que “a própria alavancagem por si não é vista no mercado brasileiro como um fator que promova o gerenciamento de resultados”.

O Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) mostrou-se significativo no pagamento de dividendos, o que sugere que as empresas lucrativas tendem a pagar mais dividendos.

Finalmente, o tamanho da empresa ( $\ln a$ ) afeta a política de dividendos de forma significativa, embora de modo inversamente proporcional baseado no coeficiente negativo obtido.

Algumas limitações foram constatadas no decorrer da realização da pesquisa, entre elas é importante destacar o caráter primitivo na tentativa de validação e adaptação do trabalho de Khanna e Khanna (2015) considerando as características e restrições do mercado brasileiro, bem como a relação entre gerenciamento de resultados e política de dividendos, algo que é comum na literatura internacional em termos de pesquisa, porém no cenário brasileiro ainda é incipiente.

Para futuras pesquisas, é indicada a utilização de outros modelos abordados pela literatura para estimação dos *accruals discricionários*, além da realização de análise individual de cada setor, de modo a verificar tendências, semelhanças e diferenças entre eles, além do aumento dos períodos analisados, a fim de aferir os efeitos antes e após a convergência contábil. Também é altamente recomendável para trabalhos futuros, a utilização de outras variáveis explicativas na tentativa de melhoria do poder explicativo e de relevância do modelo e de variáveis particulares do mercado brasileiro, tal como a de pagamento de dividendos além do obrigatório estipulado em lei ou conforme estabelecido por Fonteles et al. (2012) o emprego das empresas integrantes do Índice Dividendos (IDIV) da BM&FBovespa.

## REFERÊNCIAS

ABREU, A. F. **Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira.** Dissertação de Mestrado, 2004.

ABREU, A. F. DE. **As proposições de Modigliani e Miller e a Tributação Brasileira.** Anais XXVI ENANPAD, p. 1–14, 2002.

ALMEIDA, J. E. F. DE; COSTA, F. M. DA; FARIA, L. H. L.; BRANDÃO, M. M. **Earnings management no Brasil: Grupos Estratégicos como Nova Variável Explanatória,** 2003.

ARIF, A.; ABRAR, A.; KAYANI, F.; SHAH, S. Z. A. **Dividend Policy and Earnings Management: An Empirical Study of Pakistani Listed Companies.** Information Management and Business Review, v. 3, n. 2, p. 68–77, 2011.

AVELAR, E. A.; SANTOS, T. D. S. **GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE DAS PESQUISAS REALIZADAS NO BRASIL ENTRE OS ANOS DE 2000 E 2009.** Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ, v. 15, n. 3, p. 19–33, 2010.

BRENNAN, M. J. **TAXES, MARKET VALUATION AND CORPORATE FINANCIAL POLICY.** National Tax Journal, v. 23, n. 4, p. 417–427, 1970.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. **O Impacto da Política de Dividendos sobre a Rentabilidade de Títulos Negociados na Bovespa no Período de 1994 a 2000.** XXVI EnANPAD, p. 1–16, 2002.

CUNHA, P. R. DA; BEZERRA, F. A.; GUBIANI, C. A.; RENGEL, S. **Gerenciamento de Resultados Contábeis em Instituições Financeiras: Uma Análise do Rodízio de Empresas de Auditoria Independente.** XVI Congresso Brasileiro de Custos, p. 10–10, 2007.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR, N. C. A. DA. **Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais e a Percepção dos Investidores.** EnANPAD, 38, p. 1–17, 2014.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. **A Concentração Do Controle Acionário E a Política**

**De Dividendos Das Empresas Listadas Na Bovespa : Uma Abordagem Exploratória À Luz Da Teoria De Agência.** Revista de Contabilidade e Organizações - RCO, v. 1, n. 1, p. 10–23, 2007.

DEANGELO, L. **Discussion of Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts.** Journal of Accounting Research, v. 26, n. 1, p. 32–40, 1988.

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. **Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators.** Accounting Horizons, v. 14, n. 2, p. 235–250, 2000.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. **Detecting Earnings Management.** The Accounting Review, v. 70, n. 2, p. 193–225, 1995. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/248303>\n<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/248303.pdf?acceptTC=true>>. .

FÁVERO, L.P.et al. **Métodos quantitativos com stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados.** 1º ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

FONTELES, I.; JÚNIOR, C.; VASCONCELOS, A. C. DE; LUCCA, M. M. M. **Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA.** Contabilidade Vista & Revista, v. 23, n. 85, p. 173–204, 2012. Disponível em: <<http://web.face.ufmg.br/face/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/1720>> . .

FREUND, J. E. **Estatística Aplicada: economia, administração e contabilidade.** 11. Ed. Porto Alegre: 2006.

FUJI, A. H.; CARVALHO, L. N. G. DE. **Earnings Management no contexto bancário brasileiro** Autores. , 2003.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

GORDON, M. J. **Dividends , Earnings , and Stock Prices.** The Review of Economics and Statistics, v. 41, n. 2, p. 99–105, 1959.

GOULART, A. M. C. **GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL.** Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo -

Tese de Doutorado, 2007.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. 5ª ed, Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

HEALY, P. M. **The effect of bonus schemes on accounting decisions**. *Journal of Accounting and Economics*, v. 7, n. 1-3, p. 85–107, 1985.

HEALY, P. M.; WAHLEN, 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.

JONES, J. J. **Earnings Management During Import Relief Investigations**. *Journal of Accounting Research*, v. 29, n. 2, p. 193–228, 1991.

KANG, S.-H.; SIVARAMAKRISHNAN, K. **Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach**. *Journal of Accounting Research*, v. 33, n. 2, p. 353–367, 1995.

KHANNA, M.; KHANNA, M. **Impact of Earnings Management on Dividend Policy of Indian Companies**. *International Journal of Multidisciplinary Research and Development*, v. 2, n. 10, p. 352–356, 2015.

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.

LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. **The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices. Theory and empirical evidence**. *Journal of Financial Economics*, v. 7, n. 2, p. 163–195, 1979.

LIU, N. **The Role of Dividend Policy in Real Earnings Management**. Dissertation, Georgia State University, p. [http://scholarworks.gsu.edu/accountancy\\_diss/9](http://scholarworks.gsu.edu/accountancy_diss/9), 2011.

LOSS, L.; NETO, A. S. **O Inter-Relacionamento Entre Políticas De Dividendos E De Investimentos: Estudo Aplicado Às Companhias Brasileiras Negociadas Na Bovespa**. *Revista Contabilidade & Finanças*, , n. 40, p. 52 – 66, 2006.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. **Política de dividendos, na prática, é importante?** *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 14, p. 39–53, 2003.

LUSTOSA, P. R. B.; BISCHOFF, L. **PCLD e Suavização de Resultados em Instituições**

**Financeiras no Brasil** . Encontro da ANPAD - EnANPAD, 38, p. 1–17, 2014.

MARQUES, M. M. **O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS APÓS A ADOÇÃO DO IFRS** . DISSERTAÇÃO DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO - FACULDADE DE ECONOMIA E FINANÇAS IBMEC, 2014.

MARTINEZ, A. L. “ **GERENCIAMENTO** ” **DOS RESULTADOS CONTÁBEIS : ESTUDO EMPÍRICO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**. Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - Tese de Doutorado, 2001.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura**. Brazilian Business Review (Portuguese Edition), v. 10, n. 4, p. 1–31, 2013. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=a9h&AN=94590690&lang=pt-br&site=eds-live>>. .

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. **O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?** Revista de Administração de Empresas, v. 52, n. 1, p. 24–39, 2012.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica Para Ciências Sociais Aplicadas**. 2º ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MCCABE, G. M. **The Empirical Relationship Between Investment and Financing : A New Look**. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, v. 14, n. 1, p. 119–135, 1979.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares**. The Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411–433, 1961.

MONSURU, F.; ADETUNJI, A. **The Effects of Earnings Management on Dividend policy in Nigeria: An Empirical Note**. The SIJ Transactions on Industrial, Financial & Business Management (IFBM), v. 2, n. 3, p. 145–152, 2014.

NNADI, M. A.; AKPOMI, M. **The Effect of Taxes on Dividend Policy of Banks in Nigeria**. International Research Journal of Finance and Economics, , n. 19, p. 49–57, 2008.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. Tese de Doutorado, p. 260, 2007.

PORTA, R. LA; SILANES, F. L.-; 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.

PROCIANOY, J. L. **Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989**. Tese de Doutorado, p. 1–74, 1994.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. **A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa**. *RAE-revista de administração de empresas*, v. 33, n. 4, p. 6–15, 1993.

RODRIGUES, A.; PAULO, E.; CARVALHO, L. N. **Gerenciamento de resultados por meio das transações entre companhias brasileiras interligadas**. *Revista de Administração*, v. 42, n. 2, p. 216–226, 2007.

SANTOS, R. F. C. **Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos**. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo - Dissertação de Mestrado, 2008.

SCHIPPER, K. **Commentary on earnings management**. *Accounting Horizons*, 1989.

SOBRINHO, W. B. R.; RODRIGUES, H. S.; NETO, A. S. **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. 3–24, 2014.

WOOLDRIDGE, J.M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

XAVIER, P. H. M. **GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR BANCOS COMERCIAIS NO BRASIL**. Tese de Doutorado - Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2007.