

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

PEDRO HENRIQUE RODRIGUES DONA

ANÁLISE DO *DIVIDEND PAYOUT* E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

GOIÂNIA

2018

**TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR
VERSÕES ELETRÔNICAS DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE
GRADUAÇÃO NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DA UFG**

Na qualidade de titular dos direitos de autor, autorizo a Universidade Federal de Goiás (UFG) a disponibilizar, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional (RI/UFG), regulamentado pela Resolução CEPEC nº 1.204/2014, sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9.610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou *download*, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data.

1. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação (TCCG):

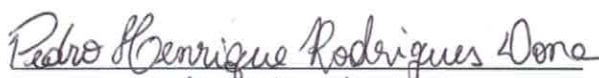
Nome completo do autor: Pedro Henrique Rodrigues Dona

Título do trabalho: Análise do *Dividend Payout* e o Gerenciamento de Resultados nas empresas brasileiras listadas na B3.

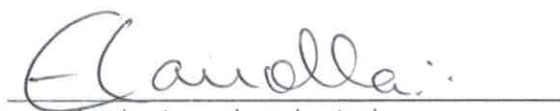
2. Informações de acesso ao documento:

Concorda com a liberação total do documento ☒ SIM ☐ NÃO¹

Havendo concordância com a disponibilização eletrônica, torna-se imprescindível o envio do(s) arquivo(s) em formato digital PDF do TCCG.


Assinatura do autor

Ciente e de acordo:


Assinatura do orientador.

Data: 14 /12 /2018

¹ Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. A extensão deste prazo suscita justificativa junto à coordenação do curso. Os dados do documento não serão disponibilizados durante o período de embargo.

Casos de embargo:

- Solicitação de registro de patente;
- Submissão de artigo em revista científica;
- Publicação como capítulo de livro;
- Publicação da dissertação/tese em livro.

PEDRO HENRIQUE RODRIGUES DONA

**ANÁLISE DO *DIVIDEND PAYOUT* E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

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 Zanolli

GOIÂNIA

2018

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

RODRIGUES DONA, PEDRO HENRIQUE
ANÁLISE DO DIVIDEND PAYOUT E O GERENCIAMENTO DE
RESULTADO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3
[manuscrito] / PEDRO HENRIQUE RODRIGUES DONA. - 2018.
XL, 40 f.

Orientador: Prof. Dr. ERCÍLIO ZANOLLA.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2018.

Inclui tabelas, lista de figuras, lista de tabelas.

1. Gerenciamento de Resultados. 2. ACCRUALLS. 3. PAYOUT. 4.
EMPRESAS BRASILEIRAS. 5. B3. I. ZANOLLA, ERCÍLIO, orient. II.
Título.

CDU 657

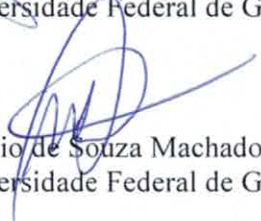
PEDRO HENRIQUE RODRIGUES DONA

**ANÁLISE DO *DIVIDEND PAYOUT* E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
NAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e
Ciências Econômicas (FACE) da Universidade
Federal de Goiás (UFG) como requisito para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão
Examinadora:


Prof. Dr. Ercilio Zanolla - Orientador
Universidade Federal de Goiás


Prof. Dr. Julio Orestes da Silva - Avaliador
Universidade Federal de Goiás


Prof. Dr. Lúcio de Souza Machado - Avaliador
Universidade Federal de Goiás

Goiânia – GO, 04 de dezembro de 2018

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus. Depois à minha avó Virgilina Dona, a maior apoiadora das minhas conquistas e que hoje representa as minhas outras avós que não estão mais aqui comigo, Vó Leni e Vó Fia. Aos meus pais Marcivon e Ana Maria eu agradeço pelo apoio em todas as decisões que tomei ao longo da vida. Sou grato pelo suporte emocional e financeiro, pelas palavras de incentivo para sempre seguir em frente. Sou grato ao meu padrasto Claudio e aos meus irmãos pela paciência e compreensão. E agradeço à minha cunhada Bruna Araújo por ser tão legal e me fazer rir o tempo todo.

Aos meus padrinhos e madrinhas Elso, Regiane, Celso e Elciane eu agradeço pelo carinho e consideração por mim. Agradeço imensamente à minha madrinha Marilene por ter me dado esse computador que me ajudou nessa pesquisa. Agradeço a todos os meus primos que carregam com orgulho o nosso sobrenome Dona. Agradeço o apoio do Huggo Ribeiro, que no final, foi essencial, por seu enorme carinho e sempre me incentivando em tudo.

Às minhas amigas que conquistei na faculdade Jéssica Luana e Ceres Elisa sou grato pela amizade sincera que cultivamos desde o 1º período, à Jheneffer Duarte pelas caronas eternas até o campus e por sua amizade, à Milene Almeida e Bianca Teixeira pela amizade e carinho. Agradeço ao Carlos Marciel e sua família pela ajuda nas horas de necessidade.

Sou grato à total compreensão dos meus superiores da Mapah. Sou imensamente grato ao meu chefe Carlos Freire pelo apoio e compreensão nas horas que eu precisei me dedicar à Faculdade. Agradeço à minhas queridas Victória e Darlene pelas palavras de carinho e pela amizade. Agradeço ao meu irmão Marllon Terra por ter me dado essa oportunidade e onde sou muito feliz em trabalhar.

Remereço enormemente ao meu orientador Prof. Dr. Ercílio Zanolla pelo profissionalismo e dedicação nas minhas orientações e de sua disponibilidade em sempre me compreender quando precisei. Agradeço ao Vinícius Cotrim, pela grande ajuda na conclusão do meu trabalho final. Agradeço aos Prof. Drº Júlio e Prof. Drº Lúcio pelas considerações.

Ao corpo docente de Ciências Contábeis da UFG, minha gratidão pelo rico conhecimento. Estendo-o aos técnicos administrativos e demais componentes da FACE-UFG. Finalmente, agradeço a Universidade Federal de Goiás pela possibilidade de cursar uma universidade pública e desfrutar de toda a sua estrutura para desenvolver atividades de ensino, pesquisa e extensão.

“O que tiver de vir, virá, e apenas teremos de lidar com isso quando vier. ”

J.K.Rowling

RESUMO

Com a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) pelas empresas brasileiras, que visam uma padronização nos demonstrativos contábeis, oportunizou-se maiores lacunas para ações discricionárias dos gestores em relação a determinados processos. 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. Nesse intuito, o estudo pretendeu investigar o efeito do gerenciamento de resultados no nível de pagamentos de dividendos (*PayOut*) das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3. Para isso, o trabalho tem como problema de pesquisa: **Qual a relação entre *dividend payout* e o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras listadas na B3?** Utilizando como amostra as informações divulgadas na B3 entre 2010 e 2017. Consoante à hipótese de que existe relação entre o nível de *PayOut* e o gerenciamento de resultados, foi utilizado o modelo econométrico proposto por Khanna e Khanna (2015), adaptado para ser empregado na verificação do problema de pesquisa. Concluiu-se que os *accruals discricionários* (parte gerenciada) têm impacto no nível de pagamento dos dividendos das empresas e com o sinal positivo do coeficiente da variável mostrou que quanto maior o *PayOut* maior será o gerenciamento de resultados. Além disso, alguns fatores, como o tamanho da empresa, o nível de caixa e a liquidez podem afetar a política de dividendos (AMAR; SALAH; JARBOUI, 2018).

Palavras chave: Gerenciamento de Resultados; *Accruals*; *PayOut*; Empresas Brasileiras; B3.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Limite entre Gerenciamento de Resultados e Fraude Contábil.....	17
---	-----------

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Tratamento dos Dados	21
Tabela 2: Variáveis	22
Tabela 3: Estatística descritiva	26
Tabela 4: Teste VIF	27
Tabela 5: Diagnóstico de Paineis	28
Tabela 6: Regressão Paineis Efeito Fixo	28
Tabela 7: Regressão Paineis Efeito Fixo com erros-padrão robustos	29

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO, PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO	11
2. REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS	14
2.2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS (EARNINGS MANAGEMENT).....	16
2.2.1. Tipos de Gerenciamento de Resultados.....	18
2.2.2. Objetivos do Gerenciamento de Resultados	19
2.2.3. Modelos de Gerenciamento de Resultados Estimando os <i>Accruals</i>	19
2.3. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NO BRASIL	20
2.4. ESTUDOS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL	21
3. METODOLOGIA.....	22
3.1. CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	22
3.2. AMOSTRA E COLETA DE DADOS	23
3.3. VARIÁVEIS E MODELO DE PESQUISA.....	24
3.3.1. Descrição das Variáveis.....	24
3.3.2. Operacionalização das variáveis relativas ao Gerenciamento de Resultados.....	24
3.3.3. Especificação do modelo de Regressão.....	26
4. APRESENTAÇÃO E RESULTADOS	28
4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA	28
4.2. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	29
4.2.1. Apresentação e Análise dos Resultados do Método de Efeitos Fixos.....	30
4.2.2. Método Robusto	31
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	33
REFERÊNCIAS	35

1. INTRODUÇÃO

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO, PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

De acordo com Healy e Whalen (1999), a Contabilidade é uma ferramenta importante de comunicação entre os gestores e interessados (*stakeholders*) das empresas. Por isso que a Contabilidade tem a função de gerar informações fidedignas e relevantes para os investidores tomarem decisões no sentido de reportar mais recursos à entidade.

Para Healy e Palepu (2001), o investidor com melhor informação à disposição, *a priori*, terá melhores condições de julgar o valor do investimento.

Por conseguinte, o processo de convergência das normas internacionais de contabilidade proporcionou mais opções de escolhas contábeis ou poder discricionário do gestor na produção e divulgação de informações contábeis (KLANN, 2011).

Destarte, a partir do final da década de 1980, as pesquisas em contabilidade têm produzido trabalhos que visam estudar o fenômeno conhecido como *Earnings Management* (Gerenciamento de Resultados) (MARTINEZ, 2013).

Martinez e Cardoso (2009) conceituam o gerenciamento de resultados como escolhas de práticas contábeis ou tomadas de decisões operacionais com o objetivo de elaborar relatórios e divulgar números contábeis diferentes dos que seriam preparados e divulgados sem a adoção de tais práticas.

Todavia, para Murcia e Werges (2011), há diferença entre escolhas contábeis e gerenciamento de resultados. Escolhas contábeis não são realizadas por acaso, ou seja, são originadas dos incentivos ou remunerações flexíveis percebidos ou utilizados pelos agentes para o gerenciamento de risco e retorno. Já o gerenciamento de resultados, como já conceituado por Martinez e Cardoso (2009), está sempre de acordo com as normas contábeis.

Nesse sentido, a política de dividendos pode ser utilizada com essa finalidade. Para Assaf Neto (2008) é definida como a fração do lucro líquido distribuída para os acionistas.

Segundo Martins, Gelbcke, Santos e Iudicibus (2013), os dividendos podem ser classificados quanto à ordem de recebimento em prioritário e não prioritário, quanto ao direito ao seu recebimento em cumulativo e não cumulativo e quanto à forma de apropriação dos lucros em mínimo, fixo e obrigatório.

A política de dividendos pode ser explicada a partir de diversas teorias, como a Teoria da Irrelevância e relevância dos dividendos; a Teoria da Sinalização; a Teoria da Agência; o

Efeito Clientela; Teoria do Efeito Tributário; e a Teoria residual dos Dividendos. No entanto, nenhuma teoria isoladamente consegue maior destaque em relação às demais (ZANON; ARAUJO; NUNES, 2017).

Na visão de Assaf Neto (2014) cada teoria explica uma parcela da política de dividendos e sua importância na formação do valor da empresa. Deste modo, em última análise, visando à maximização da riqueza dos acionistas.

De acordo com Lintner (1956) e Gordon (1959) (pioneiros nos estudos sobre Política de Dividendos) os acionistas se preocupam com a forma pela qual os resultados líquidos de uma empresa são repartidos e em um cenário de incertezas os acionistas preferem receber seus dividendos o quanto antes.

Também, para Assaf Neto (2014) os acionistas com alto grau de endividamento pessoal priorizam o recebimento de dividendos em detrimento de ganhos futuros. Por outro lado, ao optar por pagamento de dividendos reduzir-se-á problemas de agência, uma vez que diminuem os recursos à disposição dos acionistas controladores (MARTINS; FAMÁ, 2012).

Conforme Weston e Brigham (2004) entre os principais conflitos de agência está: Entre os acionistas e os administradores - Os interesses dos administradores devem visar ao atendimento dos interesses dos acionistas, mas muitas vezes isto não ocorre e acaba existindo conflitos de interesses entre eles. E para reduzir esses conflitos e, ainda assim, proporcionar aos gerentes o alcance de suas metas o mecanismo que pode ser utilizado para motivar os gerentes a agirem de acordo com os interesses dos acionistas, está o gerenciamento de resultados.

Para Healy e Wahlen (1999) o gerenciamento de resultados visa alcançar um propósito particular os *stakeholders*, de modo que, os resultados contábeis influenciem os resultados contratuais. Nessa concepção, para Martinez (2001), o gerenciamento de resultados pode ser praticado com a finalidade de diminuir os conflitos de agência, como por exemplo, satisfazer os interesses dos acionistas, pagando mais dividendos.

Na mesma linha, Bartov e Mohanram (2004) dizem que o gerenciamento de resultados serve para alinhar os interesses dos administradores e os acionistas fazendo com que os resultados sejam satisfatórios para ambos.

Para Dechow *et al* (1995) a prática discricionária de gerenciar resultados pode evitar que a empresa divulgue resultados negativos, pois é notório que os preços das ações reagem de acordo com a notícia dos resultados.

Diante à exposição da possível relação entre política de dividendos e o gerenciamento de resultados, postula-se o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação entre o *dividend payout* e o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras listadas na B3?**

Para responder a esse problema, a presente pesquisa tem por objetivo **analisar se o nível de *dividend payout* sofre influência do gerenciamento de resultados das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2010 até 2017.**

As pesquisas brasileiras reúnem-se na *Proxy* de detecção de gerenciamento de resultados por meio dos modelos que estimam os *accruals* discricionários, sendo o mais utilizado o modelo modificado de Jones (DECHOW; SLOAN; SWEENET, 1995). Há um crescente interesse acerca do gerenciamento de resultados e os trabalhos realizados trazem resultados importantes tanto para o conhecimento acadêmico quanto para as empresas (MARTINEZ, 2013).

Na literatura internacional, Baker, Collins e Reitenga (2003); Monsuru e Adetunji (2014) e Khanna e Khanna (2015) buscaram estabelecer associação entre gerenciamento de resultados e outras variáveis (*Proxies*) como: *Size of Firm* (tamanho da firma), *Stock Options* (pagamento baseado em ações) e a **política de dividendos**. Contudo, pesquisas brasileiras sobre este assunto ainda são escassas.

Ali Shah, Yuan e Zafar (2010) pesquisaram a influência do gerenciamento de resultados e a política de dividendos nas companhias listadas nas bolsas de valores chinesas e paquistanesas entre o período de 2001 a 2007. Estimaram os *accruals* discricionários pelo modelo modificado de Jones (1995) – DSS. E, como resultado, constataram que o gerenciamento de resultados não tem impacto no pagamento de dividendos das empresas de nenhum dos dois países.

Na mesma linha, Khanna e Khanna (2015) utilizando do modelo modificado de Jones (1995) – DSS para estimar a parte discricionária dos *accruals* analisaram o impacto do gerenciamento de resultados na política de pagamento de dividendos das empresas listadas na bolsa de valores indiana no período de 2008 a 2013. Chegaram ao resultado negativo da hipótese de estudo, que não há influência significativa entre gerenciamento de resultados e política de pagamento de dividendos.

Diante o exposto, a relevância e contribuição do presente trabalho faz-se na identificação da relação entre gerenciamento de resultados e política de dividendos nas empresas brasileiras listadas na B3.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção apresenta a base teórica do estudo, a política de dividendos e o gerenciamento de resultados.

2.1. POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Os primeiros trabalhos sobre Política de Dividendos são datados da década de 1960, realizados por Lintner e Gordon em 1956 e 1959, respectivamente (GITMAN, 2001). Posteriormente, em 1961 destaca-se o trabalho de Modigliani e Miller (1961).

Lintner (1956) lançou as bases fundamentais do entendimento moderno da política de dividendos ao qual afirma que o investidor preferiria seus dividendos a valorização incerta de capital (BRAV *et al.*, 2005). Para Lintner (1956) os lucros correntes são o ponto de partida para determinar o momento de alterar os dividendos. Também observou que a política de dividendos é definida antes e, posteriormente, são definidas as políticas de investimentos, manutenção de caixa e endividamento (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2014).

Gordon (1959) concluiu, ao pesquisar o valor da empresa e o pagamento de dividendos, que o investidor prefere ter seu retorno através de dividendos e não pelo ganho de capital incerto. Essa constatação foi denominada de a Teoria do Pássaro na Mão (GORDON, 1959).

Também para Gordon (1959), o aumento de pagamento de dividendos associa-se ao aumento do valor da empresa, pois um alto *payout* reduz o custo de capital e assim o preço das ações da empresa tende a aumentar.

Por outro lado, para Miller e Modigliani (1961) os dividendos são irrelevantes para o valor da empresa sob a perspectiva de um mercado perfeito. Esta tese desenvolvida em “Teoria da Irrelevância dos Dividendos” em oposição a teoria de Lintner e Gordon (ABREU, 2004).

Segundo Miller e Modigliani (1961), o valor das ações é decorrente da capacidade de criação de valor da própria empresa, pois os investidores avaliam a empresa com base nos ganhos futuros não afetados pelo pagamento de dividendos.

No entanto, para Gordon (1963) quanto maior o risco atrelado ao fluxo de caixa das empresas menores devem ser os dividendos, pois esses recursos podem ser necessários no futuro.

Nesse sentido, para Mota (2007) as empresas maiores e mais consolidadas influenciam no pagamento dos dividendos. Essas empresas devem pagar mais dividendos do que empresas menores e em processo de crescimento devido à necessidade de maiores recursos para investimentos (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2014).

A política de dividendos também é abordada em outras pesquisas, tais como:

- Elton e Gruber (1970), que desenvolveram a Hipótese do Efeito Clientela. Em um mercado imperfeito, com taxas e custos de tributação, a política de dividendos muda para atrair mais investidores;
- Batthacarya (1979) constatou que empresas com alta rentabilidade estão dispostas a pagar altos dividendos para mostrar bom desempenho financeiro;
- Easterbrook, (1984), concluiu que os interesses dos acionistas com um valor alto de caixa dão margem a um uso indevido, especificamente em interesse próprio.

Nesse sentido, a literatura desenvolveu paradigmas para a política de dividendos. A Hipótese do Efeito Clientela de Elton e Gruber (1970) aponta que a minimização de tributos e custos induz os acionistas a buscarem suas preferências particulares. Já a Hipótese do Custo de Agência de Easterbrook (1984) mostra o conflito de interesses entre o gestor e o acionista.

No entanto, mesmo com essas discussões nenhum resultado definitivo foi alcançado, o que implica na necessidade de aprofundamento na pesquisa do assunto (AL-NAJJAR, 2009; AL-MALKAWI; RAFFERTY; PILLAI, 2010; RIBEIRO, 2010).

Os fundamentos de Lintner (1956) são bases para os estudos atuais sobre a Política de Dividendos. Dessa maneira, algumas implicações destacam-se como:

- Os gestores são relutantes em modificar a política de dividendos devido às reações dos investidores, e apenas o fazem quando há certa segurança de que ela poderá ser mantida;
- Em consequência, há relutância em modificar a política dos dividendos: esta não é modificada na mesma proporção da variação dos lucros contábeis, fazendo com que a série temporal seja suavizada;

- Os gestores acreditam que seja mais relevante a constância histórica do pagamento monetário dos dividendos do que a magnitude do Índice de Pagamento dos Dividendos (*Payout Ratio*);
- A política de dividendos tem uma relação com o ciclo de vida das empresas mais jovens e em alto grau de crescimento: estas pagam menos dividendos do que empresas já consolidada no mercado.

Para Rozeff (1982), há variáveis significantes e com comportamento esperado que possam afetar a política de dividendos como: beta, percentual de *insider ownership*, taxa de crescimento dos lucros passados, taxa de crescimento das previsões de lucro e o número de acionistas ordinários.

Por outro lado, para Fonteles *et al.* (2012), há variáveis importantes que podem influenciar a política de dividendos, sendo elas: concentração de controle acionário, setor de atuação, tamanho da empresa, fluxo de caixa, segmento de listagem, crescimento, lucro distribuído e capital institucional.

2.2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

As pesquisas sobre Gerenciamento de Resultados (GR) são da década de 1940 (ALMEIDA, 2010). Segundo Eckel (1981) os estudos concentravam-se no denominado “*income smoothing behavior of firms*”, que seria o comportamento e suavização de resultados das empresas.

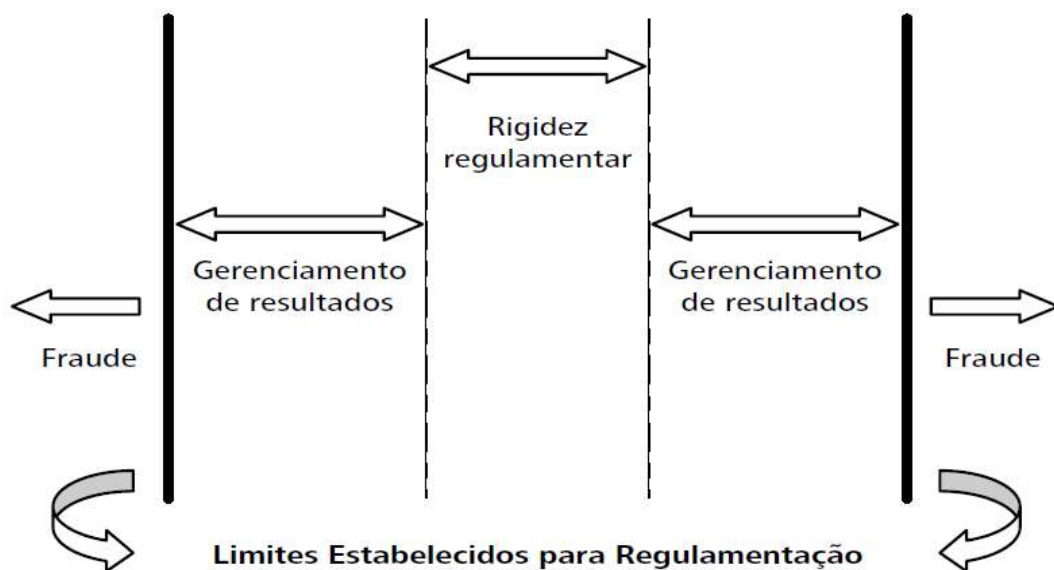
Para Healy (1985) e Shleifer e Vishny (1997), é importante saber os motivos da prática do gerenciamento de resultados e, destacam a remuneração dos executivos para mitigar o oportunismo. Nessa concepção, para Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados é decorrente de julgamentos:

Ocorre quando os administradores usam julgamento na divulgação de informações financeiras e na estruturação de transações para alterar a divulgação de informações financeiras ou enganar as partes interessadas sobre o desempenho econômico da companhia ou para influenciar os resultados contratuais que dependam dos números contábeis divulgados.

Diante desse conceito, é de suma importância distinguir o gerenciamento de resultados de contabilidade ilegal (DECHOW; SKINNER, 2000). Martinez (2001) afirma que o gerenciamento de resultados contábeis não é fraude, ou seja, opera dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil. As normas contábeis facultam certa discricionariedade para o gestor que realiza suas escolhas não em função do que dita à realidade concreta dos negócios, mas em função de incentivos que o levam a desejar um resultado distinto.

Paulo (2007) também explica que há distinção entre contabilidade fraudulenta e o gerenciamento da informação contábil. A primeira representa as práticas adotadas que não estão dentro dos precedentes legais aceitos. A segunda é realizada pelo julgamento dos administradores acerca das escolhas de práticas contábeis dentro dos limites legais vigentes. A Figura 1 de Zendersky (2005) ilustra graficamente a diferença entre os dois comportamentos.

Figura 1 - Limite entre Gerenciamento de Resultados e Fraude Contábil



Fonte: Zendersky (2005, p. 31).

Em seu estudo, Scott (2003) define o gerenciamento de resultados como escolhas que são feitas pelo gestor, proprietário ou não da empresa, com algum objetivo específico. McKee (2005) conceitua o gerenciamento de resultados como uma tomada de decisão razoável e legal, onde se objetiva chegar a resultados financeiros estáveis e previsíveis. Por conseguinte, Schipper (2003) estabelece que o gerenciamento de resultados é a intervenção nas demonstrações contábeis com o objetivo do gestor em obter um benefício.

Em complemento, Paulo e Leme (2009) denominam o gerenciamento de resultados como uma prática utilizada pelas empresas para interferir no processo de elaboração e evidenciação das informações contábeis a partir dos relatórios econômico-financeiros. Isso pode acontecer devido ao poder discricionário do gestor em relação à flexibilidade do uso das normas contábeis.

O crescente aumento das pesquisas sobre o gerenciamento de resultados é motivado pelo aumento dos escândalos nos mercados de capitais, especificamente o caso da companhia Enron, no início do século XXI, que despertou o interesse dos acionistas e do mercado a respeito da qualidade das informações contábeis em relação aos princípios e normas contábeis adotados (ALMEIDA, 2010).

2.2.1. Tipos de Gerenciamento de Resultados

Paulo e Martins (2007) fixam três formas de gerenciamento da informação contábil:

1. Gerenciamento de resultados através das escolhas contábeis (*accruals*):

O gerenciamento de resultados através dos *Accruals* é derivado de escolhas que influenciam o resultado contábil, ou seja, tem uma influência direta no Lucro ou Prejuízo da empresa. É classificado em *Accruals* Discricionários (parte que pode ser manipulada) e *Accruals* Não-Discricionários (acumulações das atividades da empresa).

2. Gerenciamento de resultados através das atividades operacionais:

Os gestores manipulam o resultado na realização das atividades durante o período.

3. Manipulação classificatória das demonstrações contábeis:

Os gestores reclassificam contas contábeis a fim de obter um resultado esperado, como por exemplo, em contas de Curto e Longo Prazo afetando, assim, a análise da liquidez, alavancagem, endividamento entre outros indicadores da empresa.

2.2.2. Objetivos do Gerenciamento de Resultados

Martinez (2001) definiu os objetivos do gerenciamento de resultados da seguinte forma:

- **“Gerenciar” para aumentar ou diminuir os Resultados Contábeis (Target Earnings):** caracteriza-se pela busca de resultados preconizados pelo plano estratégico das organizações, podendo ser superior ou inferior ao resultado do período.
- **“Gerenciar” para reduzir a variabilidade dos Resultados Contábeis (Income Smoothing):** busca a redução da variação dos resultados em determinados períodos. É utilizado para política contábil de estabilização de resultados em níveis aceites por exigência internas ou externas.
- **“Gerenciar” para reduzir o Lucro Corrente, de modo a aumentar o Lucro Futuro (Big Bath Accounting):** caracteriza-se em diminuir (piorar) os resultados contábeis, com objetivo de melhoria no resultado futuro. É considerada a modalidade que mais interessa ao tomador de decisão.

2.2.3. Modelos de Gerenciamento de Resultados Estimando os *Accruals*

De acordo com Paulo (2007), as pesquisas acadêmicas basicamente utilizam os *accruals* como forma de detecção do gerenciamento de resultados. Decompõem-se os *accruals* totais em discricionários e não discricionários. Martinez (2001) e Paulo (2007) destacam as principais modalidades operacionais que estimam os *accruals* discricionários pela *Proxy*: *accruals* totais menos *accruals* não discricionário.

Healy (1985) foi o primeiro a tentar estimar a parte discricionária dos *accruals* totais. A estabelecer que fossem os *accruals* totais menos a parte não discricionária. Seu modelo acabou caindo em desuso nos estudos acadêmicos por não utilizar regressões na estimação.

Na mesma linha de Healy (1985), DeAngelo (1986) mensura os *accruals* não discricionários pela razão entre os *accruals* totais da empresa em t anos e os ativos totais no final do período $t-1$. No entanto, ao considerar os *accruals* não discricionários constantes ao longo do tempo o modelo não é mais utilizado.

Dechow e Sloan (1991) pressupõem que os *accruals* discricionários são constantes ao longo dos anos, onde os *accruals* não discricionários são estimados pelo *accruals* totais da

empresa em t ponderados pelos ativos totais da empresa em $t-1$. Todavia, os modelos de Healy (1985) e DeAngelo (1986) não utilizam regressões em suas estimações.

O modelo de Jones (1991) contrapõe os modelos de Healy (1985), DeAngelo (1986) e Dechow e Sloan (1991) ao introduzir regressões na abordagem dos *accruals* não discricionários. Para Jones (1991) as variações dos níveis de receitas e dos valores dos ativos imobilizados influenciam na estimativa.

De acordo com Dechow *et al* (1995) a premissa que as receitas não são manipuladas nem sempre é verdadeira. E, por isso, vários estudos questionam esse modelo o que proporcionou modificações no modelo de Jones (PAULO, 2007).

O Modelo Modificado de Jones foi proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e, para cálculo da regressão retira a variação das contas a receber da variação das receitas para o cálculo da regressão, pois pode ocorrer manipulação no reconhecimento das receitas a prazo (PAULO, 2007).

O modelo conhecido como KS de Kang e Sivaramakrishnam (1995) inclui variáveis que explicam a realidade econômica corrente da empresa. O modelo KS contempla contas de custos e despesas, além de contas patrimoniais e não apenas instrumentais, com o intuito de reduzir falhas na estimação dos *accruals* discricionários percebidas nos outros modelos (MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007).

Os modelos KS e Jones Modificado são os mais usados para detectar o gerenciamento de resultados pelos *accruals*. Em algumas pesquisas são aplicadas as duas metodologias (MARTINEZ, 2013).

2.3. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NO BRASIL

Martinez (2001) realizou um estudo empírico nas companhias abertas brasileiras listadas na bolsa de valores no período de 1995 até 1999. Já em 2013 o autor realizou pesquisas sobre o crescimento do assunto no Brasil e no mundo questionando os trabalhos positivistas.

Goulart (2007) estudou o gerenciamento de resultados semestrais das 50 maiores instituições financeiras do Brasil no período de junho de 2002 a dezembro de 2006. Constatou

que o Income Smoothing (método de suavização dos gerenciamentos de resultados) é o modelo mais usado pelas instituições financeiras brasileiras, pois, demonstra uma imagem de solidez financeira e boa reputação.

Reis (2014) pesquisou em 289 empresas brasileiras do mercado de capitais listadas na BM&FBovespa. Utilizou regressão com variáveis como tamanho da empresa e *market to book*. Os resultados indicam evidências estatísticas de que as empresas não praticam gerenciamento de resultados com a finalidade de divulgar uma variação da margem de lucro entre 0 e 1%.

Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) realizaram pesquisa com o objetivo para averiguar se o gerenciamento de resultados por decisões operacionais relacionados à manipulação das despesas discricionárias, vendas e custos de produção impacta o resultado reportado nos demonstrativos financeiros de empresas Brasileiras do mercado de Capitais listadas na Bovespa no período de 1989 a 2012. Realizaram-se regressões com dados em painel e análise da eficiência informacional (teste de Mishkin). Constataram que há gerenciamento.

Uma pesquisa mais atual de Costa e Tavares (2017) estudou o gerenciamento de resultados e o fluxo de caixa operacional trimestral e anual das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2015, por meio de regressões com dados em painéis seguindo os modelos econométricos desenvolvidos por Dechow, Kothari e Watts (1998). Concluíram que as empresas estudadas fizeram o uso de gerenciamento de resultados por meio do Fluxo de Caixa Operacional

2.4. ESTUDOS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL

Paiva e Lima (2001) analisaram a influência da tributação e dos juros sobre capital próprio na política de dividendos de todas as empresas brasileiras listadas na bolsa de valores no período de 1995 até 1998. Foi aplicado o Teste de Diferença entre Médias e Análise de Variância de Dois Critérios. Apesar da legislação isentar o pagamento de tributos sobre os dividendos pagos, o índice de *payout* das companhias brasileiras aumentou.

Em seus estudos, Gonzaga e Costa (2008) observaram a relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos dos acionistas controladores e os minoritários sobre

as políticas de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto listadas na bolsa, compreendendo o período 1995 até 2006. Constataram que há relação entre o conservadorismo e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre os acionistas das empresas – Teoria da Agência.

Ambrozini (2011) em sua Tese de Doutorado estudou um modelo de apoio à tomada de decisão de acordo com a política de dividendos em empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo em março de 2011, aplicando questionários. Constatou que os gestores devem sempre agir e tomar as decisões para maximizar a riqueza econômica dos acionistas de acordo com o retorno mínimo exigido pelos detentores do capital.

3. METODOLOGIA

Esta seção destina-se a descrever os delineamentos para a obtenção das respostas ao problema de pesquisa estabelecido. Concentra-se na caracterização da pesquisa, na definição da população de estudo e coleta de dados, na descrição das variáveis e nos modelos utilizados para a verificação das hipóteses.

3.1. CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A presente pesquisa classifica-se em descritiva, quanto aos seus aspectos metodológicos, pois, se orienta na relação entre variáveis ou descrição das características de determinada população ou fenômeno, então, o estabelecimento de relações entre variáveis (GIL, 2012).

No que tange a abordagem do problema se enquadra em quantitativa, porque os dados coletados são quantificáveis e, sua análise e interpretação são orientadas através de métodos estatísticos, compreendendo os atos de “organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”.

Foi aplicado os Testes necessários para a interpretação dos dados como os Testes de Normalidade, Auto correlação dos resíduos, e Teste VIF (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

Por fim, documental, quanto aos procedimentos da pesquisa, de acordo com Martins e Theóphilo (2009) o procedimento técnico se pauta na análise de documentos secundários como fonte de evidência. A presente pesquisa utiliza os dados das Demonstrações Financeiras Padronizadas divulgadas pelas empresas na B3.

3.2. AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Os dados das Demonstrações Financeiras Padronizadas das empresas foram coletados com o uso do sistema Economática®. Esta pesquisa utilizará a análise de dados em painel para testar o efeito do gerenciamento de resultados na política de dividendos.

A população é composta por todas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) e a amostra foi ajustada, excluindo as empresas que não obtiveram lucro no período de análise. Também foram excluídas as empresas que não disponibilizaram informações sobre as variáveis analisadas em todos os anos de 2010 até 2017.

Tabela 1: Tratamento dos Dados

Modelo	Empresas	Observações
Observações (População) Iniciais - B3	405	3645
(-) Sem Resultado Positivo em qualquer ano do período de estudo	47	423
(=) Amostra Ajustada	358	3222
(-) Sem Informações em qualquer ano do período de estudo	67	603
(=) Amostra Final	291	2619

Fonte: Dados da Pesquisa

3.3. VARIÁVEIS E MODELO DE PESQUISA

3.3.1. Descrição das Variáveis

A Tabela 2 apresenta a descrição das variáveis utilizadas no estudo, com o objetivo de evidenciar as variáveis usadas no estudo da relação entre o Nível de *Dividend Payout* e Gerenciamento de Resultados.

Tabela 2: Variáveis

Variável	Abreviatura	Sinal Esperado	Fórmula de Cálculo	Fonte
Variável Dependente				
<i>Dividend Payout</i>	<i>POut</i>	-	Dividendos Pagos + Juros sobre Capital Próprio/ Ativo Total	Khanna e Khanna (2015)
Variável Independente				
Gerenciamento de Resultados	Ad	(+)	Calculado Através do Modelo Modificado de Jones (1995)	Dechow, Sloan e Sweeney (1995)
Variáveis de Controle				
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Roe	(+)	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Khanna e Khanna (2015)
Tamanho da Organização	Lna/Logat	(+)	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)
Variação dos Lucros	VI	(+)	Lucro t - Lucro t-1 / Lucro t-1	Choi, Joo e Park (2011)
Disponibilidade de Caixa	Cx	(+)	Ct / ATt	DeAngelo, DeAngelo, Stulz(2006), Denis e Stepanyan (2009).

Fonte: Adaptado de Khanna & Khanna (2015) e Choi, Joo e Park (2011).

3.3.2. Operacionalização das variáveis relativas ao Gerenciamento de Resultados

O modelo original de Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) tem sido vastamente utilizado na literatura recente sobre gerenciamento de resultados (medido via *accruals*), por sua facilidade operacional para estimar os *accruals* (ALMEIDA *et al.*, 2003).

Os *accruals* discricionários são definidos pela diferença entre os *accruals* totais menos os *accruals* não discricionários (HEALY, 1985).

$$adt = att - andt$$

Onde:

adt = *Accruals* Discricionários

att = *Accruals* totais (1)

andt = *Accruals* não discricionários (2)

O Modelo Modificado de Jones – DSS (1995) calcula os *accruals* totais (1) da seguinte forma:

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

Onde:

acti,t = *accruals* totais

$\Delta aci,t$ = variação no ativo circulante

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

$\Delta pci,t$ = variação em passivo circulante

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

depi,t = depreciação e amortização

att-1 = Ativo total em t-1

Para se calcular os *accruals* não discricionários (2), Martinez (2001) sustenta que a equação abaixo é suscetível a captar os efeitos necessários para estimação dos *accruals* não discricionários:

$$\mathbf{andi}_{i,t} = \alpha_1 (1/\mathbf{att}_{i,t-1}) + \alpha_2 (\Delta \mathbf{rec} - \Delta \mathbf{crc})/(\mathbf{att}_{i,t-1}) + \alpha_3 (\mathbf{per})/(\mathbf{att}_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Onde:

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

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

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

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

$\mathbf{per}$ = Permanente (intangível + imobilizado)

ε = Erro da regressão (resíduos)

Sendo assim,

$$\mathbf{adt}_{i,t}/(\mathbf{att}_{i,t-1}) = \varepsilon_{i,t}$$

Com a obtenção do valor do *ad* passa-se para a especificação do modelo de regressão.

3.3.3. 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).

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

Onde:

Y_i = é a variável dependente – variável de estudo

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

β_1 = determina a contribuição da variável independente x_i

ε_i = é o erro aleatório componente do modelo

Acordante à proposição de que existe relação entre o Nível do *Dividend payout* e Gerenciamento de Resultados das empresas brasileiras de capital aberto, os modelos econométricos propostos por Khanna e Khanna (2015) e por Choi, Joo e Park (2011), foram adaptados para ser utilizado na verificação do problema de pesquisa proposta, sendo evidenciado pelo seguinte modelo:

$$P_{Outit} = \beta_0 + \beta_1 (adit) + \beta_2 (gafit) + \beta_3 (roeit) + \beta_4 (lnait) + \beta_5 (vlit) + \beta_6 (cxit) + \varepsilon_{it}$$

Onde:

P_{out} = Dividendo Pago/Ativo Total

ad = *Accruals* Discricionários

gaf = Grau de Alavancagem Financeira

roe = Retorno sobre Patrimônio Líquido

lna = Tamanho da Empresa

vl = variação dos lucros

cx = disponibilidade de caixa

ε = Termo de Erro no período

4. APRESENTAÇÃO E RESULTADOS

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Com a amostra final (consolidada), realizou-se estatística descritiva básica utilizando o sistema Gretl® 1.1 para laboração dos métodos, buscando calcular e analisar valores de média, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo das variáveis utilizadas.

Tabela 3 – Resultados da Estatística Descritiva

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
POut	0,017	0,00551	0,0286	0	0,24
Ad	-2,69E-20	-0,019	0,882	-8,48	20,6
Roe	0,529	0,131	3,01	0,00021	70,4
Gaf	5,55	2,43	28	0,00532	773
Logat	21,2	21,7	2,99	6,5	28
Var Lucros	2,21	0,0728	17,3	-0,996	585
Disp Cx	0,0948	0,0409	0,169	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme demonstrado na Tabela 3, a médias da variável “**POut**” está próxima do mínimo. Assim, pode-se inferir que o valor do pagamento de dividendos “**POut**” da maioria das empresas está próximo do mínimo. Já em relação aos *accruals discricionários* “**ad**”, percebe-se uma média negativa, com desvio padrão elevados, mostrando uma assimetria negativa.

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 amplitude.

A variável Disponibilidade de Caixa e Equivalentes “**DispCx**”, retornou como resultado uma média muito baixa, sendo um fator possível de explicação a instabilidade da Economia do país.

Um dos fatores possíveis para explicar essa dispersão em relação aos resultados retornados para essas quatro variáveis em específico está relacionado ao tamanho e a Variação dos Lucros das empresas pertencentes à amostra, demonstrando diferentes potenciais econômicos entre as mesmas.

4.2. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para estimar o modelo foi realizada a análise da estatística VIF (fator de inflação da variância) da variável independente para verificar a existência de multicolinearidade, utilizando para tal, o software Gretl® 1.1. De acordo com Gujarati (2011), um VIF maior que 10, configuram-se como indicativo de multicolinearidade.

Tabela 4 – Teste VIF

Variável	VIF	1/VIF
ROE	1.59	0.628368
GAF	1.51	0.661087
LOGAT	1.44	0.694258
DispCx	1.36	0.737656
AD	1.02	0.975868
VarLucros	1.02	0.984362
Média VIF	1.32	

Fonte: Dados da Pesquisa

O teste da Tabela 4 retornou valores próximos de 1. Segundo Gujarati (2011), um VIF maior que 10 configura-se como indicativo de multicolinearidade. Assim é possível verificar que não há problema de multicolinearidade nas variáveis do modelo da presente pesquisa.

Wooldridge (2010), estabelece que é preciso definir o modelo de regressão com dados em painel mais adequado entre: **efeitos fixos**, **efeitos aleatórios** e **efeitos *pooled***. Assim, foi aplicado o teste de Chow a fim de fixar qual o modelo de regressão para dados empilhados a ser empregado: MQO agrupado (*pooled*) simples, painel de efeito fixo - Hausman ou aleatório - Breusch-Pagan.

Tabela 5 – Diagnóstico em Paineis

Testes			
Diagnóstico	Chow: MQO quad. x fixo	Breusch-Pagan: MQO quad. x aleatório	Hausman: aleatório x fixo
p-valor	0,00023073	0,00	0,000693723

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme os resultados da Tabela 5, os testes de diagnóstico em painéis, indicam que o modelo mais adequado é o de Efeito Fixo. Então,

A seguir, são apresentados os resultados e análise da regressão com dados em painéis de efeito fixo.

4.2.1. Apresentação e Análise dos Resultados do Método de Efeitos Fixos

Tabela 6: Dados em Paineis

Tabela 6. Dados em Panel

Estimador de Efeitos Fixos					
Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística (t)	P-valor	
Constante	0,0479318	0,0146946	3,262	0,0011	
Ad	0,000277049	0,00038561	0,7185	0,4726	
ROE	3,92941E-06	0,000150421	0,02612	0,9792	
GAF	-1,17340e-05	1,55526E-05	-0,7545	0,4507	
Logat	-0,00152268	0,00069548	-2,189	0,0287	
VarLucros	-2,88390e-05	1,77628E-05	-1,458	0,1449	
DispCx	0,0156751	0,00447419	3,503	0,0005	
Descrição				Estatística	P-valor
R ²				0,754335	-
F (294, 1959) LSDV				20,46006	0,00
Durbin-Watson				1,205498	-
Teste de Normalidade				508,216	4,38923
Teste de Wald				1,81053e+010	0,00

Fonte: Dados da Pesquisa

Lapponi (2000) diz que o P-Valor é o maior valor de nível de significância para o qual o teste é significativo. Ou é o maior valor de nível de significância que rejeita a hipótese nula, H₀. P-Valor é o nível de significância observado.

Analisando-se os resultados estatísticos da Tabela 6, percebe-se que a distribuição dos valores das variáveis é não Normal e, ainda a existência de auto correlação dos resíduos.

Segundo Gujarati (2011), o caso da hipótese de normalidade dos resíduos seja rejeitada, juntamente com a rejeição da estatística Durbin-Watson, ou seja, ter um índice distante de 2,0, o modelo deverá ser estimado novamente, onde, primeiramente com o modelo de erros-padrão robustos e ainda assim persistir a auto correlação dos resíduos seja incluído um componente auto regressivo na regressão.

Assim, a seguir realiza-se:

4.2.2. Método Robusto

Levando em consideração esse contexto, o modelo é novamente estimado para contornar os problemas obtidos, usando o modelo com erros-padrão robustos (Tabela 7).

Tabela 7 – Nova Estimação do modelo Robusto

Estimador de Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos				
Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística (t)	P-valor
Constante	0,0445217	0,013399	3,323	0,001
Ad	0,000370916	0,000181199	2,047	0,0416
ROE	-6,11276E-05	3,49462E-05	-1,749	0,0813
GAF - 1	-8,93450E-06	2,41106E-06	-3,706	0,0003
Logat	-0,00143869	0,000635863	-2,263	0,0244
VarLucros - 1	-1,54457E-05	7,15346E-06	-2,159	0,0317
DispCx - 1	0,018932	0,00563467	3,36	0,0009
(ar-1)	0,281274	0,04551	6,18	<0,0001
Descrição		Valor		
R ²		0,796829		
Durbin-Watson		1,666835		

Fonte: Dados da Pesquisa

Com a utilização de erros-padrão robustos é possível verificar que o R^2 do modelo possui grau de poder explicativo (grau de correlação) de aproximadamente 79,69% da variável independente em relação à variável dependente, mostrando uma influência significativa entre essas variáveis (FAVERO, 2011).

De acordo com os resultados obtidos no modelo de regressão, percebe-se que a variável “**Ad**” se mostrou significativa (p-valor = 0,0416), ou seja, apontam que “**Ad**” (Gerenciamento de Resultados) explica o Nível de “**PayOut**”, onde “**Ad**” aumenta 0,000370916 para cada “**Payout**”.

Em concordância à Wooldridge (2010), um coeficiente de Durbin-Watson (DW) ideal para fins de hipótese de auto correlação dos resíduos, seria próximo de 2,0. O coeficiente de DW de 1,66, pode ser explicado pela diversidade da amostra – amplitude.

Com base no coeficiente positivo encontrado de “**Ad**”, infere-se que quanto maior o “**PayOut**” maior será o Gerenciamento de Resultados, logo, as práticas de gerenciamento de resultado tendem a impactar positivamente o nível de “**PayOut**” das empresas. Este resultado está de acordo com as pesquisas de Liu (2011).

Em relação a variável “**Roe defasado**”, mostrou-se estatisticamente significativa, sendo os valores retornados (p-valor) foram inferiores a 0,05. Assim, é possível estabelecer que o “**Roe defasado**” exerce impacto no nível de “**PayOut**”. Onde, se entende que através do coeficiente apresentado ser negativo verifica-se que quanto mais baixo o retorno sobre o patrimônio líquido, maior será o nível de “**PayOut**”.

Já em relação a variável “**Gaf defasado**”, a mesma apresenta relação com a variável dependente. Influenciando o nível de “**PayOut**”. Com o coeficiente negativo obtido, depreende-se que empresas menos alavancadas pagam mais dividendos.

O Grau de Alavancagem Financeira é considerado significativo, indo de encontro aos resultados do trabalho de Khanna e Khanna (2015), mostrando que de certa forma, contrária a Martinez (2013).

Analisando as variáveis “**VarLucros defasado**” e “**DispCx defasado**”, ambas explicam o nível de “**PayOut**”, seus P-Valores < 0,05. A variável “**VarLucros**” influencia

negativamente, devido ao sinal do seu coeficiente, mostrando que quanto maior for a instabilidade dos Lucros da empresa, menos dividendos serão pagos. Diferentemente da influência da variável “**DispCx**”, que com o seu coeficiente se sinal positivo indica que quanto maior o valor disponível em caixa, maior será o pagamento de dividendos.

Por fim, quando olhamos para a variável “**Logat**” utilizada para controlar o tamanho da empresa também se mostrou estatisticamente significativa, tendo em vista que o P-valor retornado foi menor 0,05, mostrando-se como variável impactante no que diz respeito ao nível de “**PayOut**”. 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.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou analisar a relação do gerenciamento de resultados com o nível de “**PayOut**”, de modo a investigar suas implicações no contexto brasileiro.

Com base nos resultados os *acrualls discricionários* (parte gerenciada) impactam na política de dividendos das empresas da amostra da pesquisa. Este resultado contradiz os resultados encontrados por Khanna e Khanna (2015).

Além do fator exposto, o coeficiente positivo da variável “**Ad**” indica que o gerenciamento de resultados possui relação direta e positiva com o nível de “**PayOut**” durante o período de estudo, ou seja, quanto maior o pagamento de dividendos maior será o gerenciamento de resultados. Sendo assim, aceita proposta na pesquisa.

Amar; Salah e Jarboui (2018) chegaram ao mesmo resultado positivo encontrado. Em seus estudos, eles analisaram as empresas do mercado Francês, e constataram que a Política de Dividendos sofre impacto do gerenciamento de resultado.

O resultado responde ao problema e objetivo da pesquisa: O gerenciamento de resultado explica o nível de “**PayOut**” das empresas brasileiras listadas na B3.

Este resultado é consistente com a Teoria da Sinalização de Spence (1973), que mostra a alta motivação dos gerentes gerir os ganhos com o objetivo de destacar para o mercado a capacidade de distribuir dividendos aos acionistas.

De acordo com Alves e Graça (2013), as empresas ao divulgarem suas informações financeiras buscam destacar-se, chamando a atenção do mercado. Desta forma, a sinalização demonstra ser importante, na medida em que empresas buscam sinalizar para o mercado informações diferenciadas que influenciem as decisões de investimento, às partes interessadas nesses sinais. Sendo o Gerenciamento de Resultados uma ferramenta para abrilhantar os seus dividendos aos olhos dos futuros investidores.

Para futuras pesquisas, é indicado a utilização de outros modelos abordados pela literatura para estimação dos *accruals discricionários*, além da realização de análise individual de cada setor em si, de modo a verificar tendências, semelhanças e diferenças entre eles. Recomenda-se também o aumento do período analisado para se apresentar um efeito antes e depois da adoção das Normas Internacionais Contábeis.

REFERÊNCIAS

- ABREU, A. F. **Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira.** Dissertação de Mestrado, 2004.
- AL MALKAWI, H-A, N.; RAFFERTY, M.; PILLAI, R. **Dividend policy: a review of theories and empirical evidence.** International; Bulletin of Business Administration, Charlotte, n. 9, p. 171-200, Dec. 2010.
- ALI SHAH, S. Z., YUAN, H., ZAFAR, N.; **Earnings management and dividend policy an empirical comparison between Pakistani listed companies and Chinese listed companies.** International Research Journal of Finance and Economics, 35, (2010).
- ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos.** Tese de Doutorado FEAUSP, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. (2010).
- 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 Explicatória,** 2003.
- ALVES, D. L. E.; FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M. **Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil.** Revista Contabilidade e Finanças – USP, São Paulo, 20
- ALVES, M. T. V. D., GRAÇA, M. L. **Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI201.** Revista Universo Contábil, v. 9, núm. 3, jul-set, p. 163-184 15, 2013.
- AMAR, B. A.; SALAH, O. B.; JARBOUI, A. **Do discretionary accruals affect firms corporate dividend policy? Evidence from France.** Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol. 16, pp.333-347, 2018.
- AMBROZINI, Marcelo Augusto. **Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão.** 2011. Tese (Doutorado em Administração de Organizações) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011.
- ASSAF NETO, Al. **Finanças Corporativas e Valor.** – 3. Ed. – 2. Reimpressão – São Paulo: Atlas, 2008.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Curso de administração financeira.** 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2014. et./dez., 2017.

- BAKER, T.; COLLINS, D.; REITENGA, A.; **Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives**. Journal of Accounting, Auditing and Finance. Out/ 2003; Vol. 18; 4 Ed., p. 557-582.
- BARTOV, E.; MOHANRAM, P.; **Private Information, Earnings, Manipulations, and Executive Stock-Option Exercises**. The Accounting Review: Out /2004, Vol. 79, No. 4, p. 889-920.
- BHATTACHARYA, S. **Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy**. Bell Journal of Economics, 10, 259-270, 1979.
- BRAV, A.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R., MICHAELY, R.; **Payout policy in the 21st century**. Journal of Financial Economics 77 (3), 483-527, 2005.
- CHOI, Y., JOO, H.; PARK, Y. **Do dividend changes predict the future profitability of firms?**. Accounting & Finance, 51 (4), 869–891, 2011.
- COSTA, T. B. DA; TAVARES, M. **Fluxo de caixa operacional anual e trimestral no gerenciamento de resultados: um estudo das empresas listadas na BM&Bovespa**. II Congresso de Contabilidade da Universidade Federal de Uberlândia, p 1-18, 2017.
- 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.
- DEANGELO, L.; **Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders**. The Accounting Review 61: 400-420, 1986.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, D. **Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings**. Journal of Financial Economics, Amsterdam, v. 40, p. 425-456, 2004.
- DECHOW, P. M.; KOTHARI, S.P.; WATTS, R. L., **The Relation between Earnings and Cash Flows**. Journal of Accounting & Economics, Vol. 25, 1998.
- 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.; SLOAN, R. **Executive Incentives and Horizon Problem: An Empirical Investigation**. Journal of Accounting and Economics, 14, 51-89, 1991.
- 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> <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/248303.pdf?acceptTC=true>.
- DENIS, D.; STEPANYAN, G. **Factors Influencing Dividends**. Cap. 4, p. 55- 69. 2009.

EASTERBROOK, F. H.; **Two Agency-Cost Explanations of Dividends**. The American Economic Review. Vol. 74, No. 4, 1984.

ECKEL, N. **The income smoothing hypothesis revisited**. Abacus, v. 17, n. 1, p. 28-40, 1981.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; **Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect**. Review of Economics and Statistics, 52 (1970), 68-74.

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.

FORTI, C., PEIXOTO, F.; ALVES, D. **Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil**. Revista Contabilidade & Finanças, 26(68), 167-180; (2015).

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

GIL, A. C.; **Como elaborar projetos de pesquisa**. 7º Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

GITMAN, L.; **Princípios de administração financeira**. Editora: Pearson Education-Br. 12ªed. (2010)

GONZAGA, R. P; COSTA, F. M. **A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre a política de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa**. Revista de Contabilidade & Finanças, v. 20, n. 50, p. 95-109, 2008.

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, 18, 264-272, (1963).

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.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. (2001), **Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature**, Journal of Accounting and Economics, **31**, (1-3), 405-440

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

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.

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.

KLANN, R. C.; BEUREN, I. M. **Características de empresas que influenciam o seu disclosure voluntário de indicadores de desempenho**. Brazilian Business Review, v. 8, n. 2, p. 92-118, 2011.

LAPPONI, J. C. **Estatística Usando Excel 5 e 7**. São Paulo: Lapponi, Treinamento e Editora, p. 294. (2000).

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.

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

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.; CARDOSO, R. L. **Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais**. Read. Revista Eletrônica de Administração, v. 15, n. 3, p. 1-27, 2009.

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>>.

MARTINEZ, A. L.; CARDOSO, R. L. **Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais**. v. 15, n. 3, p. 600-626, 2009.