
O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS PODE MITIGAR A INFLUÊNCIA DA CRISE DO COVID-19 NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS? EVIDÊNCIA DO BRASIL

Yuri Gomes Paiva Azevedo ¹
Júlia Peres Tortoli da Silva ²
Lívia Maria Lopes Stanzani ³
Luiz Eduardo Gaio ⁴

▪ Artigo recebido em: 28/02/2022 ▪▪ Artigo aceito em: 27/11/2022 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 20/12/2022

RESUMO

Este artigo analisa se o pagamento de dividendos atenua a influência da crise do COVID-19 na prática de gerenciamento de resultados no Brasil. Para tanto, utilizamos uma amostra de 264 empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2021, por meio de regressões aplicando o Método dos Momentos Generalizados (SYS-GMM). Os principais resultados indicam que, embora as empresas estejam mais propensas a praticar o gerenciamento de resultados durante o período da COVID-19, o nível de *payout* atenua essa influência no nível de gerenciamento de resultados nas empresas analisadas. Portanto, o pagamento de dividendos pode atuar como um mecanismo substituto de governança corporativa em momentos de crise, uma vez que pode reduzir a ocorrência de gerenciamento de resultados. Análises adicionais também suportam essa visão, evidenciando que altos níveis de pagamento de dividendos desempenham um papel na minimização de conflitos de agência ao reduzirem o nível de gerenciamento de resultados. Assim, o presente artigo contribui com a literatura sobre política de dividendos e gerenciamento de resultados, a qual demanda pesquisas para melhor compreender a influência dos dividendos na

¹ Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP). Professor do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal Rural do Semi-Árido (UFERSA). Endereço: Av. Presidente Costa e Silva, Mossoró, RN – Brasil. CEP: 59625900. Telefone: (84) 99113-2772. E-mail: yuri.azevedo@ufersa.edu.br

<https://orcid.org/0000-0002-0830-0214>

² Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP). Endereço: Av. Bandeirantes, 3900 - Vila Monte Alegre, Ribeirão Preto - SP, Brasil. CEP: 14040-905. Telefone: (24) 99252-2928. E-mail: jutortoli@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0003-1703-498X>

³ Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP). Professora do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Paulista (UNIP). Endereço: Av. Carlos Consoni, Jardim Canada, Ribeirão Preto – SP, Brasil. CEP: 14024-270. Telefone: (16) 98832-4523. E-mail: stanzanilivia@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0001-8776-879X>

⁴ Doutor em Administração pela FEA-RP/USP. Professor de Finanças e Mercado Financeiro da Unicamp. Endereço: Rua Pedro Zaccaria, 1300, Limeira - SP. Telefone: (19) 3701-6676. E-mail: luizgaio@unicamp.br

<https://orcid.org/0000-0003-3106-7649>

Editora responsável pela aprovação do artigo: Dra. Bruna Camargos Avelino
Editor responsável pela edição final do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar

prática de gerenciamento de resultados em períodos de crise financeira. Além disso, traz *insights* de como as empresas podem usar as políticas de dividendos como um mecanismo substituto de governança corporativa para manter ou estabelecer sua reputação durante períodos de crises financeiras, beneficiando investidores, conselhos, credores, analistas financeiros e reguladores devido ao aumento da qualidade dos relatórios financeiros.

Palavras-Chave: Política de Dividendos. Gerenciamento de resultados. *Accruals*. Covid-19. Crise financeira.

CAN DIVIDEND PAYMENTS MITIGATE THE INFLUENCE OF COVID-19 CRISIS ON EARNINGS MANAGEMENT? EVIDENCE FROM BRAZIL

ABSTRACT

This paper examines whether dividend payments mitigate the influence of COVID-19 crisis on earnings management practices in Brazil. For this purpose, we use a sample of 264 Brazilian public firms from 2010 to 2021, applying System Generalized Method of Moments (SYS-GMM) regressions. Our main results indicate that, although firms are more prone to engage in earnings management practices during the COVID-19 period, the dividend payout ratio mitigates this influence on earnings management level. Therefore, we show that dividend payment can act as a substitute corporate governance mechanism in times of crisis, since it can reduce the occurrence of earnings management. Additional analyses also support this view, showing that big levels of dividends play a role in minimizing agency conflicts by reducing the level of earnings management. Hence, we contribute to the literature on dividend policy and earnings management, which calls for research to better understand the influence of dividends on earnings management practices in financial crises periods. Further, we shed light on how firms can use dividend policies as a substitute corporate governance mechanism to maintain or establish its reputation during periods of financial crises, benefiting investors, boards, creditors, financial analysts, and policymakers due the increase on the financial reporting quality.

Keywords: Dividends Policy. Earnings Management. *Accruals*. Covid-19. Financial Crisis.

1 INTRODUÇÃO

A assimetria de informação existente entre gestores e acionistas origina conflitos de agência, uma vez que os gestores têm incentivos para manter o excesso de caixa para a obtenção de benefícios próprios (Jensen & Meckling, 1976). Nesse sentido, o pagamento de dividendos pode ser visto como uma forma de reduzir o comportamento oportunista do gestor, pois as firmas pagadoras de dividendos possuem menos recursos disponíveis e estão mais subordinadas ao monitoramento do mercado (He, Ng, Zaiats & Zhang, 2017; Sirait & Siregar, 2014; Tong & Miao, 2011). Além disso, o pagamento de dividendos baseado em lucros gerenciados, que não refletem o desempenho da empresa, tende a não ser sustentável no futuro, uma vez que os gestores precisam de fluxo de caixa para o pagamento dos dividendos (Sirait & Siregar, 2014).

A literatura anterior encontrou evidências de que as políticas de dividendos podem proporcionar aumento da qualidade da informação contábil, tanto em países desenvolvidos quanto em países emergentes (Chen, Shevlin & Tong, 2007; He et al., 2017; Lawson & Wang, 2015; Smith & Pennathur, 2017; Skinner & Soltes, 2011; Tong & Miao, 2011), em linha com a visão de que o pagamento de dividendos reduz o fluxo de caixa livre disponível para os gestores e, portanto, restringe práticas discricionárias sobre os relatórios financeiros. Assim, esses achados podem lançar luz de que os dividendos podem atuar como um substituto para outros mecanismos de governança corporativa, inclusive em períodos de crise (Sawicki, 2009).

Em períodos de crise, como a disseminação da pandemia de COVID-19, a literatura evidencia que as empresas são mais propensas às práticas de gerenciamento de resultados para reduzir o nível de perdas reportadas, a fim de restaurar a confiança do investidor, resultando em uma menor confiabilidade das demonstrações contábeis (Lassoued & Khanchel, 2021; Xiao & Xi, 2021; Oliveira & Modena, 2022). Assim, torna-se relevante examinar se os dividendos podem mitigar a influência da crise do COVID-19 na prática de gerenciamento de resultados, atuando como um mecanismo substituto de governança corporativa e aumentar a qualidade das demonstrações financeiras para diversos *stakeholders* (Rampershad & Villiers, 2019; Sawicki, 2009).

Portanto, este estudo examina se o pagamento de dividendos pode mitigar a influência da crise do COVID-19 na prática de gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto. O Brasil oferece um cenário interessante para realizar esta pesquisa devido ao cenário de fraca proteção, de forma similar a outros mercados emergentes, nos quais os dividendos podem ser uma forma de estabelecer uma boa reputação, reduzindo a probabilidade de lucros retidos para expropriação por parte dos gestores (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Para a análise desta pesquisa, foram estimadas regressões pelo Método dos Momentos Generalizados (SYS-GMM), devido à relação endógena entre o pagamento de dividendos e o gerenciamento de resultados. A amostra de pesquisa é composta por 264 empresas brasileiras de capital aberto, analisadas no período de 2010 a 2021.

Os principais resultados mostram que, embora as empresas sejam mais propensas à prática de gerenciamento de resultados durante o período de crise do COVID-19, o nível de distribuição de dividendos (*payout*) pode mitigar essa influência no nível de gerenciamento de resultados no Brasil. Essa constatação corrobora com a nossa hipótese de que, em períodos de crise, o pagamento de dividendos desempenha um papel na redução da prática de gerenciamento de resultados, sinalizando que os dividendos podem atuar como substitutos de outros mecanismos de governança corporativa, especialmente em períodos de crise (Sawicki, 2009).

Em análises adicionais, foi explorado o papel moderador das empresas que pagam níveis elevados de dividendos, bem como da persistência de dividendos, na relação entre a crise da COVID-19 e a prática de gerenciamento de resultados. Os resultados adicionais demonstram que altos níveis de pagamentos de dividendos desempenham um papel na minimização de conflitos de agência, reduzindo o nível de gerenciamento de resultados, em linha com a visão de que

empresas pagadoras de elevados montantes de dividendos têm maior (menor) qualidade de lucros (nível de gerenciamento de resultados) do que empresas que distribuem poucos dividendos ou não pagam dividendos. Além disso, embora a persistência de dividendos não seja estatisticamente significativa, também foi demonstrado que as empresas que pagam altos níveis de dividendos moderam negativamente a associação entre a crise do COVID-19 e o gerenciamento de resultados, corroborando com os achados principais da pesquisa.

As contribuições para a literatura são três. Primeiramente, contribuímos com a recente literatura sobre gerenciamento de resultados e COVID-19, que ainda não explorou o papel moderador dos dividendos nessa relação (Lassoued & Khanche, 2021; Xiao & Xi, 2021; Oliveira & Modena, 2022). Assim, até onde sabemos, este é o primeiro estudo a esclarecer como os dividendos podem moldar o comportamento do gerenciamento de resultados durante períodos de crise, como o da pandemia de COVID-19.

Em segundo lugar, contribuímos com a literatura sobre governança corporativa que investiga as políticas de dividendos como mecanismos substitutos de governança corporativa em períodos de crise, mas não explora a sua influência na redução das práticas de gerenciamento de resultados (Sawicki, 2009). Essa lacuna nos permite mostrar potenciais benefícios da política de dividendos em períodos de crise, especialmente em um cenário de baixa proteção ao investidor, como o cenário brasileiro, no qual se espera níveis mais baixos de qualidade da informação contábil. Além disso, também atendemos à sugestão de examinar a eficácia do pagamento de dividendos como mecanismo de governança corporativa em países com fraca proteção ao acionista (Sawicki, 2009), como o cenário brasileiro.

Em terceiro lugar, também contribuímos com a literatura sobre dividendos e gerenciamento de resultados, que demanda pesquisas com foco em examinar a relação entre política de dividendos (ex.: persistência de dividendos) e gerenciamento de resultados em períodos de crises financeiras específicas, como a crise do COVID-19 (Martins, Sousa, & Girão, 2022). Embora nossas descobertas não suportem a visão de que a persistência de dividendos possa levar a níveis mais baixos de gerenciamento de resultados no período de crise da COVID-19, elas se encontram em linha com a visão de que os investidores podem esperar maior qualidade das demonstrações contábeis à medida em que o nível de *payout* aumenta, bem como para companhias com elevados níveis de pagamento de dividendos (*big dividend-paying firms*).

Por fim, este estudo também tem implicações práticas ao lançar luz sobre como as empresas brasileiras de capital aberto podem usar as políticas de dividendos como um mecanismo para manter ou estabelecer a sua reputação durante períodos de crise financeira, atuando como um mecanismo substituto de governança corporativa que beneficia investidores, conselhos, credores, analistas financeiros e reguladores devido à redução do nível de gerenciamento de resultados e, conseqüentemente, das assimetrias de informação entre gestores e acionistas.

2 BASE TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

O conteúdo informacional dos dividendos e a sua relação com os lucros das empresas foi primeiramente explorado por Lintner (1956), que evidencia que

as empresas geralmente fixam uma taxa de distribuição dos lucros da empresa e que os gestores buscam a estabilidade dos dividendos, relutando em fazer reduções nos níveis de pagamento de dividendos. Segundo Miller e Modigliani (1961), isso ocorre porque os acionistas tendem a interpretar qualquer mudança no nível de pagamento de dividendos como uma mudança na visão dos gestores sobre as perspectivas de lucros futuros da empresa. Assim, um aumento (ou redução) na taxa de pagamento de dividendos (*payout*) pode ser interpretado pelos investidores como uma expectativa positiva (negativa) acerca do desempenho futuro da empresa.

Com base no conteúdo informacional dos dividendos, a Teoria da Sinalização surgiu para explicar por que as empresas pagam dividendos e evitam reduzir seus índices de pagamento (*payout*). A Teoria da Sinalização considera que os *insiders* (gestores e acionistas majoritários) são mais bem informados do que os *outsiders* (minoritários e potenciais acionistas) em relação ao potencial futuro da empresa. Nesse sentido, os *insiders* podem transmitir sinais para reduzir a assimetria informacional por meio de ajustes nas políticas de dividendos, pois um aumento (redução) nos níveis de pagamento (*payout*) pode sinalizar uma perspectiva promissora (desfavorável) da empresa (Amar, Salah & Jarboui, 2018).

O racional por trás da sinalização de dividendos é que pagar dividendos demonstra que uma empresa pode gerar caixa em vez de apenas lucros contábeis. Além disso, os gestores têm um incentivo para ter um desempenho bom o suficiente para manter a política de dividendos e evitar as consequências adversas de um corte ou redução de dividendos para substituir os valores pagos (Asquith & Mullins, 1986). Consequentemente, espera-se que os dividendos sinalizem informações contábeis de maior qualidade, porque *accruals* anormais não podem esconder por longos períodos fluxos de caixa insuficientes necessários para pagamentos de dividendos consistentes (Rampershad & Villiers, 2019).

O papel das políticas de dividendos na redução da assimetria de informação também é explorado na Teoria da Agência, que sustenta que a redução dos níveis de fluxo de caixa livre mitiga as práticas de apropriação indébita do gestor e induz a níveis mais altos de monitoramento da empresa pelo mercado de capitais (Easterbrook 1984; Jensen 1986). Assim, os dividendos podem desempenhar um papel na minimização de conflitos de agência entre gestores e acionistas, reduzindo os custos de agência do fluxo de caixa livre, uma vez que os gestores podem aumentar os dividendos na presença de fluxos de caixa livres maiores e, assim, pagar o caixa atual que, de outra forma, seria alocado em projetos de baixo retorno (Jensen, 1986) ou usados para obter benefícios pessoais às custas dos acionistas (Boulton, Braga-Alves & Shastri, 2012).

Sob essa visão de que o pagamento de dividendos reduz o fluxo de caixa livre disponível para os gestores e, portanto, restringe comportamentos oportunistas (Deng et al., 2017; Pinkowitz et al., 2006), os gestores das empresas que decidem pagar dividendos podem ser menos propensos a se envolverem em práticas de gerenciamento de resultados (He et al., 2017).

Além disso, a capacidade de pagar dividendos depende da disponibilidade de caixa, sendo que diferenças significativas entre os níveis de lucros reportados e o caixa disponível para dividendos acabariam sendo um sinal de alerta de possíveis problemas. Consequentemente, espera-se que os dividendos aumentem a credibilidade dos lucros reportados porque é custoso

para os gestores pagarem dividendos em dinheiro sobre lucros gerenciados que não são suportados por fluxos de caixa subjacentes (Tong & Miao, 2011).

Estudos recentes examinam empiricamente se as políticas de dividendos influenciam as práticas de gerenciamento de resultados (Deng et al., 2017; He et al., 2017; Lawson & Wang, 2015; Pathak & Ranajee, 2018; Rampershad & Villiers, 2019; Rodrigues et al., 2014; Sirait & Siregar, 2014; Smith & Pennathur, 2019; Tong & Miao, 2011; Welker, Ye, & Zhang, 2017). Os resultados gerais mostram que os dividendos estão negativamente associados aos *accruals* discricionários, em linha com a visão de que os pagadores de dividendos têm menos caixa disponível para gerenciar os *accruals*, o que leva a ganhos sustentáveis e não artificiais para suportar pagamentos consistentes de dividendos (Rampershad & Villiers, 2019).

No entanto, a influência das políticas de dividendos nas práticas de gerenciamento de resultados durante períodos de crise e pandemia da COVID-19 é uma questão em aberto. Em períodos de crise, espera-se que as empresas sejam mais propensas a se envolver em práticas de gerenciamento de resultados para moldar uma imagem positiva aos participantes do mercado, especialmente, atuais e potenciais investidores.

A literatura anterior suporta essa visão, mostrando que as empresas tendem a gerenciar os resultados durante a pandemia de COVID-19. Um dos primeiros estudos foi conduzido por Lassoued e Khanchel (2021), que analisaram o impacto do COVID-19 nas práticas de gerenciamento de resultados em uma amostra de 2.031 empresas listadas em 15 países europeus de 2017 a 2020. Eles descobriram que as empresas tendiam a gerenciar mais os resultados durante a crise da COVID-19 do que no período anterior. Eles também encontraram um aumento significativo dos resultados reportados pelas empresas, durante o período da crise, devido ao gerenciamento de resultados. Essas descobertas sugerem que as empresas gerenciam os resultados para cima, mitigando o nível de perdas relatadas, visando restaurar a confiança do investidor, o que resulta em uma menor confiabilidade dos relatórios econômico-financeiros durante o período da COVID-19.

De forma semelhante, Xiao e Xi (2021) investigaram a relação entre a pandemia de COVID-19 e as práticas de gerenciamento de resultados em companhias abertas chinesas. Os resultados indicaram um aumento no gerenciamento de resultados por *accruals* nas empresas das regiões mais severamente afetadas. Além disso, os autores descobriram que as empresas auditadas pelas 10 grandes auditorias eram menos propensas a gerenciar resultados durante a pandemia.

Além disso, Oliveira e Modena (2022) contribuíram para essa discussão ao analisarem o contexto da América Latina. Eles analisaram 594 empresas, de 9 países, durante 2017 a 2020. Os achados apontaram para uma influência positiva e significativa da pandemia nas práticas de gerenciamento de resultados, corroborando com os resultados apresentados pela literatura internacional e sugerindo que a pandemia de COVID-19 motivou as práticas discricionárias dos gestores nas empresas latino-americanas.

Assim, embora as empresas sejam mais propensas a se envolver em gerenciamento de resultados durante períodos de crise (Lassoued & Khanchel, 2021; Xiao & Xi, 2021; Oliveira & Modena, 2022), espera-se que a política de dividendos pode desempenhar um papel na redução do gerenciamento de

resultados nesses períodos. Essa visão é suportada pelo racional de que pagar dividendos sobre lucros gerenciados que não são suportados por fluxos de caixa subjacentes não é uma prática sustentável para os gestores (Tong & Miao, 2011), portanto, empresas com índices de pagamento (*payout*) mais altos tendem a apresentar níveis mais baixos de gerenciamento de resultados durante períodos de crise, uma vez que os gestores precisarão dos fluxos de caixas atuais para o pagamento de dividendos.

Seguindo esta lógica, este artigo sugere que os dividendos poderiam funcionar como um substituto para outros mecanismos de governança corporativa em períodos de crise. Essa visão é proposta por Sawicki (2009), que demonstra que o pagamento de dividendos é um mecanismo claro e eficaz de governança corporativa em períodos de crise. Com base nessa discussão, a hipótese de pesquisa é estruturada da seguinte forma:

H1: O pagamento de dividendos desempenha um papel de redução da prática de gerenciamento de resultados durante a crise da COVID-19.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Descrição dos dados

A amostra inicial compreende empresas brasileiras de capital aberto no período de 2011 a 2021. Consideramos o período pós-adoção das normas IFRS, uma vez que estudos anteriores na área evidenciam que o processo de convergência às normas internacionais propiciou uma melhora na qualidade da informação contábil (Pelucio-Grecco, Geron, Grecco & Lima, 2014; Sousa, Sousa & Demonier, 2016).

Consistente com a literatura anterior (Liu & Espahbodi, 2014; Skinner & Soltes, 2011; Tong & Miao, 2011), excluimos o setor financeiro devido às características operacionais e ao ambiente regulatório específico. Para o cálculo das variáveis aplicadas no modelo econométrico, consideramos apenas empresas com dados anuais disponíveis. Também excluimos empresas com patrimônio líquido negativo, para consistência nos cálculos.

A amostra final compreende 264 empresas brasileiras de capital aberto de 2011 a 2021, em um painel de dados não balanceados, com 2.368 observações. A Tabela 1 apresenta a composição da amostra.

Tabela 1

Composição da amostra

Empresas brasileiras de capital aberto	575
(-) empresas do setor financeiro	220
(-) empresas com valores ausentes	79
(-) empresas com patrimônio líquido negativo	12
(=) Amostra final	264

Fonte: elaboração própria.

As informações financeiras foram coletadas por meio do banco de dados da Refinitiv Eikon®. Após a coleta de dados, os *outliers* foram tratados com o método de winsorização em níveis de 1%, para mitigar os valores discrepantes. A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas para caracterizar a amostra final da pesquisa.

Tabela 2
Estatística Descritiva

Variáveis	Obs.	Média	Desv. Pad	Mín.	Máx.
DA	2.368	0,063	0,071	0,000	0,839
Payout	2.368	0,302	2,138	-39,833	63,359
Covid	2.368	0,166	0,372	0,000	1,000
ROA	2.368	0,034	0,101	-1,064	0,362
Loss	2.368	0,220	0,414	0,000	1,000
Big	2.368	0,751	0,432	0,000	1,000
Size	2.368	21,864	1,762	16,430	25,697
Lev	2.368	0,273	0,177	0,000	0,809
Tang	2.368	0,218	0,217	0,000	0,826
Growth	2.368	0,143	0,437	-0,883	3,068
OPCF	2.368	0,062	0,085	-0,344	0,335
Conc	2.368	0,534	0,311	0,000	1,000

Fonte: elaboração própria.

A média para a variável dependente de gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários absolutos) é de 0,063 (6,3%), com desvio padrão de 0,071 (7,1%), apresentando-se similar a estudos desenvolvidos em mercados desenvolvidos e emergentes (He et al., 2017) e também para o contexto latino-americano (Rathke, Santana, Lourenço & Dalmácio, 2016).

Em relação ao nível de pagamento de dividendos, a Tabela 2 mostra que o *payout* médio é de 3,02%, com valor máximo de 63,35%. Além disso, o percentual do controle acionário (*Conc*) é, em média, de 53,4%, corroborando o cenário de concentração acionária no cenário brasileiro, o que pode influenciar a política de dividendos.

O teste Shapiro-Wilk indicou a não normalidade das variáveis, e, dessa forma, foram aplicados os coeficientes de correlação de Spearman (ver Apêndice A). Com base nos coeficientes da matriz de correlação, verifica-se que não há evidências da presença de multicolinearidade, pois não há correlação moderadamente alta entre as variáveis independentes e de controle incluídas nos modelos econométricos, exceto para *Payout* e *ROA* (valor de 0,499) e *Payout* e *Loss* (valor de -0,597).

Adicionalmente, o teste *Variance Inflation Factor* (VIF) confirma que não há problema de multicolinearidade nos modelos, pois, para todos os modelos, os números de VIF (não relatados) ficaram abaixo do valor sugerido de 4,0 (O'Brien, 2007), o que não requer a exclusão de qualquer variável.

3.2 Definição das variáveis

A variável dependente é o gerenciamento de resultados, que é medido por *accruals* discricionários do modelo de *accruals* discricionários ajustados ao desempenho (Kothari, Leone & Wasley, 2005). Nesse modelo, o retorno sobre os ativos (ROA) é incluído como uma variável adicional, porque os modelos anteriores podem ser mal especificados para empresas com bom ou mau desempenho (Kothari et al., 2005; Tucker & Zarowin, 2006).

Os *accruals* discricionários são calculados pelo resíduo representado pelo termo de erro da regressão (Equação 01). Especificamente, foi aplicada a mesma estimativa de Bao e Lewellyn (2017), que consiste em estimar a regressão apresentada na Equação 01 a partir do método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) para todas as empresas, controlando pelo desempenho. Aplicamos erros padrão robustos no modelo MQO, porque os dados apresentaram evidências de heteroscedasticidade (estatística do teste de White = 579,070***).

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (01)$$

onde TA é o total de *accruals* definido como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional. A é o total de ativos. $\Delta SALES$ é a variação nas vendas líquidas e contas a receber líquidas. O PPE é o ativo imobilizado líquido. ROA é o retorno sobre os ativos.

De acordo com Kothari et al. (2005), não existe um único modelo de *accruals* que esteja livre do problema de má especificação do modelo. Nessas circunstâncias, o modelo *performance-matched Jones* proposto pelos autores é recomendado como a melhor escolha entre os modelos de *accruals* existentes para estimar *accruals* discricionários (Lee & Vetter, 2015).

Por fim, de acordo com estudos anteriores (por exemplo, Bao & Lewellyn, 2017; He et al., 2017; Pelucio-Grecco et al., 2014; Sirait & Siregar, 2014; Tong & Miao, 2011), usamos a magnitude dos *accruals* discricionários como proxy para o gerenciamento de resultados.

Para capturar a política de dividendos, a variável utilizada consiste no *payout ratio*, em vez de uma variável *dummy* que captura se as empresas pagam dividendos ou não, considerando as regras brasileiras de dividendos obrigatórios, em que empresas lucrativas devem pagar, normalmente, 25% do lucro líquido do ano (Martins & Novaes, 2012). Seguindo a literatura anterior, o *payout ratio* é calculado pela razão entre dividendos (e juros sobre capital próprio) e o lucro líquido (Galvão et al., 2018; He et al., 2017; Liu & Espahbodi, 2014).

Conforme mencionado, o *payout ratio* considera tanto os dividendos quanto os juros sobre o capital próprio, uma vez que as empresas brasileiras também podem remunerar os acionistas via juros sobre o capital próprio (Velez-Pareja & Benavides-Franco, 2011). Os juros sobre o capital próprio tornaram-se uma forma relevante e atraente de pagar dividendos por razões de imposto de renda, ou seja, o efeito tributário líquido dos pagamentos de juros sobre o capital próprio é menor uma vez que são dedutíveis no nível corporativo (Boulton et al., 2012).

No entanto, em consonância com a Lei 6.404 (Brasil, 1976), é importante destacar que, embora o pagamento de juros sobre o capital próprio aos acionistas seja discricionário no contexto brasileiro, o pagamento de dividendos é obrigatório e o valor deve ser definido no estatuto. Assim, os gestores poderiam decidir se a empresa deveria distribuir níveis de dividendos mais altos ou mais baixos. Quando o montante de dividendos é omissivo no estatuto, as empresas de capital aberto devem pagar, no mínimo, 50% do lucro líquido ajustado, com o objetivo de melhorar a proteção aos acionistas externos (Hahn, Nossa, Teixeira & Nossa, 2010).

Evidências empíricas mostram que a maioria das empresas de capital aberto tende a adotar pagamentos incrementais de dividendos acima do valor mínimo definido no estatuto e a manter a forma de remuneração e o nível de *payout* ao longo dos anos (Galvão, Santos & Araújo, 2018).

Gomes, Takamatsu e Machado (2012) relataram que os pagamentos de juros sobre capital próprio têm se mostrado mais vantajosos do que os tradicionais dividendos como forma de distribuir o excesso de caixa aos acionistas. Os juros sobre capital próprio tornaram-se uma opção de pagamento interessante para os acionistas (Zani, Leites, Macagnan & Portal, 2014) e apresentaram um considerável aumento no uso de juros sobre capital próprio nas empresas brasileiras ao longo dos anos (Boulton et al., 2012).

Também foram incluídas variáveis de controle que potencialmente podem influenciar as práticas de gerenciamento de resultados: tamanho (*size*), alavancagem (*Lev*), lucratividade (*ROA*), tangibilidade (*Tang*), oportunidades de crescimento (*Growth*), fluxo de caixa operacional (*OPCF*), perdas (*Loss*), concentração acionária (*Conc*) e quatro grandes firmas de auditoria – *Big Four* (*Big*). Essas variáveis são baseadas em estudos anteriores (por exemplo, Deng et al., 2017; He et al., 2017; Lawson & Wang, 2015; Pathak & Ranajee, 2018; Rampershad & Villiers, 2019; Rodrigues et al., 2014; Sirait & Siregar, 2014; Smith & Pennathur, 2019; Tong & Miao, 2011; Welker et al., 2017).

Tamanho (*size*) está relacionado à perspectiva de empresas maiores serem submetidas a um maior nível de monitoramento, o que poderia reduzir a propensão no engajamento de práticas de gerenciamento de resultados (González & García-Meca, 2014). A alavancagem (*Lev*) está relacionada ao fato de que empresas com alto grau de alavancagem financeira são mais propensas a níveis mais elevados de gerenciamento de resultados devido à possibilidade de perdas potenciais, como cláusulas de *debt covenants* (Chen & Zhang, 2014). A lucratividade (*ROA*) é baseada na visão de que os gestores são motivados a manipular os resultados para cima, aumentando os lucros obtidos para tornar a empresa mais atraente para os *stakeholders*, e para melhorar os pacotes de remuneração variável dos executivos do alto escalão, já que a lucratividade é uma medida para avaliar o desempenho do gestor (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995; Kothari et al., 2005; Machuga & Teitel, 2007). A tangibilidade (*Tang*) é adicionada com base no argumento de que os retornos dos ativos tangíveis são mais fáceis de observar, levando a níveis mais baixos de assimetria de informação (Al-Jaifi, 2017; Munisi, Hermes & Randoy, 2014).

O crescimento (*Growth*) está relacionado ao argumento de que empresas em crescimento tendem a apresentar altos níveis de *accruals* (Burgstahler, Hail & Leuz, 2006). O Fluxo de Caixa Operacional (*OPCF*) também é mencionado como

uma *proxy* para o crescimento esperado nas operações da empresa (Rayburn, 1986; Larcker & Richardson, 2004). A variável de perdas (*Loss*) é baseada na visão de que o mercado tende a reagir negativamente se as empresas experimentam perdas, motivando-as a gerenciar os resultados (Callen, Robb & Segal, 2008). A concentração acionária (*Conc*) foi incluída, pois aumentos na concentração acionária podem levar à redução dos níveis de *payout* (Dalmácio & Corrar, 2007). Por fim, a auditoria das *Big Four* está relacionada ao argumento de que as grandes firmas de auditoria precisam proteger a sua reputação, afetando a propensão das firmas por elas auditadas a se engajarem em menores níveis de gerenciamento de resultados (Francis & Wang, 2008).

A Tabela 3 apresenta o resumo de todas as variáveis incluídas nesta pesquisa.

Tabela 3
Definição das variáveis.

Abreviação da variável	Nome da variável	Definição	Literatura
DA	Accruals Discricionário Absoluto	Medida das práticas de gerenciamento de resultados computadas como resíduo absoluto do modelo de Kothari et al. (2005).	Lawson e Wang (2015); Rampershad e Villiers (2018); Rodrigues et. al. (2014); Sirait e Siregar (2014); Tong e Miao (2011).
Payout	Pagamento de dividendo	Medida de dividendos e juros sobre capital próprio que uma empresa paga a seus acionistas, calculada como a razão entre dividendos (e juros sobre capital próprio) pagos e o lucro líquido.	Galvão et al. (2018), He et. al. (2017); Liu e Espahbodi (2014).
Covid	Crise Covid-19	Medida de crise de Covid-19, calculada como uma variável <i>dummy</i> que assume valor 1 no período de crise do COVID-19 e zero, caso contrário.	Krieger, Mauck e Pruitt (2021).
Size	Tamanho	Medida do tamanho da empresa calculada como logaritmo natural dos ativos totais.	Deng et ai. (2017); He et. al. (2017); Liu e Espahbodi (2014); Rampershad e Villiers (2018); Rodrigues et. al. (2014); Saona e Muro (2017); Tong e Miao (2011); Welker et ai. (2017).
ROA	Lucratividade	Medida de lucratividade calculada como a razão entre lucro líquido e ativo total.	Deng et ai. (2017); Liu e Espahbodi (2014); Rampershad e Villiers (2018); Smith e Pennathur (2017); Tong e Miao (2011); Welker et ai. (2017).
Lev	Alavancagem	Medida de alavancagem calculada como a razão entre dívida total e ativo total.	Deng et ai. (2017); Lawson e Wang (2015); Liu e Espahbodi (2014); Rodrigues et. al. (2014); Welker et al. (2017).
Tang	Tangibilidade	Medida de tangibilidade calculada como a razão entre	Al-Jaifi (2017).

		ativo imobilizado líquido e ativo total.	
<i>Growth</i>	Crescimento	Medida do crescimento das vendas calculada como a variação das vendas líquidas.	He et. al. (2017); Lawson e Wang (2015); Rampershad e Villiers (2018); Rodrigues et. al. (2014); Sirait e Siregar (2014); Tang e Miao (2011).
<i>OPCF</i>	Fluxo de caixa operacional	Razão entre fluxo de caixa das atividades operacionais e o ativo total.	He et. al. (2017); Pathak e Ranajee (2018).
<i>Big</i>	<i>Big Four</i>	Medida de qualidade da auditoria, calculada como uma variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se a firma for auditada por uma auditoria Big 4 (PwC, KPMG, EY ou Deloitte) e zero, caso contrário.	He et. al. (2017); Lawson e Wang (2015).
<i>Loss</i>	Perda	Medida de perda líquida calculada como uma variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se a empresa reportou lucro líquido negativo e zero, caso contrário.	Ali e Zhang (2015); Lawson e Wang (2015); Rampershad e Villiers (2018); Sirait e Siregar (2014); Tong e Miao (2011).
<i>Conc</i>	Concentração de propriedade	Medida de concentração de propriedade calculada como 1 - <i>free float</i> de ações com direito a voto.	Dalmácio e Corrar (2007).

3.3 Especificação de Regressão

Esta pesquisa analisa o papel moderador do pagamento de dividendos na relação entre a crise da COVID-19 e o gerenciamento de resultados, por meio da aplicação de regressões por Método dos Momentos Generalizados (SYS-GMM) devido à relação endógena entre o pagamento de dividendos e o gerenciamento de resultados. Dados os *Accruals* Discricionários Absolutos (*DA*), como variável dependente, é proposto o seguinte modelo:

$$DA_{ij} = \alpha_{ij} + \beta_{1ij}Payout_{ij} + \beta_{2ij}Covid_{ij} + \beta_{3ij}Payout \times Covid_{ij} + \sum_{i=4}^n Controls_{ij} + e_{ij} \quad (02)$$

onde: DA_{ij} representa a variável dependente de *Accruals* Discricionários Absolutos da firma i no ano j . *Payout* representa a variável independente de *payout* na empresa i no ano j . *Covid* representa a *dummy* da crise covid na empresa i no ano j . Por fim, o termo de interação entre *Payout* e *Covid* captura o efeito do pagamento de dividendos na relação entre a crise do COVID-19 e o gerenciamento de resultados, a fim de testar a Hipótese H1.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Resultados e análises da regressão

Com o objetivo de testar nossa Hipótese H1, que prevê que os pagamentos de dividendos desempenham um papel na redução da prática de gerenciamento de resultados durante a crise do COVID-19, regredimos o valor

absoluto dos *accruals* discricionários sobre o pagamento de dividendos. Os resultados são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4

Influência do *Payout* no Gerenciamento de Resultados (DA) durante a crise do COVID-19.

Variável dependente	DA
<i>Payout</i>	-0,001 (0,001)
<i>Covid</i>	0,013*** (0,004)
<i>Payout x Covid</i>	-0,007*** (0,001)
<i>ROA</i>	-0,0319 (0,058)
<i>Loss</i>	-0,002 (0,005)
<i>Big</i>	-0,002 (0,009)
<i>Size</i>	0,001 (0,011)
<i>Lev</i>	0,010 (0,028)
<i>Tang</i>	-0,062** (0,029)
<i>Growth</i>	0,015** (0,006)
<i>OPCF</i>	-0,009 (0,064)
<i>Conc</i>	-0,004 (0,013)
<i>Constante</i>	0,0287 (0,247)
Observações	1,832
Wald chi ²	104,72***
Teste de Arellano-Bond	-4,622***
Teste Sargan	59,484

Erros-padrão reportados em parênteses.
Nota: *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1% (bicaudal), respectivamente

Os resultados da Tabela 4 mostram que o período de COVID-19 influencia na prática de gerenciamento de resultados, tendo em vista que a variável *Covid* apresenta sinal positivo, bem como é significativa ao nível de 1%. Essa constatação corrobora com Lassoued e Khanchel (2021), que mostraram que as empresas europeias tenderam a gerenciar mais os resultados durante o COVID-19 do que em comparação com o período anterior.

Embora a variável *Payout* não tenha apresentado coeficiente significativo, a variável de interação *Payout x Covid* possui coeficiente significativo e negativo. Isso indica que, durante a pandemia de COVID-19, o pagamento de dividendos pode reduzir as práticas de gerenciamento de resultados nas empresas analisadas. Assim, evita-se a expropriação de recursos corporativos para

interesses próprios dos gestores, tendo em vista que o valor pago aos acionistas não pode ser usado para práticas oportunistas (Deng et al., 2017; Easterbrook 1984; Jensen 1986; Pinkowitz et al., 2006), sinalizando, assim, a credibilidade dos lucros reportados, que precisam ser suportados por fluxos de caixa subjacentes para fornecer pagamentos de dividendos consistentes (Amar et al., 2018; Rampershad & Villiers, 2018; Tong & Miao, 2011).

Essa constatação corrobora com a hipótese de pesquisa e fornece evidências de que o pagamento de dividendos pode atuar como um substituto para outros mecanismos de governança corporativa em momentos de crise, reduzindo as práticas de gerenciamento de resultados e aumentando a qualidade dos relatórios financeiros para diversos *stakeholders* (Rampershad & Villiers, 2019; Sawicki, 2009).

Em relação às variáveis de controle, os resultados mostram que o coeficiente de tangibilidade (*Tang*) é negativo e significativo, ou seja, os retornos de ativos tangíveis são mais fáceis de se observar, levando a níveis mais baixos de assimetria de informação (Al-Jaifi, 2017; Munisi et al., 2014). Adicionalmente, evidencia-se uma relação positiva e significativa entre crescimento (*Growth*) e *Accruals* Discricionários Absolutos (*DA*). Logo, empresas em crescimento tendem a apresentar maiores níveis de gerenciamento de resultados (Burgstahler et al., 2006).

As demais variáveis de controle não apresentaram coeficientes significativos, indicando que lucratividade (*ROA*), alavancagem (*Lev*), fluxo de caixa operacional (*OPCF*), perdas (*Loss*) e concentração acionária (*Conc*) não reduzem as práticas de gerenciamento de resultados na amostra analisada. Além disso, não há evidências de que grandes empresas de auditoria (*Big*) reduzam a propensão das empresas a se envolverem em práticas de gerenciamento de resultados (Francis & Wang, 2008), uma vez que o coeficiente não é significativo. Uma explicação para essa não significância pode ser atribuída ao grande número de firmas brasileiras (aproximadamente 75%) que são auditadas por *big four*, reduzindo a variabilidade do modelo para capturar essa relação.

4.2 Análise Adicional

Para melhor compreender o papel do *payout* na prática de gerenciamento de resultados durante a crise do COVID-19, realizamos testes adicionais para verificar a influência de empresas que pagam elevados níveis de dividendos (*Big Div*) e persistência de dividendos nos *accruals* absolutos discricionários. Os resultados são relatados nas Tabelas 5 e 6, respectivamente.

Tabela 5

Influência dos níveis elevados de Dividendos (*Big Div*) no Gerenciamento de Resultados (*DA*) durante a crise do COVID-19.

Variável dependente	DA
<i>Big Div</i>	-0,007** (0,003)
<i>Covid</i>	0,019*** (0,006)
<i>Big Div</i> x <i>Covid</i>	-0,016**

	(0,008)
ROA	-0,030 (0,059)
Loss	-0,004 (0,005)
Big	-0,003 (0,009)
Size	0,001 (0,011)
Lev	0,0127 (0,029)
Tang	-0,066** (0,031)
Growth	0,015** (0,006)
OPCF	-0,025 (0,063)
Conc	-0,004 (0,0131)
Constante	0,056 (0,250)
Observações	1,832
Wald chi ²	37,60***
Teste de Arellano-Bond	4,711***
Teste Sargan	58,553

Erros-padrão reportados em parênteses. Nota: *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1% (bicaudal), respectivamente

Os resultados da Tabela 5 mostram que níveis elevados de dividendos (*Big Div*) desempenham um papel na minimização de conflitos de agência ao reduzir o nível de gerenciamento de resultados, tendo em vista o coeficiente negativo e significativo ao nível de 5%. Esses resultados corroboram estudos anteriores que evidenciam que as empresas que pagam elevados níveis de dividendos são menos propensas a se envolver em práticas de gerenciamento de resultados (Deng et al., 2017; Pinkowitz et al., 2006; He et al., 2017).

Os altos níveis de pagamentos de dividendos poderiam ser atribuídos a uma forma de exceder o nível obrigatório, desempenhando um papel na minimização de conflitos de agência, uma vez que níveis mais altos de dividendos pagos aos acionistas fornecem menos oportunidades de expropriação de recursos por parte dos gestores (Pinkowitz et al., 2016; Rampershad & Villiers, 2018). Isso ocorre tendo em vista que empresas pagadoras de altos níveis de dividendos certamente são sustentadas por caixa, que é menos provável que venha de lucros gerenciados que não possuem uma forte base de caixa (Tong & Miao, 2011).

Em relação à variável *Covid*, os resultados mostram um coeficiente positivo, indicando que, durante o período da COVID-19, as firmas estão mais propensas a praticar gerenciamento de resultados. Esse achado corrobora o nosso resultado da Tabela 4, bem como com o estudo de Lassoued e Khanchel (2021). Quando analisamos a interação *Big Div* x *Covid*, os resultados mostram que empresas pagadoras de altos níveis de dividendos têm maior (menor) qualidade de lucro

(gerenciamento de resultados) do que empresas que distribuem baixos níveis de dividendos ou não pagam dividendos.

A Tabela 6 apresenta os resultados do impacto da persistência dos dividendos nas práticas de gerenciamento de resultados durante a crise do COVID-19.

Tabela 6

Influência da persistência de dividendos no Gerenciamento de Resultados (DA) durante a crise do COVID-19.

Variável dependente	DA
<i>Persistence</i>	-0,004 (0,009)
<i>Covid</i>	0,017 (0,021)
<i>Persistence x Covid</i>	-0,005 (0,022)
<i>ROA</i>	-0,023 (0,074)
<i>Loss</i>	0,028*** (0,010)
<i>Big</i>	0,008 (0,014)
<i>Size</i>	0,002 (0,011)
<i>Lev</i>	0,001 (0,055)
<i>Tang</i>	-0,012 (0,044)
<i>Growth</i>	0,026** (0,011)
<i>OPCF</i>	-0,067 (0,104)
<i>Conc</i>	0,008 (0,027)
<i>Constante</i>	-0,001 (0,254)
Observações	873
Wald chi ²	37,52***
Teste de Arellano-Bond	-2,977***
Teste Sargan	54,389

Erros-padrão reportados em parênteses. Nota: *, ** e *** indicam significância nos níveis de 10%, 5% e 1% (bicaudal), respectivamente

Em relação à persistência dos dividendos, os resultados apresentados na Tabela 6 não forneceram coeficientes significativos para as nossas variáveis de interesse. Nesse sentido, para as empresas brasileiras analisadas, a persistência de

dividendos não parece influenciar nas práticas de gerenciamento de resultados, nem em tempos de crise, como é o caso da COVID-19.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sob a ótica de que a política de dividendos pode atuar como um mecanismo substituto de governança corporativa em períodos de crise, este artigo examinou se o pagamento de dividendos pode mitigar a influência da crise da COVID-19 na prática de gerenciamento de resultados. Para tanto, foi utilizada uma amostra de 264 empresas brasileiras de capital aberto durante o período de 2010 a 2021, aplicando-se regressões SYS-GMM, devido à relação endógena entre pagamento de dividendos e gerenciamento de resultados.

Os principais resultados indicam que, embora as empresas estejam mais propensas a se envolverem em práticas de gerenciamento de resultados durante o período da COVID-19, o nível de distribuição de dividendos (*payout*) pode mitigar essa influência no nível de gerenciamento de resultados, corroborando com a hipótese de pesquisa. Portanto, o pagamento de dividendos pode ser visto como um mecanismo substituto de governança corporativa em períodos de crise, possibilitando a redução da ocorrência de práticas de gerenciamento de resultados.

Análises adicionais também suportam essa perspectiva, mostrando que elevados níveis de dividendos desempenham um papel na minimização de conflitos de agência ao reduzirem o nível de gerenciamento de resultados. Nesse sentido, a visão de que o pagamento de dividendos sobre lucros gerenciados, que não sejam suportados por fluxos de caixa subjacentes, não se mostra sustentável ao longo dos anos explica os achados da presente pesquisa. Sob essa ótica, empresas com maiores índices de pagamento de dividendos (*payout*) tendem a apresentar níveis mais baixos de gerenciamento de resultados em períodos de crise, uma vez que os gestores precisarão de fluxo de caixa real para o pagamento de dividendos.

Assim, os resultados contribuem para a literatura sobre política de dividendos e gerenciamento de resultados, proporcionando um melhor entendimento sobre a influência dos dividendos nas práticas de gerenciamento de resultados em períodos de crise financeira, especialmente durante a pandemia da COVID-19. Além disso, também traz *insights* sobre como as empresas podem usar a política de dividendos como um mecanismo substituto de governança corporativa para manter ou estabelecer a sua reputação em períodos de crises financeiras, beneficiando investidores, conselhos, credores, analistas financeiros e reguladores, devido ao aumento da qualidade da informação contábil.

Por fim, sugere-se que estudos futuros examinem outros efeitos moderadores que possam explicar o comportamento do gerenciamento de resultados durante períodos de crise, como o risco de *crash* do preço das ações, poder do CEO ou outras características idiossincráticas do CEO, como traços de personalidade. Além disso, pesquisas futuras também podem expandir as análises para outros países relacionados e considerar outras proxies para a qualidade dos lucros, como forma de verificar as semelhanças e diferenças em relação aos achados do nosso estudo.

REFERÊNCIAS

- Al-Jaifi, H. A. (2017). Ownership Concentration, Earnings Management and Stock Market Liquidity: Evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(3), 1-32. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2016-0139>
- Amar, A. B., Salah, O. B., & Jarboui, A. (2018). Do discretionary accruals affect firms' corporate dividend policy? Evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(2), 333-347. <https://doi.org/10.1108/JFRA-03-2017-0020>
- Asquith, P., & Mullins, D. W. Jr. (1986). Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues. *Financial Management*, 15(3), 27-44. <https://doi.org/10.2307/3664842>
- Bao, S. R., Lewellyn, K. B. (2017). Ownership structure and earnings management in emerging markets - An institutionalized agency perspective. *International Business Review*, 26(5), 828-838. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.02.002>
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968-979. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004>
- Brasil. (1976). Law No 6.404 of December 15, 1976. pp. 1-120, Available at: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/subportal_ingles/menu/investors/anexos/Law-6.404-ing.pdf (accessed 25 January 2020).
- Burgstahler, D., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.983>
- Callen, J. L., Robb, S. W. G., & Segal, D. (2008). Revenue Manipulation and Restatements by Loss Firms. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 27(2), 1-29. <https://doi.org/10.2308/aud.2008.27.2.1>
- Chen, J. J., & Zhang, H. (2014). The Impact of the Corporate Governance Code on Earnings Management – Evidence from Chinese Listed Companies. *European Financial Management*, 20(3), 596-632. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2012.00648.x>
- Chen, S., Shevlin, T., & Tong, Y. (2007). Does the pricing of financial reporting quality change around dividend changes? *Journal of Accounting Research*, 45(1), 1-40. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00225.x>
- Dalmácio, F., & Corrar, L. (2007). 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*, 1(1), 17-30. <https://doi.org/10.11606/rco.v1i1.34694>

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Deng, L., Li, S., & Liao, M. (2017). Dividends and earnings quality: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 48, pp. 255-268. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.12.011>
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659. <https://www.jstor.org/stable/1805130>
- Francis, J. R., & Wang, D. (2008). The joint effect of investor protection and Big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 157-191. <https://doi.org/10.1506/car.25.1.6>
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 1(36), 3-30.
- Gomes, P. H. C. P. N., Takamatsu, R. T., & Machado, E. A. (2015). Determinantes da Política de Remuneração do Capital Próprio: Dividendos versus Juros sobre Capital Próprio. *REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 5(2), 62-85. <https://doi.org/10.18696/reunir.v5i2.278>
- González, S. J., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440. Doi: 10.1007/s10551-013-1700-8
- Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A. J. C., & Nossa, V. (2010). Um Estudo sobre a Relação entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(3), 15-48. Recuperado de <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/963>.
- He, W., Ng, L., Zaiats, N., & Zhang, B. (2017). Dividend Policy and Earnings Management Across Countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 267-286. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.014>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters*, 42, 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
- Larcker, D. F., & Richardson, S. A. (2004). Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting Research*, 42(3), 625-658. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.t01-1-00143.x>
- Lassoued, N., & Khanchel, I. (2021). Impact of COVID-19 Pandemic on Earnings Management: An Evidence from Financial Reporting in European Firms. *Global Business Review*, 0(0). <https://doi.org/10.1177/09721509211053491>
- Lawson, B. P., & Wang, D. (2016). The Earnings Quality Information Content of Dividend Policies and Audit Pricing. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1685-1719. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12179>
- Lee, B. B., & Vetter, W. (2015). Critical Evaluation of Accrual Models in Earnings Management Studies. *Journal of Accounting and Finance*, 15(1), 62-72.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Liu, N., & Espahbodi, R. (2014). Does Dividend Policy Drive Earnings Smoothing? *Accounting Horizons*, 28(3), 501-528. <https://doi.org/10.2308/acch-50764>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 21(6), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Machuga, S., & Teitel, K. (2007). The effects of the Mexican Corporate Governance Code on quality of earnings and its components. *Journal of International Accounting Research*, 6(1), 37-55. <https://doi.org/10.2308/jiar.2007.6.1.37>
- Martins, T. C., & Novaes, W. (2012). Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 953-967. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002>
- Martins, O. S., Sousa, R. A. M. D., & Girão, L. F. D. A. P. (2022). Persistência dos dividendos e gerenciamento de resultados em mercados emergentes. *Revista Contabilidade & Finanças*, 33, 130-149.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://www.jstor.org/stable/2351143>

- Munisi, G., Hermes, N., & Randoy, T. (2014). Corporate boards and ownership structure: Evidence from Sub-Saharan Africa. *International Business Review*, 23(4), 785–796. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.12.001>
- O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41, 673–690.
- Oliveira, A.M., Modena, J. L. (2022). COVID-19 em países da América Latina: Análise da influência da pandemia sobre Gerenciamento de Resultados em companhias de capital aberto. 22º USP International Conference in Accounting. São Paulo, julho de 2022. Available in: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3966.pdf>
- Pathak, R. (2020). Earnings quality and corporate payout policy linkages: An Indian context. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 100855. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.10.003>
- Pelucio-Grecco, M. C., Geron, C. M. S., Grecco, G. B., & Lima, J. P. C. (2014). The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. *Emerging Markets Review*, 21, 42–66. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.07.001>
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>
- Rampershad, A., Villiers, C. (2019). The Association Between Dividends and Accruals Quality. *Australian Accounting Review*, 29(1), 20-35. <https://doi.org/10.1111/auar.12215>
- Rathke, A. A. T., Santana, V. F., Lourenço, I. M. E. C., & Dalmácio, F. Z. (2016). International Financial Reporting Standards and Earnings Management in Latin America. *Revista de Administração Contemporânea*, 20(3), 368-388. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2016140035>
- Rayburn, J. (1986). The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns. *Journal of Accounting Research*, 24, 112-133. <https://doi.org/10.2307/2490732>
- Rodrigues, H. S. Sob°, Rodrigues, H. S., & Sarlo, A. Neto. (2014). 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*, 11(24), 3-24.
- Saona, P., & Muro, L. (2018). Firm- and Country-Level Attributes as Determinants of Earnings Management: an Analysis for Latin American Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2736-2764. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1410127>

- Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *The European Journal of Finance*, 15(2), 211-230. <https://doi.org/10.1080/13518470802604440>
- Sirait, F., & Siregar, S. V. (2014). Dividend Payment and Earnings Quality: Evidence from Indonesia. *International Journal of Accounting and Information Management*, 22(2), 103-117. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2013-0034>
- Skinner, D. J., & Soltis, E. F. (2011). What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1-28.
- Smith, D. D., & Pennathur, A. K. (2019). Signaling Versus Free Cash Flow Theory: What Does Earnings Management Reveal About Dividend Initiation? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(2), 284-308. <https://doi.org/10.1177/0148558X17724051>
- Sousa, E. F., Sousa, A. F. & Demonier, G. B. (2016). Adoção das IFRS no Brasil: Efeitos no Conservadorismo Contábil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 10(2), 136-147. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v10i2.1290>
- Tong, Y. H., & Miao, B. (2011). Are Dividends Associated with the Quality of Earnings? *Accounting Horizons*, 25(1), 183-205. <https://doi.org/10.2308/acch.2011.25.1.183>
- Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does income smoothing improve earnings informativeness? *The Accounting Review*, 81(1), 251-270. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.1.251>
- Velez-Pareja, I., & Benavides-Franco, J. (2011). Cost of Capital when Dividends are Deductible. *Brazilian Review of Finance*, 9(3), 309-334.
- Welker, M., Ye, K., & Zhang, N. (2017). (Un)intended Consequences of a Mandatory Dividend Payout Regulation for Earnings Management: Evidence from a Natural Experiment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(4), 510-535. <https://doi.org/10.1177/0148558X16689654>
- Xiao, H., & Xi, J. (2021). The COVID-19 and earnings management: China's evidence. *Journal of Accounting and Taxation*, 13(2), 59-77. <https://doi.org/10.5897/JAT2020.0436>.
- Zani, J., Leites, E. T., Macagnan, C. B. M., & Portal, M. T. (2014). Interest on equity and capital structure in the Brazilian context. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 39-53. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2011-0068>

APÊNDICE

Apêndice A

Matriz de Correlação de Spearman

Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) DA	1,000											
(2) Payout	-0,046	1,000										
(3) Covid	0,078	-0,023	1,000									
(4) ROA	0,117	0,500	0,078	1,000								
(5) Loss	0,005	-0,597	-0,039	-0,718	1,000							
(6) Big	-0,034	0,240	-0,051	0,120	-0,121	1,000						
(7) Size	-0,122	0,279	0,089	0,020	-0,133	0,437	1,000					
(8) Lev	-0,012	-0,016	0,009	-0,253	0,116	0,204	0,378	1,000				
(9) Tang	-0,061	-0,081	-0,025	-0,111	0,060	-0,114	-0,057	0,110	1,000			
(10) Growth	0,082	0,115	0,119	0,262	-0,216	0,047	0,080	0,035	0,072	1,000		
(11) OPCF	0,016	0,344	-0,002	0,465	-0,304	0,157	0,103	-0,041	0,067	0,044	1,000	
(12) Conc	0,097	-0,028	0,116	0,007	-0,027	-0,147	-0,153	-0,039	0,013	-0,016	-0,006	1,000

Notas. Os coeficientes em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Fonte: Elaboração própria.

CONTRIBUIÇÕES DOS AUTORES

Contribuição	Yuri Gomes Paiva Azevedo	Júlia Peres Tortoli	Lívia Maria Lopes Stanzani	Luiz Eduardo Gaio
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	✓	✓	✓	✓
2. Definição do problema de pesquisa	✓	✓	✓	✓
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	✓	✓	✓	
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	✓	✓	✓	✓
5. Coleta de dados	✓	✓		✓
6. Análises e interpretações dos dados coletados	✓	✓	✓	
7. Conclusões da pesquisa	✓	✓	✓	
8. Revisão crítica do manuscrito	✓	✓	✓	✓
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista	✓	✓	✓	
10. Orientação				✓