
O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS REFLETE A QUALIDADE DOS LUCROS? EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Flávia Ferreira Marques Bernardino¹

Marcelo Tavares²

Pablo Rogers³

Patrícia de Souza Costa⁴

▪ Artigo recebido em: 09/05/2022 ▪ Artigo aceito em: 31/08/2023 ▪▪ Segunda versão aceita em: 20/12/2023

RESUMO

Utilizando dados em painel (efeitos fixos e aleatórios), o presente estudo examina a associação entre os pagamentos de dividendos e a qualidade dos lucros das companhias abertas brasileiras no período de 2010 a 2019. Para capturar essa qualidade, foram considerados a persistência dos ganhos, o conteúdo informacional dos lucros por meio do coeficiente de resposta aos lucros e a qualidade dos *accruals*, utilizando a informação dos *accruals* discricionários e o modelo modificado de Jones (1991). Quanto aos dividendos, optou-se por testar, em cada modelo, o dividendo *yield* e o fato de se pagar dividendos acima do mínimo obrigatório. Diferentemente dos achados em mercados mais desenvolvidos, os resultados empíricos dos três modelos aplicados sugerem que, no mercado brasileiro, o pagamento de dividendos não indica necessariamente maior qualidade dos lucros. Esses resultados reforçam o entendimento de que o ambiente institucional brasileiro, com sua legislação específica sobre dividendos,

¹ Doutora em Ciências Contábeis pela FACIC/UFU, professora no IFTM - Instituto Federal do Triângulo Mineiro, Campus Uberlândia Centro. Endereço: Rua Blanche Galassi nº 150 – Altamira, CEP: 38.411-104, Uberlândia/MG. Telefone: (34) 3221-4800. E-mail: flaviamarques@iftm.edu.br.

ORCID <https://orcid.org/0000-0003-3257-0035>

² Doutor em Agronomia pela Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, professor na Faculdade de Matemática (FAMAT) da Universidade Federal de Uberlândia. Endereço: Avenida João Naves de Ávila nº 2121 – Santa Mônica, CEP: 38.400-902, Uberlândia/MG. E-mail: mtavares@ufu.br. Telefone: (34) 3239-4360. <https://orcid.org/0000-0003-3008-3460>

³ Doutor em Administração pela Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP), professor da área de finanças e econometria da Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da Universidade Federal de Uberlândia. Endereço: Avenida João Naves de Ávila nº 2121 – Santa Monica, CEP: 38.408-100, Uberlândia/MG. E-mail: pablrorogers@ufu.br. Telefone: (34) 3230-9473. <https://orcid.org/0000-0002-0093-3834>

⁴ Doutora em Ciências pela Universidade de São Paulo (USP), professora da Faculdade de Ciências Contábeis (FACIC) da Universidade Federal de Uberlândia. Endereço: Avenida João Naves de Ávila nº 2121 – Santa Mônica, CEP: 38.400-902, Uberlândia/MG. E-mail: patricia.costa@ufu.br. Telefone: (34) 3230-9474. <https://orcid.org/0000-0001-5087-1419>

Editor responsável pela aprovação do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar

Editor responsável pela edição final do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar

pode afetar a relação entre o pagamento de dividendos e a qualidade dos lucros reportados.

Palavras-Chave: *Accruals* Discricionários. Dividendos. Gerenciamento de Resultados. Qualidade dos Lucros.

DOES THE PAYMENT OF DIVIDENDS REFLECT THE QUALITY OF PROFITS? EMPIRICAL EVIDENCE FROM BRAZILIAN PUBLIC COMPANIES

ABSTRACT

Using panel data analysis (fixed and random effects) as an econometric technique, this study examines the relationship between dividend disbursements and the caliber of earnings of Brazilian public businesses from 2010 to 2019. The modified Jones (1991) model and data from discretionary accruals were used to analyze the quality of accruals, the persistence of earnings, and the informative value of earnings using the earnings response coefficient. Tests of dividend yield and the act of paying out dividends beyond the required minimum in each model were used to assess dividends. The empirical results of the three models that were used indicate that, in the Brazilian market, dividend disbursements do not always imply a greater quality of earnings, in contrast to findings in more developed markets. These results support the idea that the relationship between dividend payments and the caliber of reported earnings might be influenced by Brazil's distinct institutional context, which includes its particular dividend laws.

Keywords: Dividends. Discretionary Accruals. Earnings Management. Earnings Quality.

1 INTRODUÇÃO

O lucro é um parâmetro fundamental nas decisões dos investidores, que frequentemente recorrem a ele para avaliar a capacidade de geração de resultados e dos fluxos futuros de caixa, ou seja, o desempenho da organização. Contudo, não é o único parâmetro utilizado. O investidor também é atraído pela distribuição de dividendos, de forma a se beneficiar da expectativa de crescimento e retornos anormais. A hipótese do conteúdo informacional dos dividendos pressupõe que as decisões sobre a distribuição de dividendos pelos gestores transmitem informações ao mercado tanto sobre os fluxos de caixa das empresas quanto sobre seus resultados futuros (Modigliani & Miller, 1959; Miller & Modigliani, 1961; Watts, 1973; Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985; Nguyen & Bui, 2019).

Desde então, tem-se discutido se as mudanças na política de distribuição de dividendos são seguidas por mudanças na mesma direção nos lucros e nos preços das ações, referindo-se à relação entre dividendos e lucros futuros. Um *corpus* de pesquisa (Caskey & Hanlon, 2005; Tong & Miao, 2011; Skinner & Soltes, 2011; Liu & Espahbodi, 2014; Deng, Li, & Liao, 2017) tem buscado relacionar o

pagamento de dividendos à qualidade dos lucros reportados, uma vez que essa qualidade é, segundo Dechow & Schrand (2004), um adequado indicador do desempenho operacional futuro e uma medida útil da avaliação da empresa.

Os resultados de estudos sobre a qualidade dos lucros são inconsistentes ou divergentes, dependendo do contexto e das proxies utilizadas para a mensuração. Por exemplo, Hanlon, Myers e Shevlin (2007), Skinner e Soltes (2011), Tong e Miao (2011) e Caskey e Halon (2013), utilizando amostras de empresas de países desenvolvidos, apontam que empresas pagadoras de dividendos têm melhor qualidade dos lucros que as não pagadoras. Liu e Espahbodi (2014) encontraram que empresas pagadoras de dividendos engajam-se em mais suavizações de resultados do que aquelas não pagadoras, seja por meio de atividades reais seja de escolhas de *accruals*.

No entanto, com relação às pesquisas realizadas em países em desenvolvimento, os resultados mostraram-se inconsistentes e, por vezes, conflitantes. Martins, Sousa e Girão (2022) analisaram a relação entre a persistência no pagamento de dividendos e o gerenciamento de resultados em 20 países de mercados emergentes, no período de 2000 a 2016. Os resultados apontam que as empresas que distribuem mais dividendos possuem menor gerenciamento de resultados. Por outro lado, Hussain e Akbar (2022), analisando uma amostra de empresas chinesas, identificaram que, em empresas cujos pagamentos de dividendos são menores, ocorre maior gerenciamento dos seus resultados.

Deng *et al.* (2017) concluíram que os pagamentos de dividendos estão associados a ganhos mais persistentes, maior qualidade dos *accruals* e maior informatividade dos lucros, no mercado chinês. Por outro lado, Mousa e Desoky (2019) não encontraram associação entre o pagamento de dividendos e a qualidade dos lucros nas empresas egípcias. Nguyen e Bui (2019) apontaram que a qualidade dos lucros dos pagadores de dividendos é superior à dos não pagadores, em empresas listadas vietnamitas. Especificamente no Brasil, Rodrigues Sobrinho, Rodrigues e Sarlo Neto (2014) identificaram que as firmas pagadoras de dividendos não possuem menores níveis de gerenciamento de resultados, ou mesmo que não há relação entre pagamentos de dividendos e qualidade do lucro contábil.

Os diferentes resultados encontrados podem ser analisados com base no regime legal dos países analisados. Em um regime *common law*, como é o caso do mercado americano, há elevado nível de governança, as informações são úteis e confiáveis bem como existe uma forte proteção aos acionistas minoritários. Em um ambiente *code law*, como é o caso do mercado de capitais brasileiro, onde se configura fraca proteção legal e da governança corporativa, o fornecimento de informações é, basicamente, orientado para a satisfação das necessidades de credores e autoridades tributárias. Portanto, as diferentes características institucionais de cada país, tais como legislação e tributação, podem influenciá-la.

Nesse contexto, seria adequado que empresas de países em desenvolvimento transmitissem sua qualidade de governança por meio de sinais alternativos de credibilidade. Segundo Sawicki (2009), o pagamento de dividendos pode atuar como um substituto para os mecanismos de governança,

ou mesmo ser indicativo da qualidade do lucro contábil. Contudo, essa afirmativa ainda deve ser analisada com cautela. Prova disso é o recente caso de fraude envolvendo as Lojas Americanas, as quais solicitaram, no início do ano de 2023, um pedido de recuperação judicial, mesmo com um histórico de crescimento no pagamento de dividendos. A empresa citada distribuiu quase o dobro de dividendos em relação aos concorrentes nos últimos dez anos e, só nos três primeiros trimestres de 2022, distribuiu dividendos em torno de R\$ 333 milhões.

Diante do exposto, a presente pesquisa tem por objetivo examinar se o pagamento de dividendos fornece informações sobre a qualidade dos lucros no contexto do mercado acionário brasileiro. Por meio de análise de dados em painel, com efeitos fixos e aleatórios, compreendendo o período de 2010 a 2019, serão testadas duas hipóteses: se empresas pagadoras de dividendos apresentam lucros de melhor qualidade que as não pagadoras e se empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório possuem melhor qualidade dos lucros.

Busca-se, assim, ampliar o estudo de Rodrigues Sobrinho *et al.* (2014), seguindo Deng *et al.*, (2017), ao mensurar a qualidade de lucros por três proxies: persistência dos lucros, *accruals* anormais e coeficiente de resposta do lucro. A política de distribuição de dividendos será representada pelo dividendo *yield*.

A pesquisa realizada por Rodrigues Sobrinho *et al.* (2014) no Brasil utilizou apenas o gerenciamento de resultados como *proxy* para a qualidade dos lucros. No entanto, acredita-se que a análise de vários atributos dos lucros, como Tong e Miao (2011) e Deng *et al.* (2017), pode proporcionar maior robustez aos achados e ampliar o suporte à pesquisa empírica sobre o assunto. Além disso, estudar essa relação no contexto brasileiro torna-se relevante, uma vez que a política de distribuição de dividendos apresenta características particulares, como a interferência do sistema jurídico nacional (*code law*) na política de distribuição dos fluxos de caixa das empresas, por meio do dividendo mínimo legal (aspecto observado na segunda hipótese desta pesquisa).

Esta pesquisa justifica-se em função da carência de estudos sobre o assunto no contexto de países em desenvolvimento. He, Ng, Zaiats e Zhang (2017) acreditam que a relação entre a política de dividendos e o gerenciamento de resultados pode ser mais forte em países onde as medidas de proteção ao investidor minoritário sejam fracas. Isso porque haveria uma necessidade potencialmente mais forte de essas empresas transmitirem sua qualidade de governança por meio de sinais alternativos de credibilidade. Assim, é importante descobrir se os dividendos podem ser utilizados como indicador da qualidade dos lucros no Brasil, o que contribui com a literatura sobre o assunto.

Os resultados da presente pesquisa indicam que o pagamento de dividendos, por si só, não implica em maior qualidade dos lucros. Isso leva o investidor fundamentalista a ampliar sua análise para outros aspectos, como a suficiência do fluxo de caixa, para sustentar tais pagamentos a longo prazo. Além disso, acredita-se que essa relação poderia ser diferente se os gestores pagassem dividendos com o único propósito de transmitir informações verdadeiras para o mercado de ações.

A próxima seção traz uma revisão da literatura e as hipóteses de pesquisa. Na terceira seção são apresentados os procedimentos metodológicos. Na quarta seção estão os resultados do estudo e as análises realizadas. Na última seção, são tecidas as conclusões, à luz dos resultados obtidos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Política de Distribuição de Dividendos

O pagamento de dividendos, em geral, depende da política de distribuição de dividendos adotada pela empresa, bem como de diversos fatores, como fluxo de caixa disponível (Alli, Khan, & Ramirez, 1993; Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2005; Papadopoulos & Charalambidis, 2007; Chay & Suh, 2009), perspectivas de crescimento (Fama & French, 2001, Denis & Osobov, 2008), nível de endividamento e rentabilidade (Fernandez, 1988; Niekel, 1994; Naceur, Goaid, & Belanes, 2006).

A política de dividendos de uma empresa é uma decisão estratégica que reflete a escolha dos montantes a serem distribuídos e afeta os valores a serem retidos em caixa (Procianny & Poll, 1993; Vieira, 2001; Brav *et al.* 2005; Chay & Suh, 2009). Os gerentes geralmente optam por manter um fluxo constante de dividendos ao longo do tempo e relutam em aumentá-los, a menos que acreditem que os dividendos possam ser sustentados no novo nível proposto (Lintner, 1956).

Várias teorias foram desenvolvidas para explicar a política de dividendos. A teoria da relevância dos dividendos, conhecida como teoria do “pássaro na mão” (Lintner, 1956, 1962; Gordon, 1959), propôs que o valor de uma ação é afetado pelas expectativas de pagamento de dividendos futuros e que os acionistas preferem receber dividendos correntes, em detrimento de possíveis ganhos futuros de capital. Por outro lado, a teoria da irrelevância dos dividendos afirma que o valor de uma empresa é determinado pelos lucros produzidos por seus ativos, independentemente de como esses lucros são direcionados entre dividendos e lucros retidos (Miller & Modigliani, 1961). No entanto, essas teorias foram desenvolvidas considerando um cenário de mercados perfeitos.

A hipótese da sinalização, levantada por Pettit (1972), Batthacarya (1979) e Miller e Rock (1985), sugere que alterações nas políticas de dividendos tendem a influenciar no valor das ações, uma vez que as empresas utilizam a distribuição de dividendos como parte de sua política de financiamento. Segundo Watts (1973), os dividendos divulgam informações importantes sobre as perspectivas futuras de lucros da empresa, possuindo conteúdo informacional.

Do ponto de vista da teoria da agência, os dividendos pagos são meios pelos quais as empresas podem reduzir o nível de caixa livre, buscando minimizar a ação de gestores que podem gerenciar tais recursos pelos mais diversos motivos, bem como os custos com esse tipo de conflito (Jensen, 1986). Além de limitar o comportamento dos gestores, os dividendos podem ser empregados para transmitir o compromisso de uma empresa em agir no melhor interesse dos investidores externos e, assim, atenuar as preocupações da agência (Easterbrook,

1984; Jensen, 1986; Allen, Bernardo e Welch, 2000; La Porta *et al.*, 2000; Myers, 2000).

A distribuição de dividendos no Brasil é regulada pela Lei nº 6.404 (1976), que foi alterada pelas Leis nº 10.303 (2001) e Lei nº 11.638 (2007). Uma das particularidades dessa legislação é o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório, de 25% do lucro líquido do exercício ajustado, a ser entregue aos acionistas, quando o estatuto da companhia for omissivo sobre o assunto. Nesse sentido, a obrigatoriedade do dividendo mínimo funcionaria como um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários, garantindo uma remuneração mínima ao seu capital e impedindo o acionista controlador de reter a totalidade dos lucros (La Porta *et al.* 2000, Vancin & Procianny, 2016).

Além do dividendo mínimo obrigatório, a Lei nº 9.249 (1995) instituiu uma forma alternativa de distribuir resultados aos acionistas, denominada Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP). O JSCP é obtido ao se aplicar a taxa de juros de longo prazo sobre o patrimônio líquido da empresa. Os JSCP, líquido do seu valor de imposto de renda retido na fonte, podem ser utilizados como dedução do dividendo mínimo obrigatório (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2012).

2.2 Qualidade dos Lucros

Ganhos de qualidade devem refletir não somente o desempenho atual, mas funcionar como indicador da capacidade de esses ganhos se sustentarem no futuro, possibilitando a mensuração do valor da empresa (Dechow & Schrand, 2004). Para os autores citados, se o sistema de registros é eficiente, o lucro reportado apresenta alta qualidade, fornecendo informações úteis e auxiliando os usuários na tomada de decisão. Portanto, são preditores de fluxos futuros de dividendos, do valor das ações e da rentabilidade da empresa.

Contudo, a qualidade dos lucros não é diretamente observável, nem mesmo obtida por uma única medida, dependendo da utilização de *proxies* para mensurá-la (Ewert & Wagenhofer, 2012). A literatura empírica sobre qualidade dos lucros desenvolveu diversas medidas como *proxies* para mensurá-la (Schipper & Vincent, 2003; Dechow & Schrand, 2004; Francis, Olsson, & Schipper, 2006; Dechow, Ge, & Schrand, 2010). As principais medidas são os *accruals* discricionários, qualidade dos *accruals*, persistência dos lucros, respostas dos investidores ao lucro e indicadores externos que reflitam distorções nos lucros (Dechow *et al.*, 2010).

Os *accruals* podem ser classificados como normais e anormais, de acordo com o modelo de previsão dos *accruals* totais de Jones (1991). Quanto mais alta a ocorrência de *accruals* anormais, menor a qualidade dos lucros. Perotti e Wagenhofer (2014) afirmam que a literatura aponta a qualidade dos *accruals* como uma medida mais adequada do que as demais baseadas na contabilidade, por ser uma medida que mapeia as provisões de capital de giro para os fluxos de caixa passados, contemporâneos e futuros das operações. Assim, a qualidade do lucro será tanto maior quanto mais esse mapeamento explicar os *accruals* e quanto menor for o resíduo de uma regressão baseada nesses fluxos de caixa (Perotti & Wagenhofer, 2014).

Outros estudos, contudo, têm associado qualidade dos lucros com a persistência dos ganhos (Schipper & Vincent, 2003; Dechow & Schrand, 2004; Lustosa, Fernandes, Nunes, & Araujo Junior, 2010; Skinner & Soltes, 2011; Perotti & Wagenhofer, 2014). A persistência mede a extensão em que os ganhos atuais persistem ou repetem-se no futuro. Ela indica um processo de geração de resultados estável, sustentável e menos volátil, particularmente valorizado pelos investidores (Perotti & Wagenhofer, 2014).

Para Perotti e Wagenhofer (2014), a *value relevance*, medida pelo coeficiente de resposta ao lucro (CRL), também tem sido comumente utilizada para indicar a qualidade do lucro. Essa é uma medida baseada na reação do mercado, a qual permite que se avalie o valor patrimonial da companhia a partir dos lucros reportados. O CRL é o coeficiente de inclinação em uma regressão dos retornos de mercado sobre o lucro, às vezes aumentado por mudanças nos lucros ou pelo R^2 de tal regressão (Perotti & Wagenhofer, 2014).

2.3 Distribuição de Dividendos e a Qualidade dos Lucros

A literatura sobre dividendos aponta que, ao efetuar pagamentos de dividendos, os lucros estariam associados a menores incertezas sobre o fluxo de caixa livre esperado, o qual é controlado pela gestão, e isso diminuiria a possibilidade de comportamentos gerenciais oportunistas (Glassman, 2005). Dessa forma, a política de dividendos desempenha um papel crítico no aumento da confiança dos investidores, podendo, inclusive, minimizar o comportamento oportunista por meio do maior envolvimento dos investidores (Mousa & Desoky, 2019; Pathak & Ranajee, 2020). Por isso, a presente pesquisa parte do pressuposto de que gerentes das empresas pagadoras de dividendos teriam menos possibilidades de reportar lucros manipulados discricionariamente do que aqueles de empresas não pagadoras, refletindo um nível mais baixo de *accruals* discricionários, que é outra característica de maior qualidade dos lucros.

Acredita-se que pagamentos de dividendos tenham relação com a qualidade dos lucros por vários motivos. Primeiro, é necessário que exista um fluxo de caixa estável e confirmado, que é o principal determinante da tomada de decisão dos gestores em relação aos dividendos (Brav *et al.*, 2005; Chay & Suh, 2009). Esse fluxo de caixa estável poderia indicar ganhos mais persistentes, portanto de maior qualidade.

Além disso, sabe-se que investidores usam as informações transmitidas pelos dividendos como um seguro para a credibilidade dos lucros reportados e acreditam que os dividendos fornecem informações adicionais sobre o desempenho das empresas. Dessa forma, o retorno das ações dos pagadores de dividendos responderia mais às mudanças de lucros, sugerindo maior informatividade dos lucros dessas empresas.

Recentemente, começou-se a pesquisar se o pagamento de dividendos por si só, em vez de mudanças na política de distribuição, pode fornecer informações sobre a qualidade dos lucros reportados. Skinner e Soltes (2011) examinaram a relação entre os dividendos e a sustentabilidade dos lucros, investigando se as empresas americanas pagadoras de dividendos têm maior persistência de lucros do que as que não pagam dividendos. Seus resultados

apontam que os ganhos reportados por empresas pagadoras de dividendos são mais persistentes.

Tong e Miao (2011) fornecem evidências complementares para a questão, evidenciando que as empresas americanas pagadoras de dividendos apresentam ganhos mais relevantes em termos de valor e menores *accruals* discricionários. Para eles, essa associação é mais forte em empresas com pagamentos maiores de dividendos. Caskey e Hanlon (2013) descobriram que empresas com menor qualidade de lucro, medida por uma acusação de fraude na *Security Exchange Commission* - SEC, pagaram dividendos com menos frequência que as firmas não acusadas. Dechow *et al.* (2010) apontam que essa *proxy* pode não representar bem uma qualidade dos lucros, pois nem todas as empresas investigadas apresentam distorções intencionais.

Liu e Espahbodi (2014), por sua vez, observaram que empresas pagadoras de dividendos praticam maior suavização de resultados buscando reduzir as flutuações no índice de pagamento de dividendos. Seus resultados apontam, ainda, que tais empresas se engajam em mais gerenciamento de resultados do que as que não pagam dividendos, o que implicaria em menor qualidade dos lucros.

He *et al.* (2017) buscaram examinar a associação entre pagamento de dividendos e gerenciamento de resultados em empresas de 29 países, considerando as características institucionais do país e seu nível de transparência. Os resultados apontam que os pagadores de dividendos gerenciam menos do que os não pagadores e que essa evidência é mais forte em países com fraca proteção ao investidor e com pouca transparência.

Os estudos citados restringiram-se a pesquisar empresas de um mercado desenvolvido, também não testaram conjuntamente os vários atributos da qualidade dos lucros, para corroborar a hipótese de que empresas pagadoras de dividendos têm resultados de melhor qualidade que as não pagadoras.

Fora do contexto de países desenvolvidos, contudo, pesquisas têm apontado resultados controversos. Rodrigues Sobrinho *et al.* (2014) analisaram se o posicionamento das companhias abertas brasileiras em distribuir ou não dividendos em determinado período, fornece elementos que possam indicar melhor qualidade dos lucros reportados, mensurados pelo menor gerenciamento dos *accruals* discricionários. Os resultados por eles encontrados apontam que as firmas pagadoras de dividendos não possuem menores níveis de gerenciamento de resultados, ou mesmo que não há relação entre pagamentos de dividendos e qualidade do lucro contábil.

Deng *et al.* (2017), investigando a associação entre pagamento de dividendos e qualidade do lucro para empresas chinesas, concluíram que os pagamentos de dividendos estão associados a ganhos mais persistentes, maior qualidade dos *accruals* e maior informatividade dos lucros. Rampershad e Villiers (2019) analisaram se o *status* de pagamento de dividendos bem como seu vulto estão associados à qualidade dos *accruals*, portanto dos ganhos, no contexto da África do Sul. Suas conclusões apontam que as empresas pagadoras de mais dividendos apresentam melhor qualidade dos *accruals*.

Nguyen e Bui (2019), ao analisar a relação entre a política de dividendos e a qualidade dos lucros das companhias abertas vietnamitas, notaram que a qualidade dos lucros dos pagadores de dividendos é superior à dos não pagadores. Hussain e Akbar (2022) utilizaram o mercado chinês para analisar essa relação, porém restringiram a qualidade dos lucros ao aspecto de gerenciamento de resultados. A pesquisa deles aponta que os pagamentos de dividendos restringem o envolvimento dos gerentes nas práticas de gerenciamento de resultados. Contudo, quando fazem comparação entre grupos de grandes pagadores de dividendos e pequenos, observam que aqueles têm menor envolvimento com gerenciamento.

A controvérsia dos resultados poderia ser explicada, segundo He *et al.* (2017), pelo fato de as empresas não americanas não parecerem tão preocupadas com cortes de dividendos, indicando que a relação entre pagamento de dividendos e gerenciamento de resultados pode não persistir ou pode ser mais fraca fora do contexto americano. Por outro lado, tais autores acreditam que a fraca proteção do investidor e do acionista minoritário levaria a maior necessidade de essas empresas transmitirem sua qualidade por meios de sinais alternativos de credibilidade.

Considerando as teorias mencionadas e os achados dos estudos anteriores, formula-se a primeira hipótese de pesquisa:

H₁: Empresas que pagam dividendos apresentam melhor qualidade dos lucros.

A exigência de distribuição de dividendos pela legislação brasileira pode desconfigurar a distribuição de dividendos como uma decisão voluntária, portanto eles podem deixar de funcionar como sinalizador de informação sobre os lucros. Para Vancin e Procianoy (2016), apenas as empresas que pagam dividendos acima do valor mínimo têm o desejo de pagar, sinalizando ao mercado que essa decisão foi tomada com base em critérios próprios, não por obrigatoriedade. Diante disso, é interessante segregar as empresas que pagam apenas o dividendo mínimo daquelas que pagam acima desse valor, seja ele estabelecido no estatuto da empresa seja determinado na lei.

Assim, considerando a especificidade da política de distribuição de dividendos no Brasil, apontada por Vancin e Procianoy (2016), formula-se a segunda hipótese de pesquisa:

H₂: Empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório possuem melhor qualidade dos lucros.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Dados e Amostra

A amostra compreende companhias abertas brasileiras com ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão S. A. (B3 S.A), excluindo as instituições financeiras, em função da inviabilidade de se estimar os *accruals* pela métrica adotada. Os dados utilizados nesse estudo foram obtidos do *software* Economática® e referem-se às informações financeiras publicadas pelas referidas empresas no período de 2010 a 2019.

Tabela 1

Definição da amostra

Observações iniciais (354 firmas/ano)	3.540
(-) Empresas do Setor Financeiro (78 firmas/ano)	780
(-) Empresas com informações incompletas (131 firmas/ano)	1.310
(-) <i>Outliers</i>	<u>90</u>
(=) Amostra Final (136 firmas/ano)	1.360

Fonte: Elaborada pelos autores.

Da amostra inicial, foram excluídas empresas classificadas como pertencentes ao setor financeiro, uma vez que a forma com os dados são apresentados em seus relatórios inviabiliza a estimação dos *accruals*. Além disso, foram excluídas as empresas que não apresentavam dados completos para estimar os *accruals*, ou exigidos nos demais modelos de regressão utilizados. Optou-se pela retirada dos *outliers* (seção 3.3), ficando a amostra final composta por, aproximadamente, 136 empresas, em um painel balanceado nos dez anos estudados, perfazendo o total de 1.360 observações.

Após a seleção da amostra, identificou-se que algumas variáveis para estimar os modelos apresentaram uma quantidade muito pequena de *missings* (menos de 0,001%). Nesse sentido, optou-se por substituir os valores ausentes pelo vizinho mais próximo (i.e., utilizar o valor da variável da mesma empresa no ano anterior ou posterior). Assim como Deng *et al.* (2017), também se utilizou o processo de *winsorização* dos dados das variáveis contínuas a 1% em ambos os lados da distribuição, exceto a variável concentração de propriedade (CON), pois a análise dos gráficos *box-plot* não indicou necessidade. Para os modelos da equação (1), perde-se um ano de observações devido às variáveis independentes defasadas inseridas do lado direito. A escolha do período justificou-se em função de compreender o período de aplicação das diretrizes contábeis determinadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC (2010), o que torna as informações mais uniformes e a análise mais confiável.

3.2 Modelos Empregados

O presente artigo emprega os mesmos modelos conceituais utilizados por Deng *et al.* (2017) para testar a associação entre pagamento de dividendos e qualidade dos lucros. Esses modelos são consistentes com a hipótese informacional dos dividendos e espera-se que empresas que pagam mais dividendos tenham uma qualidade dos lucros maior. São empregadas três *proxies* diferentes para a qualidade dos lucros: (1) persistência dos ganhos, (2) informatividade dos ganhos e (3) qualidade dos *accruals*.

Para o pagamento dos dividendos, optou-se por utilizar três *proxies*: 1) o pagamento de dividendos, em valores contínuos, 2) uma *dummy* para identificar se a empresa pagou ou não dividendos no referido ano e 3) outra *dummy* para identificar se a empresa pagou ou não dividendos acima do limite legal de 25%.

O modelo da equação 1 refere-se à persistência dos ganhos (fluxos de caixa operacionais permanentes) e estima o impacto do pagamento de dividendos sobre essa *proxy* da qualidade dos lucros.

$$Earnings_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Earnings_{i,t-1} + \beta_2 \times Dividends_{i,t-1} + \beta_3 \times Earnings_{i,t-1} \times Dividends_{i,t-1} + e_{i,t} \quad (1)$$

Na equação 1, *Earnings* representa o lucro por ação, normalizado pelo preço da ação, e *Dividends* pode assumir três formas, em todos os modelos, cada qual estimada por uma equação diferente: (1.1) dividendo pago por ação normalizado pelo preço da ação (*divpay*); (1.2) igual a 1 se a empresa pagou dividendo no referido ano e 0 caso contrário (*d_div*); e (1.3) igual a 1 se a empresa pagou dividendo acima do limite legal (25%) no referido ano e 0 caso contrário (*divmaior*). A descrição das variáveis encontra-se na Tabela 1. Espera-se que β_1 seja positivo e β_3 , que reflete o efeito incremental do pagamento de dividendos, também seja positivo, sugerindo que o pagamento de dividendos aumenta a persistência dos ganhos.

A equação 2 traz o modelo que relaciona o pagamento de dividendos e a resposta dos investidores aos lucros, como uma *proxy* da qualidade dos lucros. Nesse modelo, pressupõe-se que, se os dividendos estão associados a melhor qualidade dos lucros, os investidores considerariam o pagamento de dividendos como informação adicional aos ganhos reportados, de modo que o retorno das ações respondesse mais à variação dos ganhos de empresas que pagam mais dividendos.

$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Earnings_{i,t} + \beta_2 \times \Delta Earnings_{i,t} + \beta_3 \times Dividends_{i,t} + \beta_4 \times \Delta Earnings_{i,t} \times Dividends_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

Nessa equação, *Ret* representa o retorno discreto anual (entre janeiro e dezembro) ajustado pela *performance* do mercado (modelo de mercado). Para tal ajuste, considerou-se o retorno do Ibovespa no mesmo período *t* e o beta da empresa calculado numa janela de 60 meses anteriores. Se os dividendos fornecem informações adicionais para os investidores, espera-se β_4 seja positivo.

O impacto do pagamento de dividendos sobre a última *proxy* da qualidade dos lucros é mensurado pelo modelo apresentado na equação 3.

$$ACCD_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Dividends_{i,t} + Controls_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

Nesse modelo, argumenta-se que os pagamentos de dividendos podem reduzir os fluxos de caixa livres e restringir comportamentos gerenciais oportunistas, assim a administração tem menos poder discricionário sobre os ganhos. Dessa forma, selecionou-se a qualidade dos *accruals* (ACCD) para captar essa discricionária. A associação esperada entre ACCD e *Dividends* é negativa (i.e., $\beta_1 < 0$). Buscando comprovar essa conjectura, se fez uso do modelo de Jones (1991) modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), para estimar a variável dependente ACCD, mencionada na equação 3:

$$ACCT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta RL_{i,t} - \Delta CR_{i,t}) + \beta_3 (PPE_{i,t}) + \beta_4 (ROA_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Nessa equação $ACCD_{i,t} = |\varepsilon_{i,t}|$ e cada uma das variáveis da equação 4 são normalizadas pelo valor total do ativo (AT) em *t-1*. RL representa a receita líquida; CR, contas a receber; PPE, o ativo imobilizado; e ROA, o retorno (lucro líquido) sobre o ativo. O valor de ACCT foi calculado a partir da equação 5:

$$ACCT_{i,t} = (\Delta AC_{i,t} - \Delta PC_{i,t} - \Delta Caixa_{i,t} + \Delta Dívidas_{i,t} - \Delta Depre_{i,t}) / AT_{i,t-1} \quad (5)$$

Onde, *AC* representa o ativo circulante; *PC*, o passivo circulante; *Caixa* é o valor das disponibilidades; *Dívidas* é o valor dos empréstimos e financiamentos; e *Depre* representa o valor das depreciações. Para cálculos dos *accruals* discricionários ($|\varepsilon_{i,t}|$) na equação 4, assim como em Deng *et al.* (2017), também se utilizou o *Ano* e o *Setor* como controle. As outras variáveis de controle (*Controls*), incluídas na equação 3 são evidenciadas na Tabela 2.

3.3 Descrição das Variáveis e dos Testes Aplicados

As variáveis usadas na pesquisa, testadas na literatura nacional e internacional estão definidas na Tabela 2.

Tabela 2

Definição das variáveis

Painel A - Variáveis dependentes: mensuração da qualidade dos lucros

Variável	Definição
Earnings	Mensura a persistência dos ganhos através do lucro por ação (LPA) normalizado pelo preço da ação (P) no mesmo período (i.e., LPA_t/P_t), conforme proposto na equação (1). Essa variável também é utilizada como variável independente na própria equação (1), de forma defasada, e na equação (2)
Ret	Representa do retorno anual discreto $[(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}]$ ajustado pelo modelo de mercado, ou seja, para uma empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> $Ret_{i,t} = [(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}] - \beta_{i,t} \times RM_t$, onde $\beta_{i,t}$ é o beta da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> calculado com base nos 60 meses anteriores e RM_t = retorno discreto do Ibovespa no período <i>t</i> . Essa variável é utilizada para estimar os modelos da equação (2).
ACCD	São os <i>accruals</i> discricionários estimados a partir do modelo modificado de Jones (1991), conforme as equações (4) e (5). A partir dos <i>accruals</i> totais calculados pela equação (5), utiliza-os como variável dependente da equação (4). O valores da variável ACCD são os resíduos absolutos (em módulo) da equação (4).

Painel B - Variáveis independentes: proxies para o pagamento dos dividendos (Dividends)

Variável	Definição
Divpay	Representa o <i>dividend payout</i> na sua forma contínua, normalizado pelo preço da ação (i.e., o valor do dividendos por ação dividido pelo preço da ação)
d_div	Variável <i>dummy</i> que identifica se houve pagamento de dividendos no referido ano, ou seja: igual a 1 se <i>dividend payout</i> > 0 ou igual a 0 caso contrário
Divmaior	Variável <i>dummy</i> que identifica se houve pagamento de dividendos acima do limite legal de 25% no referido ano, ou seja: igual a 1 se a empresa distribuiu no mínimo 25% dos lucros ou igual a 0 caso contrário

Painel C - Variáveis de controle: variáveis compiladas na sigla Controls na equação (3)

Variável	Definição
AT	Logaritmo natural do ativo total
ALAV	Alavancagem obtida pela divisão do capital de terceiros (PC + PNC) pelo total do Ativo.
ML	Margem líquida, que é a razão entre o lucro líquido e a receita líquida.
CON	Concentração das ações (valor entre 0 e 1) no maior acionista da empresa no período

GC	Dummy que identifica se a empresa participa do Novo Mercado ou Nível I de governança da B3 no ano corrente
PART	Dummy que identifica se a diretoria ou conselho de administração participou dos resultados da companhia no referido período
STK	Dummy que identifica se a empresa tem ou não programa de <i>stock options</i> para a diretoria ou conselho de administração no ano corrente
PER	Dummy que indica se a empresa obteve prejuízo no ano corrente, ou seja, se EBIT < 0 a variável toma o valor 1, caso contrário igual a 0.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em todos os modelos estimados, utilizou-se *dummies* temporais para controle do efeito do tempo. Não se utilizou a variável *Setor* como controle nos modelos das equações 1 e 2, diferente de Deng *et al.* (2017), pois, como será visto adiante, os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman direcionaram para modelos de efeitos fixos. Deng *et al.* (2017) fizeram uso de modelos *pooled*, desconsiderando a estrutura de painel dos dados. No caso do modelo da equação 3, os testes Breusch-Pagan, Chow e Hausman direcionaram para modelos de efeitos aleatórios, assim, se fez uso do controle por *Setor* nesses modelos.

Adicionalmente, como os testes Wooldridge e Wald rejeitaram a hipótese de ausência de autocorrelação serial de primeira ordem [AR(1)] e homoscedasticidade, respectivamente, utilizou-se de outros procedimentos para dar conta desses problemas no contexto dos dados em painel. No caso dos modelos de efeito fixos, utilizou-se o estimador de Prais-Winsten, o qual assume que os erros são heterocedásticos e autocorrelacionados [AR(1)]. E para os modelos de efeitos aleatórios, considerou-se o estimador GLS (*Generalized Least Squared*) com erros-padrão robustos.

A presença de multicolinearidade foi avaliada por meio do fator de inflação da variância (VIF) e não foram encontrados problemas (VIF>5) em nenhum dos modelos estimados. Vale ressaltar que todos os cálculos foram executados após a exclusão dos *outliers* multivariados, identificados a partir da estatística *dfits* para cada resíduo padronizado e o ponto de corte sugerido por Baum (2006), cujo critério reside em excluir observações com $|dfits| > 2(k/N)^{1/2}$, onde k = número de parâmetros do modelo e N = número de observações.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Inicialmente, realizou-se uma análise descritiva dos dados, cujos resultados constam da Tabela 3.

Tabela 3

Descrição das variáveis da pesquisa (amostra com outliers)

Variável	Média	Desvio	Coef. Var.(%)	Mín	Máx
Earnings	0,03	0,60	2000	-2,89	1,46
Ret (%)	7,43	47,66	641	-78,90	157,38
ACC	0,06	0,06	100	0,00	0,41
Divpay	0,03	0,05	167	0,00	0,21
d_div	0,70	0,46	66	0,00	1,00

Divmaior	0,76	0,42	55	0,00	1,00
ln(AT)	14,90	1,73	12	10,91	18,71
ALAV (%)	70,92	47,16	66	15,23	270,51
ML (%)	-1,30	33,47	-2575	-161,02	52,91
COM	0,46	0,26	57	0,00	1,00
GC	0,57	0,49	86	0,00	1,00
PART	0,37	0,48	130	0,00	1,00
STK	1,450	0,34	138	0,00	1,00
PER	1,450	0,13	262	0,00	1,00

Legenda: As variáveis são definidas na Tabela 1. ln indica o logaritmo natural. % indica que a variável foi coletada em porcentagem. No caso das variáveis *dummies* a média representa a frequência relativa (na forma unitária) da presença da característica.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se que, em geral, os dados são bastante heterogêneos entre si, com coeficientes de variação acima de 50% para praticamente todas as variáveis. O lucro por ação médio e a margem líquida das empresas constantes da amostra foram as variáveis com coeficientes de variação mais elevados. O valor médio do LPA e seu desvio padrão foram, respectivamente, de 0.03 e 0.6. Já a ML média das empresas foi de -1,3% com desvio padrão de 33,5%. Outra variável com elevada variação foi o retorno anual das ações, cujo valor médio foi de 7,43% e um desvio padrão de aproximadamente 48%. Apenas com relação ao tamanho foi observada certa homogeneidade entre as empresas da amostra, cujo coeficiente de variação é de apenas 12%.

A Tabela 4 apresenta a relação entre dividendos e qualidade dos lucros medida pela persistência dos ganhos. Os resultados apontam que a qualidade dos lucros não é influenciada de forma significativa pelo pagamento de dividendos, como demonstrado nos modelos que utilizam o dividendo *yield* e uma *dummy* para a variável dividendos, o que leva à rejeição parcial da hipótese 1. Contudo, a interação entre o pagamento de dividendos e os lucros do ano anterior revela que, ao contrário do esperado, o β_3 é negativo, indicando que o pagamento de dividendos não apresenta melhor qualidade dos lucros, medida pela persistência.

No modelo 1.3, que considera o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório, pode-se perceber que essa relação é positiva e significativa, indicando que essas empresas teriam melhor qualidade dos lucros, o que não permite rejeitar a hipótese 2. Assim, apenas quando se consideram as empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório, os achados dessa pesquisa corroboram os estudos de Skinner e Soltes (2011) bem como os de Deng *et al.* (2017).

Tabela 4

Parâmetros estimados e testes diagnósticos para os modelos da persistência dos ganhos ($Earnings_t$)

Variáveis	Modelo 1.1		Modelo 1.2		Modelo 1.3	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
$Earnings_{t-1}$	0,48***	0,05	0,60***	0,08	0,51***	0,07
$divpay_{t-1}$	0,02	0,20				

Earnings _{t-1} *divpay _{t-1}	-2,15***	0,64				
d_div _{t-1}			0,00	0,02		
Earnings _{t-1} *d_div _{t-1}			-0,30***	0,09		
divmaior _{t-1}					0,04**	0,02
Earnings _{t-1} *divmaior _{t-1}					-0,18***	0,07
Constante	0,01	0,28	0,08	0,20	0,21	0,26
Controle por ANO	Sim		Sim		Sim	
Nº Observações	1.224		1.221		1.229	
Nº Grupos	145		145		145	
R ² (%)	59,20		59,40		55,60	
RMSE	0,204		0,202		0,207	
χ^2 (p-valor)	2.302,44 (0,000)		2.341,51 (0,000)		2.257,74 (0,000)	
Testes de diagnóstico	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor
Teste Wooldrige	30,562	0,000	50,291	0,000	36,591	0,000
Teste Wald	6,80E+05	0,000	1,70E+06	0,000	6,50E+07	0,000
Teste Breusch-Pagan	0,000	1,000	0,000	1,000	0,000	1,000
Teste Chow	1,690	0,000	1,830	0,000	1,670	0,000
Teste Hausman	120,190	0,000	135,320	0,000	114,260	0,000

Legenda: * significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%. Modelos de efeitos fixos estimados por Prais-Winsten com erros-padrão corrigidos para heterocedasticidade e autocorrelação, considerando que os painéis não são contemporaneamente correlacionados, mas cada painel tem sua própria estimativa de autocorrelação. A estimativa de autocorrelação [AR(1)] foi procedida através da estatística de Durbin-Watson. As definições das variáveis são apresentadas na Tabela 1. RMSE = raiz quadrática média dos erros.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Esse resultado pode ser um sinalizador para o investidor fundamentalista, que se pauta na teoria, segundo a qual os pagamentos de dividendos podem reduzir os fluxos de caixa livres e restringir comportamentos gerenciais oportunistas. O caso recente das Lojas Americanas, que, segundo a Folha de São Paulo (2023), realizou pagamentos acima da média do setor na última década, corrobora os achados dessa pesquisa.

A Tabela 5 apresenta os resultados da associação entre o pagamento de dividendos e a informatividade dos lucros (*proxy* da qualidade dos lucros). Da mesma forma, foram testados três modelos para o conteúdo informacional dos lucros, considerando as três *proxies* para a variável dividendos. Diferentemente de Deng *et al.* (2017), os resultados para o modelo 2.1, com relação aos dividendos pagos mostram que os coeficientes são significativos, indicando que os dividendos podem transmitir informações adicionais aos investidores sobre os lucros, porém empresas que pagam dividendos teriam menor resposta das ações, ou seja, menor informatividade.

Os modelos que utilizam a *dummy* para o pagamento de dividendos e em que o pagamento ocorre acima do dividendo mínimo obrigatório não apresentaram significância estatística. Esses resultados levam à rejeição da segunda hipótese da pesquisa. O termo de interação entre o pagamento de dividendos e a variação nos lucros, contudo, reflete o efeito incremental dos dividendos na informatividade dos lucros.

Tabela 5

Parâmetros estimados e testes diagnósticos para modelos de conteúdo informacional (Ret_t)

Variáveis	Modelo 2.1		Modelo 2.2		Modelo 2.3	
	Coef.	Erro-padrão	Coef.	Erro-padrão	Coef.	Erro-padrão
Earnings _t	6,80***	1,94	5,54***	1,79	7,70***	1,79
ΔEarnings _t	-0,31*	0,16	-0,57***	0,17	2,12***	0,55
divpay _{t-1}	-54,21**	26,00				
ΔEarnings _t *divpay _t	17,60***	4,07				
d_div _{t-1}			2,03	3,56		
ΔEarnings _t *d_div _t			1,39***	0,29		
divmaior _t					3,97	2,55
ΔEarnings _t *divmaior _t					-2,39***	0,57
Constante	12,85	15,47	11,54	14,33	5,90	16,56
Controle por ANO		Sim		Sim		Sim
Nº Observações	1.364		1.359		1.354	
Nº Grupos	145		145		145	
R ² (%)	30,40		31,80		32,10	
RMSE	33,972		33,141		33,164	
χ ² (p-valor)	758,04	(0,000)	813,00	(0,000)	826,93	(0,000)
Testes de diagnóstico	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor
Teste Wooldrige	25,020	0,000	23,668	0,000	22,513	0,000
Teste Wald	1241,950	0,000	1192,820	0,000	1275,400	0,000
Teste Breusch-Pagan	0,000	1,000	0,000	1,000	0,000	1,000
Teste Chow	1,540	0,000	1,320	0,010	1,450	0,000
Teste Hausman	72,790	0,000	73,660	0,000	60,930	0,000

Legenda: * significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%. Modelos de efeitos fixos estimados por Prais-Winsten com erros-padrão corrigidos para heterocedasticidade e autocorrelação, considerando que os painéis não são contemporaneamente correlacionados, mas cada painel tem sua própria estimativa de autocorrelação. A estimativa de autocorrelação [AR(1)] foi procedida através da estatística de Durbin-Watson. As definições das variáveis são apresentadas na Tabela 1. RMSE = raiz quadrática média dos erros.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 6 apresenta os resultados da associação entre o pagamento de dividendos e a qualidade dos *accruals*, outra *proxy* da qualidade dos lucros. Os resultados apresentados na Tabela 6 são congruentes com os achados para as demais *proxies* da qualidade dos lucros, já analisadas nesse estudo e também levam à rejeição da hipótese 1. Nos três modelos da Tabela 6, é observado que os pagamentos de dividendos não estão significativamente relacionados aos *accruals* anormais. Contudo, o resultado esperado, de acordo com a teoria, é que os pagamentos de dividendos pudessem reduzir o fluxo de caixa livre para os gestores e, assim, restringir a discricção gerencial dos *accruals*, ou seja, que apresentasse uma associação negativa, com $\beta_1 < 0$, o que não ocorreu.

O pagamento de dividendos acima do mínimo exigido também não afeta a qualidade dos lucros, medida pelos *accruals* discricionários, uma vez que esse coeficiente não apresentou significância estatística nesse modelo de estimação, o que leva à rejeição da hipótese 2.

Das variáveis de controle inseridas no modelo, apenas o tamanho do ativo e o nível de governança apresentaram significância estatística. A variável

tamanho do ativo comporta-se no sentido de que empresas maiores apresentam melhor qualidade dos *accruals*, com menor gerenciamento de resultados.

Tabela 6

Parâmetros estimados e testes diagnósticos para os modelos de *accruals* discricionários ($ACCD_t$)

Variáveis	Modelo 3.1		Modelo 3.2		Modelo 3.3	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
$divpay_t$	0,02	0,04				
d_div_t			0,00	0,00		
$divmaior_t$					0,00	0,00
$\ln(A_t)$	-0,00**	0,00	-0,00**	0,00	-0,00**	0,00
$ALAV_t$	0,00*	0,00	0,00	0,00	0,00*	0,00
ML_t	0,00	0,00	0,00*	0,00	0,00	0,00
CON_t	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01
GC_t	0,00**	0,00	0,00**	0,00	0,00**	0,00
$PART_t$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
STK_t	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PER_t	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Constante	0,09***	0,02	0,09***	0,02	0,09***	0,02
Controle por SETOR	Sim		Sim		Sim	
Controle por ANO	Sim		Sim		Sim	
Nº						
Observações	1.343		1.342		1.341	
Nº Grupos	144		144		144	
R ² (%)	8,50		8,10		8,40	
RMSE	0,039		0,038		0,038	
χ^2 (p-valor)	110,800	(0,000)	108,003	(0,000)	111,854	(0,000)
Testes de diagnóstico	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor
Teste Wooldrige	14,560	0,000	12,923	0,000	15,971	0,000
Teste Wald	1,39E+04	0,000	1,09E+04	0,000	1,10E+04	0,000
Teste Breusch-Pagan	36,530	0,000	41,210	0,000	32,680	0,000
Teste Chow	2,370	0,000	2,400	0,000	2,260	0,000
Teste Hausman	26,730	0,062	25,400	0,086	24,150	0,115

Legenda: * significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%. Modelos de efeitos aleatórios estimados por GLS com erros-padrão robustos. As definições das variáveis são apresentadas na Tabela 1. RMSE = raiz quadrática média dos erros.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Esse resultado contraria os achados de He *et al.* (2017), para quem uma relação negativa entre o *status* de pagamento de dividendos e o gerenciamento de resultados seria mais pronunciada em empresas de países que apresentam menor proteção legal aos investidores e menores níveis de governança. Contudo, a obrigatoriedade da distribuição de dividendos e o ambiente institucional do país podem ajudar na explicação dos resultados (Decourt & Procianny, 2012). Quando comparado aos achados de Deng *et al.* (2017), a disparidade pode ser

justificada pelas diferenças substanciais dos dois países, principalmente com relação à legislação tributária sobre dividendos. O código tributário da China exige que os investidores paguem impostos sobre os dividendos recebidos em dinheiro bem como há uma forte presença do Estado no mercado acionário (Wang, Manry, & Wandler, 2011). No Brasil, esses ganhos não são tributados.

Portanto, a hipótese 1, de que o pagamento de dividendos reflete a melhor qualidade dos lucros, não pode ser comprovada por nenhum dos resultados encontrados. Tais resultados, contudo, podem estar sob o viés do ambiente institucional brasileiro, que impõe a distribuição de um dividendo mínimo obrigatório, bem como a não tributação dos dividendos. Ao se considerar esse contexto, observa-se que o postulado na hipótese 2 não pode ser rejeitado apenas para a *proxy* persistência dos lucros, indicando que, empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório apresentam maior persistência dos ganhos. Porém, para as demais *proxies* da qualidade dos lucros, não se comprovou que empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório apresentam necessariamente maior informatividade dos ganhos ou menor gerenciamento dos resultados.

Não se pode desconsiderar o fato de que a análise dos resultados restringiu-se a um dos tipos de gerenciamento dos resultados. O gerenciamento que ocorre por meio das atividades operacionais, por exemplo, não foi considerado nesta análise. Além disso, sabe-se que os responsáveis pela elaboração das demonstrações contábeis exercem, muitas vezes, seu julgamento profissional, visando representar fidedignamente a natureza econômica da transação.

O caso das Lojas Americanas é o exemplo mais recente de gerenciamento por meio de resultado do julgamento contábil. A empresa citada realizava o chamado "risco sacado" ou "*forfait*", que nada mais é do que um sistema de antecipação de recebíveis oferecido por instituições financeiras. No caso em tela, as Lojas Americanas transferiam suas dívidas, obtidas junto aos fornecedores, para as instituições financeiras, então passava a ter uma dívida de maior prazo com tais instituições, incorrendo, com isso, em juros. A forma como essas transações são realizadas já foi regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2016). Porém, como não há uma orientação específica nas IFRSs sobre esse tipo de transação, os responsáveis pela contabilidade podem exercer julgamento sobre o tratamento contábil adequado: se transação comercial ou financeira.

Esse tipo de julgamento contábil que as empresas fazem não é identificado quando se está fazendo a análise de gerenciamento dos resultados por meio da qualidade dos *accruals*.

5 CONCLUSÕES

Na presente pesquisa, buscou-se examinar se o pagamento de dividendo está associado a maior qualidade dos lucros, no contexto das companhias listadas na B3, no período compreendido entre 2010 e 2019. Para capturar a qualidade dos lucros, foram considerados: a persistência dos ganhos, o conteúdo informacional dos lucros, por meio do coeficiente de resposta aos lucros e pela qualidade dos *accruals*, utilizando a informação dos *accruals* discricionários e o

modelo modificado de Jones (1991). Quanto aos dividendos, optou-se por testar, em cada modelo, o dividendo *yield*, uma *dummy*, indicando o pagamento ou não de dividendos, e o fato de se pagar dividendos acima do mínimo obrigatório.

A pesquisa baseou-se na hipótese de que o pagamento de dividendos ensejaria melhor qualidade dos lucros, uma vez que: *i*) os investidores considerariam o pagamento de dividendos como informação adicional aos ganhos reportados, de modo que o retorno das ações respondesse mais à variação dos ganhos de empresas que pagam mais dividendos; *ii*) o pagamento de dividendos pode reduzir o fluxo de caixa livre para os gestores, assim, restringir a discricção gerencial dos *accruals*, por isso implicaria em melhor qualidade dos lucros.

Os achados empíricos dos três modelos não comprovaram as hipóteses levantadas e divergem da literatura internacional que embasou essa pesquisa (Skinner & Solttes, 2011, Tong & Miao, 2011, Deng *et al.*, 2017, He *et al.*, 2017, Rampershad, Villiers, 2019). Os resultados das regressões estimadas indicam que não há relação entre o pagamento de dividendos e a persistência dos ganhos bem como com menores níveis de *accruals* discricionários praticados. A relação significativa ocorre apenas com relação ao nível de informatividade dos ganhos, sugerindo que empresas que pagam dividendos teriam menor resposta das ações, ou seja, menor informatividade.

Como no Brasil a decisão de pagar dividendos não é necessariamente discricionária, atribuída apenas à administração, mas uma exigência do governo, optou-se por testar as empresas que pagam dividendos acima do mínimo legal exigido. Nesse sentido, os resultados dos testes da hipótese 2 mostram-se relevantes, pois, teoricamente, referem-se às empresas em que há uma real decisão de distribuir dividendos (Vancin & Prociainoi, 2016). Os resultados de dois dos três aspectos testados apontam, também, para a rejeição da hipótese 2, uma vez que não restou comprovado que empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório apresentam necessariamente maior informatividade dos ganhos ou menor gerenciamento dos resultados. Apenas para a persistência dos ganhos observou-se uma relação positiva significativa.

Nesse sentido, os achados aqui são congruentes com a pesquisa de Rodrigues Sobrinho *et al.*, (2014), reforçando que, no mercado brasileiro, o pagamento de dividendos não indica, necessariamente, maior qualidade dos lucros. O cenário institucional permite observar como e quando o conteúdo informacional dos dividendos muda. Na China, por exemplo, os resultados podem ter sido influenciados pela obrigatoriedade de se pagar dividendos em dinheiro, imposta às empresas pelo governo chinês para aprovação de pedidos de emissão de novas ações.

Para trabalhos futuros, seria interessante aprofundar se a relação entre dividendos e lucros pode mudar com a presença de fatores que influenciam os incentivos para pagar dividendos, como o refinanciamento/recompra de ações. Ademais, o entendimento de que o ambiente institucional brasileiro com sua legislação específica sobre dividendos pode afetar a relação entre o pagamento de dividendos e a qualidade dos lucros reportados, devendo, portanto, ser considerado em estudos com outras *proxies* da qualidade dos lucros. As limitações do presente trabalho estão relacionadas à falta de dados

disponibilizados pelas empresas, nas bases consultadas, o que levou à redução da amostra pesquisada.

REFERÊNCIAS

- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6), 2499-2536. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00298>
- Alli, K. L, Khan, Q., & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *Financial Review*, 28(4), 523-547. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1993.tb01361.x>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Baum, C. (2006). *An introduction to modern econometrics using Stata*. Texas: Stata Press.
- Caskey, J., & Hanlon, M. (2005). Do dividends indicate honesty? The relation between dividends and the quality of earnings. *Working paper*, University of Michigan. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=902080>.
- Caskey, J., & Hanlon, M. (2013). Dividend policy at firms accused of accounting fraud. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 818-850. <http://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01173>.
- Chay, J. B., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 88-107. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.001>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). CPC 03 (R2) - Demonstração dos Fluxos de Caixa, 2010. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/183_CPC_03_R2_rev%2014.pdf
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344-401. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). Earnings quality. *Research Foundation of CFA Institute*, 1-160. Recuperado de

<http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Earnings+quality#2>

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 7(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Deliberação CVM n. 683, de 30 de agosto de 2012. Aprova a *Interpretação Técnica ICPC 08(R1)* do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos. Recuperado de <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0600/deli683.html>
- Deng, L., Li, S., & Liao, M. (2017). Dividends and earnings quality: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 48(1), 255–268. <http://doi.org/10.1016/j.iref.2016.12.011>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659. <https://www.jstor.org/stable/1805130>
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2012). Earnings Management, Conservatism, and Earnings Quality. *Foundations and Trends in Accounting*, 6(2), 65–186. <https://doi.org/10.1561/1400000025>
- [Infomoney \(2023\). Americanas \(amer3\) distribuiu no ano passado dividendos recordes para a última década; faz sentido? Recuperado de https://www.infomoney.com.br/onde-investir/americanas-amer3-distribuiu-no-ano-passado-dividendos-recorses-para-a-ultima-decada-faz-sentido/.](https://www.infomoney.com.br/onde-investir/americanas-amer3-distribuiu-no-ano-passado-dividendos-recorses-para-a-ultima-decada-faz-sentido/)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial economics*, 60(1), 3–43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Fernandez, J. (1988). La decision de distribuir dividendos: investigacion empírica en la gran empresa española. *Investigaciones Económicas*, 12(2), 243-258. Recuperado de <https://www.fundacionsepi.es/investigacion/revista.../May1988/v12i2a3.pdf>
- Folha de São Paulo (2023). Americanas pagou o dobro em dividendos que seus principais concorrentes. Recuperado de <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2023/01/americanas-pagou-o-dobro-em-dividendos-que-seus-principais-concorrentes.shtml>
- Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2006). Earnings Quality. *Foundations and Trends in Accounting*, 1(4), 259–340. <https://doi.org/10.1561/1400000004>

- Glassman, J. (2005). When numbers don't add up. *Kiplinger's*, 59(8), 32–34.
- Gordon, J. (1959). Dividends, earnings and stock price. *Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Hanlon, M., Myers, J., & Shevlin, T. (2007). Are dividends informative about future earnings? *Working paper*, University of Washington. <https://doi.org/10.2139/ssrn.964279>
- He, W., Ng, L., Zaiats, N., & Zhang, B. (2017). Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance*, 42(C), 267-286. doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.11.014
- Hussain, A. & Akbar, M. (2022). Dividend policy and earnings management: Do agency problem and financing constraints matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 839–853. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.05.003>
- Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76(1), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jones, J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2) 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, & R. Vishny. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm
- Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm
- Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 31 out. 2001.
- Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm

- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *American Economic Review* 46(1), 97–113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44(1), 243-269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Liu, N., & Espahbodi, R. (2014). Does Dividend Policy Drive Earnings Smoothing?. *Accounting Horizons*, 28(3), 501–528. <https://doi.org/10.2308/acch-50764>
- Lopes, A. B., Walker, M., & Silva, R. L. M. (2016) The determinants of firm-specific corporate governance arrangements, IFRS adoption, and the informativeness of accounting reports: Evidence from Brazil. *Journal of International Accounting Research*, 15(2), 101-124. <https://doi.org/10.2308/jiar-51532>
- Lustosa, P. R. B., Fernandes, J. L. T., Nunes, D. M. S., & Araujo Junior, J. B. (2010). Estimativas Contábeis e Qualidade do Lucro: Análise Setorial no Brasil. *Revista de educação e pesquisa em contabilidade*, 4(2), 43–61. <https://doi.org/10.17524/repec.v4i2.200>
- Martins, O. S., Sousa, R. A., & Girão, L. F. A. P. (2022). Persistência dos dividendos e gerenciamento dos resultados em mercados emergentes. *Revista Contabilidade e Finanças*. 33(88), 130-149. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202113040>
- Myers, S. (2000). Outside equity. *Journal of Finance*, 55, 1005-1037. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00239>
- Miller, M. H., Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Miller, M. H., Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Modigliani., & Miller, M. H. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply. *The American Economic Review*, 49(4), 655-669. Recuperado de http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/3_20140507105115_01.pdf
- Naceur, S., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, 6(1-2), 1-23. <https://doi.org/10.2139/ssrn.889330>
- Nguyen, T. T.N. & Bui, P.K. (2019). Dividend policy and earnings quality in Vietnam. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26 (2), 301-312 DOI 10.1108/JABES-07-2018-0047

- Niekel, M. (1994). Factores influyentes en el reparto de dividendos: analisis de regression aplicado a la Bolsa de Madrid. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24(78), 33-69. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=44127>
- Nobes, C. (1998). Towards a General model of reasons for international differences in financial reporting. *ABACUS*, 14(2), 162-187. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00028>
- Papadopoulos, D. L., & Charalambidis, D. (2007). Focus on Present Status and Determinants of Dividend Payout Policy: Athens Stock Exchange in Perspective. *Journal of Financial Management and Analysis*, 20(2), 24-37.
- Perotti, P., & Wagenhofer, A. (2014). Earnings Quality Measures and Excess Returns. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(5-6), 545-571. <http://doi.org/10.1111/jbfa.12071>
- Pettit, R. (1972). Richardson. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance*, 27(5), 993-1007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb03018.x>
- Procianoy, J. L., & Poli, B. T. C. (1993). A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Empresas*, 33(4), 06-15. <https://doi.org/10.1590/S0034-75901993000400002>
- Rampershad, A., & Villiers, C. (2019). The Association Between Dividends and Accruals Quality (2019). *Australian Accounting Review*, 29(1), 20-35. <https://doi.org/10.1111/auar.12215>
- Rodrigues Sobrinho, W. B., Rodrigues, H. S.; & Sarlo Neto, A. (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), 03-24. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n24p3>
- Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in southeast Asia pre – and post-crisis. *The European Journal of Finance*, 15(2), 211-230
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings Quality, *Accounting Horizons*, 17, 97-110. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.s-1.97>
- Skinner, D. J., & Soltes, E. (2011). What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1-28. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9113-8>
- 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>

- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v14n1.2016.53448>
- Vieira, E. (2001). A influência do conteúdo informativo na política de dividendos. *Revista Estudos do I.S.C.A.A.*, II.ª Série, 6(7), 129-147. Recuperado de <https://proa.ua.pt/index.php/estudosdoisca/issue/view/367>
- Wang, X., Manry, D., & Wandler, S. (2011) Stock Dividend Policy in China. *Journal of Global Business Management*, 7(2), 1-9. Recuperado de <http://www.jgbm.org/page/6%20David%20Manry.pdf>
- Watts, R. L. (1973). The information content of dividends. *Journal of Business*, 46, 191–211. <https://doi.org/10.1086/295525>

Planilha de Contribuição dos Autores				
Contribuição	Flávia Ferreira Marques Bernardino	Marcelo Tavares	Pablo Rogers	Patrícia de Souza Costa
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X	X		
2. Definição do problema de pesquisa			X	X
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X			
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa			X	X
5. Coleta de dados	X			
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X		X	
7. Conclusões da pesquisa	X			
8. Revisão crítica do manuscrito		X		X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X			
10. Orientação		X	X	X