



A Política de Dividendos e a Qualidade dos Lucros das Empresas Listadas na B3

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Elizio Marcos dos Reis, Doutor/Ph.D. Wagner Moura Lamounier,
Doutor/Ph.D. Valéria Gama Fully Bressan [ORCID iD](#)

Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brazil

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Elizio Marcos dos Reis

Programa de Pós-Graduação/Course

CEPCON - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Controladoria e Contabilidade da UFMG

Doutor/Ph.D. Wagner Moura Lamounier

Programa de Pós-Graduação/Course

CEPCON - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Controladoria e Contabilidade da UFMG

Doutor/Ph.D. Valéria Gama Fully Bressan

[0000-0001-6340-9717](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

CEPCON - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Controladoria e Contabilidade da UFMG

Resumo/Abstract

O objetivo deste artigo foi verificar as relações existentes entre a política de dividendos e a qualidade dos lucros das empresas de capital aberto listadas na B3, medida pelo nível dos accruals anormais estimados. Para responder esse objetivo utilizou-se informações de 201 empresas listadas na B3, coletadas entre 2011 e 2020, na base de dados Economática®, estimando os modelos econométricos com dados em painel por Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS), robustos perante a heterocedasticidade. Os resultados apontaram que empresas pagadoras de dividendos e as empresas que pagam dividendos regularmente, possuem melhor qualidade dos lucros do que aquelas que não pagam dividendos e nem pagam dividendos regularmente. Além disso, a magnitude do pagamento de dividendos também está relacionada com a melhora da qualidade dos lucros das empresas. De maneira geral, os resultados desta pesquisa estão alinhados ao que defende a Teoria de Agência que pagar dividendos reduz o fluxo de caixa livre para os gestores e assim as empresas tendem a apresentar lucros de melhor qualidade.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



A Política de Dividendos e a Qualidade dos Lucros das Empresas Listadas na B3

Resumo

O objetivo deste artigo foi verificar as relações existentes entre a política de dividendos e a qualidade dos lucros das empresas de capital aberto listadas na B3, medida pelo nível dos *accruals* anormais estimados. Para responder esse objetivo utilizou-se informações de 201 empresas listadas na B3, coletadas entre 2011 e 2020, na base de dados Economática®, estimando os modelos econométricos com dados em painel por Mínimos Quadrados Generalizados Factiveis (FGLS), robustos perante a heterocedasticidade. Os resultados apontaram que empresas pagadoras de dividendos e as empresas que pagam dividendos regularmente, possuem melhor qualidade dos lucros do que aquelas que não pagam dividendos e nem pagam dividendos regularmente. Além disso, a magnitude do pagamento de dividendos também está relacionada com a melhora da qualidade dos lucros das empresas. De maneira geral, os resultados desta pesquisa estão alinhados ao que defende a Teoria de Agência que pagar dividendos reduz o fluxo de caixa livre para os gestores e assim as empresas tendem a apresentar lucros de melhor qualidade.

Palavras-Chave: *Accruals*, qualidade dos lucros, dividendos.

1 INTRODUÇÃO

A política de *payout* das empresas está no centro da maioria das questões em finanças corporativas. O quanto as empresas pagam e qual a maneira que elas escolhem para distribuir o dinheiro para seus acionistas podem afetar suas decisões de avaliação e investimento, podem impactar quanto os investidores pagam de impostos e podem informar o mercado sobre o quão boa a empresa é em relação a seus pares (Mensa, Michaely & Schmalz, 2014).

No Brasil, a política de *payout* das empresas inclui os dividendos e a recompra de ações, como na maioria dos países do mundo, e também os juros sobre o capital próprio (Martins & Famá, 2012). Neste trabalho, tendo em vista o seu objetivo, será analisado a política de *payout* das empresas, considerando os dividendos e os juros sobre o capital próprio. Assim, o termo dividendo ou *payout* neste trabalho, refere-se a essas duas formas de destinação dos lucros aos acionistas, seguindo (Iquiapaza, Lamounier & Amaral, 2008).

A política de dividendos é a forma que uma empresa distribui parte dos seus lucros aos acionistas ao longo do tempo (Iquiapaza, Lamounier & Amaral, 2008). Assim, se os dividendos são uma porção dos lucros distribuídos aos acionistas, espera-se que esses lucros possuam certo nível de qualidade, conforme documentado em alguns estudos (Tong & Miao, 2011; He, Ng, Zaiats & Zhang, 2017; Pathak & Ranajee, 2020), não encontrados nos estudos nacionais, como Rodrigues et. al. (2014) e Azevedo et. al. (2019).

Os lucros terão o atributo de qualidade se puderem refletir o desempenho operacional atual, sendo um bom indicador do desempenho operacional futuro e assim estimar o valor intrínseco de uma empresa (Dechow & Schrand, 2004). Na visão de Pathak & Ranajee (2020), a qualidade dos lucros se refere à sua divulgação, por parte de uma empresa, considerando os padrões e regras contábeis, representando adequadamente a sua realidade econômica, fazendo



com que os gestores internos e os investidores externos tenham níveis similares de informação com respeito às suas perspectivas futuras, criando confiança nos lucros divulgados pela empresa. O conceito de qualidade dos lucros, portanto, é fundamental para a contabilidade e finanças (Dichev, Graham, Harvey & Rajgopal, 2013).

A qualidade dos lucros pode ser medida por alguns indicadores como a suavização, a persistência e a previsibilidade dos lucros, como também a magnitude dos *accruals*. (Dichev, Graham, Harvey & Rajgopal, 2013). Os *accruals* são a discrepância entre o momento do reconhecimento contábil da transação, derivado do regime de competência e o momento da ocorrência do fluxo de caixa (Roneen & Yaari, 2008). Quanto maior a magnitude dos *accruals*, menor seria a qualidade dos lucros (Pathak & Ranajee, 2020). Na prática isso representaria uma diferença maior entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa operacional da empresa.

Dessa forma, a política de dividendos e a qualidade dos lucros se relacionam, na medida em que se as decisões de dividendos tiverem como base lucros de baixa qualidade, os gestores poderiam destruir o valor da empresa, uma vez que os lucros gerenciados, por exemplo, podem não gerar caixa suficiente para honrar os compromissos com o pagamento dos dividendos.

Aliás, a política de pagamento de dividendos pode ser considerada mitigadora dos problemas de agência nas empresas, uma vez que os acionistas podem estar interessados em reduzir o fluxo de caixa à disposição dos gestores para melhor alinhar os seus interesses (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984). Sob os pressupostos da teoria de agência, o pagamento de dividendos pode ser visto como uma forma de reduzir o comportamento oportunista do gestor porque as empresas pagadoras de dividendos tem menos recursos disponíveis, fazendo-as buscar recursos externos e assim, podem ser mais subordinadas ao monitoramento do mercado de ações ou de crédito (Easterbrook, 1984). Assim, espera-se que os gestores tenham menos incentivos para o envolvimento em práticas de gerenciamento de resultados, melhorando a qualidade dos lucros divulgados (Tong e Miao, 2011; Sirait & Siregar, 2014; He, Ng, Zaiats & Zhang, 2017; Pathak & Ranajee, 2020).

Assim sendo, esse artigo pretende responder à seguinte questão de pesquisa: ***quais as relações entre a política de dividendos e a qualidade dos lucros das empresas de capital aberto listadas na B3?***

Portanto, o objetivo desse artigo é verificar as relações existentes entre a política de dividendos e a qualidade dos lucros das empresas de capital aberto listadas na B3, medida pelo nível dos *accruals* anormais estimados. Pesquisas que relacionam a política de dividendos e a qualidade dos lucros das empresas tem sido realizadas no contexto internacional Tong & Miao (2011), Sirait & Siregar (2014), Deng, Li & Liao (2017), He, Ng, Zaiats & Zhang (2017) e Pathak & Ranajee (2020) e também nacional Rodrigues et. al. (2014) e Azevedo et. al. (2019).

O estudo da relação entre a política de dividendos e a qualidade dos lucros é importante para os usuários da informação contábil, especialmente aqueles do mercado de capitais ou qualquer outro usuário que utiliza os lucros de uma empresa para fazer análises e chegar a conclusões sobre o seu desempenho, uma vez que a política de dividendos é um tipo de decisão de financiamento que afeta a quantia de lucros que a empresa irá distribuir aos acionistas *versus* a quantia que será retida e reinvestida nos projetos da empresa (Baker, 2009). Portanto, pode-se esperar que a política de dividendos influencie a qualidade dos lucros das empresas, reduzindo os *accruals* anormais, evidenciando lucros mais próximos da realidade econômica.

Destaca-se, no entanto, que os resultados das pesquisas nacionais divergem desta ideia. De forma geral, os resultados apresentados por Rodrigues et. al. (2014) e Azevedo et. al. (2019) mostraram uma relação positiva entre política de dividendos e os *accruals* anormais. Isso significa que as empresas podem estar pagando dividendos sobre uma base, os lucros, com maior nível de gerenciamento. Os resultados de Azevedo et. al. (2019) revelaram ainda que



apenas quando os dividendos são considerados elevados, acima de 0,25, há evidências estatísticas de melhoria na qualidade dos lucros.

Percebe-se, portanto, que não há consenso entre os resultados nacionais e nem são condizentes com os resultados internacionais. Desta forma, este trabalho espera contribuir com as discussões desse tema no contexto nacional, evidenciando a relação entre política de dividendos e a qualidade dos lucros medida pelos níveis anormais de *accruals*, a partir da consideração de períodos de tempo de análise maiores, bem como a utilização de estimação com modelos de dados em painel, que tem como característica considerar a heterogeneidade individual dos indivíduos, neste caso, as empresas (Baltagi, 2005).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Algumas teorias podem ser utilizadas para entender a política de dividendos das empresas, dentre as quais a Teoria do Pássaro na Mão, (Lintner, 1956) e (Gordon, 1959), a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (Modigliani & Miller, 1961), Teoria de Assimetria Informacional (Modigliani & Miller, 1961; Myers & Majluf, 1984) e a Teoria de Agência (Jensen & Meckling, 1976). Este trabalho está baseado na Teoria de Agência ao relacionar qualidade dos lucros e política de dividendos, considerando que ao pagar dividendos, as empresas superem o problema de agência decorrente da separação de propriedade e controle, ao reduzir os fluxos de caixa livre para os gestores (Baker, 2009).

2.1 Teoria da Agência

Jensen & Meckling (1976) definem as corporações modernas como umnexo de relações contratuais entre a firma e seus empregados, fornecedores, clientes, credores, gestores etc. Essas relações contratuais caracterizam-se como contratos nos quais uma ou mais pessoas, consideradas principal, contrata outra pessoa, considerada agente, para realizar algum serviço em seu lugar. Os contratos, que podem ser chamados de relação de agência, tem o propósito de fazer com que os gestores tomem decisões alinhadas com os interesses do principal. No entanto requer que um nível de autoridade para a tomada de decisões seja delegado pelos principais aos agentes (Iquiapaza, Lamounier & Amaral, 2008; Stadler & Castrillo, 2009).

Esses contratos são definidos como uma promessa confiável de ambas as partes, em que se busca especificar as obrigações de cada uma delas, para todas as contingências possíveis, incluindo mecanismos de compensação do agente pelo seu esforço (Roneen & Yaari, 2008). No entanto, o contrato pode não resolver todos os conflitos de objetivos entre as partes, pois o que é custo para um é receita para o outro: o valor pago é receita para o agente e custo para o principal, enquanto o esforço do agente favorece o principal, mas é custoso para o agente (Stadler & Castrillo, 2009).

De acordo com Panda & Leepsa (2017), nessas corporações existem indivíduos ou grupos de indivíduos com diferentes tolerâncias ao risco e, portanto, suas ações são diferentes. O principal ou os proprietários, que investem seu capital assumem o risco para adquirir os benefícios econômicos, enquanto os agentes que administram a empresa são avessos ao risco e preocupados em maximizar seus benefícios privados. Tanto o principal quanto o agente têm preferências de risco opostas e o problema de compartilhamento de risco cria o conflito de agência. Assim, a teoria da agência discute os problemas que surgem nas firmas devido à separação entre proprietários e gerentes e enfatiza a redução desse problema por meio da



implementação de mecanismos de governança para controlar a ação dos agentes nas sociedades anônimas (Panda & Leepsa, 2017).

Martins & Famá (2012) relatam que enquanto na literatura internacional o maior conflito de agência relatado ocorre entre acionistas e gestores, em função da pulverização da estrutura de propriedade, no Brasil, a alta concentração de controle nas mãos de um único ou de poucos acionistas, revela que o maior conflito pode ser aquele entre acionista controlador e minoritário, reforçado pelo fato de haver diferentes classes de ações de empresas no Brasil, com e sem direito a voto. Assim, grande parte dos acionistas que não possuem direito a voto e, portanto, não possui condições de interferir na política de dividendos, tem direito na distribuição de resultados (Martins & Famá, 2012).

Um dos mecanismos de governança para controlar as ações dos agentes pode ser a política de dividendos, normalmente decidida pelo conselho de administração das empresas, potencialmente mitigadora dos problemas de agência tendo em vista a redução dos fluxos de caixa à disposição dos gestores (Mensa, Michaely & Schmalz, 2014), fazendo com que eles busquem opções de financiamentos externos à empresa, expondo-os a um maior monitoramento por parte do mercado, alinhando melhor os interesses entre o agente e o principal (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984). Além disso, o pagamento de dividendos pode proteger os acionistas minoritários contra práticas abusivas dos controladores e gestores, limitando os valores possíveis de retenção (Iquiapaza, Lamounier & Amaral, 2008).

2.2 Política de Dividendos

Baker (2009) discorre que a política de dividendos se refere à política de *payout* que uma empresa segue para determinar o tamanho e o padrão de distribuição de caixa aos acionistas ao longo do tempo. O conselho de administração, com a participação da alta administração, define a política de *payout* de uma corporação. Na realidade dos negócios, determinar uma política de pagamento apropriada geralmente envolve uma escolha difícil devido à necessidade de equilibrar muitas forças, potencialmente conflitantes, afetando a riqueza dos acionistas quanto a capacidade da empresa de reter lucros para explorar oportunidades de crescimento (Baker, 2009).

A política de dividendos varia entre as empresas e os setores da economia. Em conjunto com a política de investimento e de financiamento, forma os três pilares mais importantes das decisões em finanças corporativas (Forti, Peixoto & Alves, 2015). No Brasil, enquanto em outros países a discussão sobre a remuneração do acionista limita-se à definição entre dividendo e ganho de capital, os estudos sobre a política de dividendos devem-se incluir na avaliação os JSCP – Juros sobre o Capital Próprio (Martins & Famá, 2012).

Ambrozini (2011) relata que a legislação brasileira impõe a obrigatoriedade de um dividendo mínimo não inferior a 25% do lucro líquido ajustado, nos casos de omissão no estatuto, com vistas a proteger o acionista minoritário das arbitrariedades dos órgãos da administração ou dos acionistas majoritários, tentando um equilíbrio entre os interesses dos acionistas e os interesses da empresa. No caso dos juros sobre o capital, este foi criado legalmente em 1995, e representa uma alternativa da empresa para distribuir lucros aos acionistas (Ambrozini, 2011).

De acordo com Ambrozini (2011), os dividendos representam para os acionistas ganhos líquidos de tributação, enquanto os JSCP, para quem está recebendo, possui uma carga tributária de 25%. Para a empresa, no entanto, os JSCP representam um ganho tributário, uma vez que os valores pagos podem ser dedutíveis do lucro tributável. Esse último caso pode fazer as empresas se interessarem mais por esta forma de remuneração ao acionista. No entanto, para o objetivo

deste trabalho, isto não faz diferença. As duas formas de pagamento, dividendos e/ou JSCP, representam saídas de caixa da empresa e assim devem ser pagos tendo como base lucros de qualidade.

Assim, pode ser considerada uma ação de alto custo para os gestores, distribuir dividendos em dinheiro com base em lucros que não refletem o desempenho da empresa, porque eles precisam de fluxo de caixa para o pagamento dos dividendos (Sirait & Siregar, 2014). Portanto, espera-se que a política de dividendos de uma empresa seja associada a uma melhor qualidade dos lucros, ou seja, lucros com menores níveis de *accruals* anormais, conforme documentado por (Tong & Miao, 2011). Isso é especialmente importante para as empresas de capital aberto no Brasil, dado a obrigatoriedade de distribuição de dividendos, conforme relatado anteriormente.

2.3 Qualidade dos Lucros e *Accruals*

O lucro é uma informação contábil que se baseia no regime de competência, o qual determina que o registro das transações contábeis da entidade seja efetuado no período em que são realizáveis. Assim, a receita é reconhecida de acordo com sua realização, confrontando-a com as despesas necessárias para a sua efetivação (Martinez, 2001). Dessa forma, “o regime de competência está vinculado ao evento econômico ao invés do evento financeiro de entradas ou saídas de caixa, que seria representado pelo regime de caixa” (Machado, Silva Filho & Callado, 2014, p. 6).

O conceito de qualidade dos lucros é geralmente definido como a extensão em que os lucros divulgados nas demonstrações financeiras refletem os conceitos básicos de contabilidade, representam a realidade econômica da empresa (Yoon, 2007), fazendo com que os gestores internos e os investidores externos tenham níveis similares de informação com respeito às suas perspectivas futuras, criando confiança nos lucros divulgados pela empresa (Pathak & Ranajee, 2020).

De acordo com (Dechow & Schrand, 2004) essa qualidade está relacionada a aspectos diferentes para diferentes usuários das demonstrações financeiras. Na visão de Dichev, Graham, Harvey & Rajgopal (2013) há diferentes formas de medi-la, dentre os quais incluem: persistência dos lucros, previsibilidade, suavização, dentre outros. Dechow, Ge & Schrand (2010) organizaram as *proxies* de qualidade dos lucros em três categorias: a) propriedades dos lucros; b) resposta do investidor aos lucros e c) indicadores externos de distorção de lucros. Em relação às propriedades dos lucros, esta categoria inclui, dentre outras *proxies*, os *accruals*.

Os *accruals* são as acumulações provenientes das contas de resultado que entram no cômputo do lucro contábil, mas que não implicam em necessária movimentação no fluxo de caixa (Martinez, 2001). Ou seja, surgem quando há uma discrepância entre o momento de ocorrência do fluxo de caixa e o momento do reconhecimento contábil da transação (Roneen & Yaari, 2008).

Os estudos sobre os *accruals* estão presentes em alguns campos da pesquisa contábil, especialmente quando se quer verificar a qualidade da informação contábil, principalmente com vista ao mercado de capitais. De acordo com Dechow, Ge & Schrand (2010) os *accruals* são compostos por duas partes distintas, os *accruals* normais e os *accruals* anormais. Enquanto o primeiro representa os ajustes que refletem o desempenho fundamental da entidade, o segundo captura as distorções induzidas pela aplicação das normas contábeis ou o gerenciamento de resultados. “A interpretação geral é que se o componente normal é modelado corretamente, então o componente anormal representa uma distorção que é de qualidade inferior” (Dechow, Ge & Schrand, 2010, p. 358). Os modelos tradicionais de cálculo dos *accruals* são utilizados

para estimar os níveis normais de *accruals*, enquanto os resíduos desses modelos são utilizados como medida dos *accruals* anormais (Dechow, Ge & Schrand, 2010). O modelo utilizado nesse trabalho será apresentado no tópico metodologia.

2.4 Revisão da Literatura e Hipóteses de Pesquisa

De acordo com Pinkowitz, Stulz, & Williamson (2006) os benefícios privados dos gestores, em uma relação de conflito de agência, podem ser minimizados pelo pagamento de dividendos, pois nenhum benefício privado pode ser consumido a partir dos valores pagos, enquanto valores mantidos na empresa permitem que aqueles que controlam a corporação consumam mais benefícios privados. Dessa forma, empresas pagadoras de dividendos teriam gestores menos propensos a incorrerem em gerenciamento de resultados (He et al., 2017).

Com base nessa pressuposição, alguns estudos internacionais, Tong & Miao (2011), Sirait & Siregar (2014), Deng, Li & Liao (2017), He, Ng, Zaiats & Zhang (2017), Pathak & Ranajee (2020) e Mulchandania, Mulchandani & Wasanc (2020), em diferentes contextos, documentaram que as firmas pagadoras de dividendos possuem menores valores absolutos de *accruals* discricionários do que aquelas empresas que não pagam dividendos.

Tong & Miao (2011), utilizando as empresas da base de dados *Compustat* no período de 1988 a 2004, excluindo as empresas financeiras e indústrias reguladas, por apresentarem características contábeis específicas, encontraram evidências de que as empresas que pagaram dividendos, naquele período, possuíam melhor qualidade dos lucros representada pela magnitude de seus *accruals*. Em um estudo com 90 empresas do setor industrial na Indonésia, Sirait & Siregar (2014) evidenciaram que o pagamento de dividendos, pelas empresas estudadas, naquele período, reduzia os seus *accruals* discricionários.

Deng, Li & Liao (2017) estudaram todas as empresas chinesas, no período de 1999 a 2014, listadas na base de dados CSMAR, excluindo as empresas do setor financeiro, e encontraram evidências de que as empresas chinesas divulgam lucros de alta qualidade quando pagam dividendos, uma vez que o índice payout apresentou-se negativamente associado ao *accruals* anormais. He, Ng, Zaiats & Zhang (2017) utilizando amostra de empresas de países desenvolvidos e emergentes, entre 1990 e 2010, encontraram evidências de que o pagamento de dividendos é associado a uma melhor qualidade nos lucros, representado pelos seus *accruals*.

Resultados similares aos apresentados anteriormente foram evidenciados na Índia por Pathak & Ranajee (2020). Os autores utilizaram empresas 1671 empresas listadas na *National Stock Exchange – NSE and Bombay Stock Exchange – BSE*, no período de 2006 a 2016, e encontraram evidências de que alta qualidade dos lucros é associado com alta qualidade dos dividendos.

Contrariamente aos estudos internacionais, Rodrigues et. al. (2014) documentaram que as empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2003 a 2012, pagadoras de dividendos, não possuíam menores níveis de *accruals*, portanto não havia relação entre pagamentos de dividendos e qualidade do lucro contábil, inclusive quando os pagamentos dos dividendos eram regulares. No entanto, os autores relatam que o período utilizado no estudo coincide com o período de transição ao padrão IFRS no Brasil, o que pode ter prejudicado a estimação dos *accruals* discricionários.

Azevedo et. al. (2019), com base nas empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2011 a 2017, encontraram resultados similares. No entanto, quando analisaram empresas com taxas de *payout* acima de 0,25 encontraram relação negativa e estatisticamente significativa com os níveis de *accruals* anormais. Ou seja, a empresas que tiveram altos valores de pagamento de dividendos reportaram melhores qualidade nos lucros.



Percebe-se que não há no contexto nacional consenso na relação entre pagamentos de dividendos e qualidade dos lucros, medida pelo *accruals* anormais. Alguns fatores podem ter levado a essas divergências, especialmente em relação ao contexto internacional. Em primeiro lugar é preciso verificar os modelos utilizados para capturar a medida de *accruals* anormais, bem como a maneira utilizada na estimação. Em segundo lugar, a variável dependente do modelo utilizada por Azevedo et. al. (2019) é diferente daquela utilizada por Rodrigues et. al. (2014), por indisponibilidade de dados no período do estudo. Conforme ressaltam Hribar & Collins (2002) em alguns contextos, com a presença de fusões, aquisições e incorporações, os *accruals* totais podem ter impactos diferentes dependendo da maneira que são calculados. Por último, não há também uma similaridade com os estudos internacionais no que diz respeito ao tamanho da amostra e em relação aos modelos utilizados.

Espera-se que, melhorando alguns dos aspectos limitadores das pesquisas anteriores, especialmente aumentando o tamanho da amostra, o período analisado, estimando os *accruals* considerando os setores das empresas, utilizando as regressões com os dados em painel, este estudo possa apresentar resultados alinhados com o que preconiza a teoria, em que o pagamento de dividendos leva a uma melhor qualidade dos lucros das empresas, medido pela magnitude dos *accruals* anormais. Pois, em condições normais, espera-se os dividendos pagos tenham como base lucros que representam a realidade econômica de um negócio. Assim sendo, tem-se a primeira hipótese de pesquisa:

H1: empresas pagadoras de dividendos possuem melhor qualidade dos lucros do que aquelas que não pagam dividendos.

Empresas que pagam maior percentual de dividendos em relação aos seus lucros tendem a apresentar lucros mais persistentes do que as empresas que pagam menos dividendos em relação aos seus lucros (Skinner & Soltes, 2010). Tong e Miao (2011) e Azevedo et. al. (2019) encontraram evidências de que a magnitude dos pagamentos de dividendos está associada a uma melhor qualidade nos lucros. Especificamente, os resultados dos autores mostraram que empresas que pagaram dividendos maiores possuem melhor qualidade dos lucros do que aquelas com níveis de dividendos menores. Martins, Souza & Pontes (2022) revelaram que, nos principais mercados emergentes, as empresas que distribuem mais dividendos possuem menor gerenciamento de resultados. Dessa forma, tem-se a segunda hipótese:

H2: o nível de pagamento de dividendos é associado com a qualidade dos lucros das empresas.

Em comparação com as empresas que não pagam dividendos ou pagam dividendos por menos de cinco anos contínuos, as empresas que pagam dividendos de forma regular divulgam lucros com menor desvio padrão e são mais relevantes em termos de valor (Tong & Miao, 2011). Caskey e Hanlon (2005) sugerem que os lucros oriundos de gerenciamento não produzem caixa e não são sustentáveis. Assim, apenas as empresas com alta qualidade de lucros, ou seja, empresas que acreditam ter um bom potencial de lucros no futuro e que estes podem ser sustentados, estarão dispostas e aptas a pagar dividendos regularmente (Sirait & Siregar, 2014). Dessa forma, tem-se a terceira hipótese de pesquisa:

H3: empresas com regularidade no pagamento de dividendos possuem melhor qualidade dos lucros.

Espera-se, portanto, que o pagamento de dividendos reduza a magnitude dos *accruals* anormais medidos em módulo. Ou seja, não se pretende medir o direcionamento das medidas de *accruals*, se positivo ou negativo indicando gerenciamento de resultados para melhorar ou piorar desempenho, mas identificar a sua ocorrência simultaneamente ao que ocorre com a política de dividendos, focando na distribuição de dividendos e dos juros sobre o capital próprio.

3 METODOLOGIA

Este estudo, com finalidade descritiva, classifica-se como documental com abordagem quantitativa (Raupp & Beuren, 2006). Para descrever as relações entre a política de dividendos e a qualidade dos lucros, serão extraídas das demonstrações contábeis das empresas que fizeram parte da amostra, as informações necessárias ao estudo. A abordagem quantitativa se dará pelo uso de procedimentos estatísticos, especialmente estimação de modelos com os dados dispostos em painel.

Para atender o objetivo desta pesquisa, as informações necessárias foram coletadas no período entre 2011 e 2020, na base de dados Economática®, após a adoção completa do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), em que há algumas evidências empíricas de que houve melhoria na qualidade dos lucros, após esse período (Sousa, Sousa & Demonier, 2016; Boina & Macedo, 2018), para as empresas com cadastro ativo na B3, em dezembro de 2021, excluindo aquelas pertencentes ao setor financeiro e fundos, tendo em vista a inviabilidade de utilização da métrica adotada para a estimação dos *accruals* e possuírem características próprias que prejudicam uma comparação com os demais setores pertencentes à amostra (Rodrigues et. al., 2014). Além disso, foram excluídas também as empresas que não tinham informações para o cálculo das variáveis utilizadas nos modelos econométricos, conforme Quadro 1.

Quadro 1 – Definição da Amostra

Critério para definição da amostra	Quant.
Empresas com cadastro ativo, listadas na B3, em dezembro de 2021.	414
(-) Empresas do setor financeiro excluídas da amostra.	64
(-) Empresas excluídas da amostra por falta de informações (cálculo dos <i>accruals</i>)	110
(-) Empresas excluídas da amostra por falta de informações (variáveis de controle)	39
Total de empresas utilizadas neste estudo	201

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de informações da Economática®

3.1 Variáveis e Modelos Econométricos

Para efeito comparativo deste trabalho com trabalhos realizados no Brasil, como os de Rodrigues et. al. (2014) e Azevedo et. al. (2019), optou-se por utilizar o modelo que estima os *accruals* discricionários desenvolvido por Kothari et al. (2005), o qual captura os efeitos da performance das empresas, adicionando o retorno sobre o ativo total (ROA) aos modelos até então desenvolvidos. A variável dependente desse modelo, os *Accruals* Totais – ACT pode ser construída utilizando informações do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício conforme Equação 1.

$$ACT_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta Cash_{it} - \Delta PC_{it} - \Delta FCP_{it} - \Delta DEP_{it}) / AT_{it-1} \quad (1)$$

Sendo $ACT_{i,t}$ = *Accruals* totais da firma i no período t ; $\Delta AC_{i,t}$ = Variação no ativo circulante da firma i no período t ; $\Delta Cash_{i,t}$ = Variação em caixa e equivalentes de caixa da firma i no período t ; $\Delta PC_{i,t}$ = Variação em passivo circulante da firma i no período t ; $\Delta FCP_{i,t}$ = Variação em financiamento de curto prazo no passivo circulante da firma i no período t ; $DEP_{i,t}$ = Depreciação e amortização da firma i no período t ; AT_{t-1} = Ativo total em $t-1$ da firma i no período anterior. O modelo de Kothari et al. (2005) que será utilizado para capturar a *proxy* da qualidade dos lucros é apresentado na Equação 2.

$$ACT_{it} = \beta_0 + \beta_1(1/AT_{it-1}) + \beta_2(\Delta REC_{it} - \Delta CREC_{it}) + \beta_3(PPE/AT_{t-1}) + \beta_4ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que: $ACT_{i,t}$ = *Accruals* totais da firma i no período t , calculados conforme Equação 1; $\Delta REC_{i,t}$ = Variação da receita da firma i no período t ; $\Delta CREC_{i,t}$ = Variação de contas a receber da firma i no período t ; $PPE_{i,t}$ = Imobilizado da empresa i no período t ; $ROA_{i,t}$ = Retorno sobre os Ativos da empresa i no período t e AT_{t-1} = Ativo total da empresa i no período anterior. Os resíduos da Equação 2 são considerados os *accruals anormais* (ou discricionários), variável dependente nas Equações 3, 4 e 5. Esses resíduos foram calculados com os dados empilhados (*pooled*), considerando o setor das empresas e o ano, utilizado em outros trabalhos que estimam os *accruals* discricionários como Santana, Santos, Carvalho Júnior & Martinez (2020).

Após a definição dos *accruals* discricionários, para testar a hipótese (H1) de que as empresas pagadoras de dividendos possuem melhor qualidade dos lucros do que aquelas que não pagam dividendos, foi utilizado um modelo similar ao utilizado por Tong & Miao (2011); Sirait & Siregar (2014); Azevedo et. al. (2019), dentre outros, conforme Equação 3:

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1PAGDIV_{it} + \beta_2END_{it} + \beta_3CRES_{it} + \beta_4TAM_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

A variável de interesse $PAGDIV$ = variável *dummy* que assume 1 caso as empresas tenham pago dividendos no período, 0 caso contrário. Dessa forma, espera-se que o β_1 seja negativo e significativo estatisticamente, revelando que as empresas que pagam dividendos possuem menores *accruals* anormais do que aquelas que não pagam dividendos.

Para testar a hipótese (H2) de que o nível de pagamento de dividendos é associado com a qualidade dos lucros, utiliza-se a Equação 4:

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1DIV_{it} + \beta_2END_{it} + \beta_3CRES_{it} + \beta_4TAM_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

A variável de interesse DIV = variável *dummy* que assume 1 caso as empresas tenham índice *payout* maior ou igual a mediana, 0 para as empresas que tenham índice *payout* menor que a mediana ou empresas com *payout* negativo ou empresas que não pagaram dividendos. O índice de *payout* das empresas foi definido como (Dividendos Pagos + Juros Sobre o Capital Próprio) / Lucro Líquido do período anterior). Espera-se que o β_1 seja negativo e significativo estatisticamente, revelando que o nível de pagamento de dividendos resulta em melhor qualidade dos lucros. A utilização da mediana como ponto de corte é justificável pela amostra de dados utilizados neste trabalho, uma vez que utilizando taxa de *payout* de 0,25 como Rodrigues et. al. (2014) e Azevedo et. al. (2019), mais de 75% da amostra, conforme Tabela 1, seria considerado altos valores de dividendos. Isso poderia levar a resultados inconsistentes.

Para testar a hipótese (H3) de que as empresas com pagamentos de dividendos regulares possuem melhor qualidade dos lucros, utiliza-se a Equação 5:

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1 PDIV_{it} + \beta_2 END_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 TAM_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

A variável de interesse PDIV = variável *dummy* que assume 1 caso as empresas tenham pago dividendos por pelo menos 05 anos consecutivos, 0 caso as empresas não tenham pago dividendos por pelo menos 05 anos consecutivos ou que não pagaram dividendos, conforme utilizado por Tong & Miao (2011), Sirait & Siregar (2014) e Rodrigues et. al. (2014). Espera-se que o β_1 seja negativo e significativo estatisticamente, revelando que empresas que pagam dividendos regularmente possuem melhores qualidade nos lucros.

Para controlar as características das empresas que podem influenciar o nível de *accruals*, foram incluídas variáveis de controle nas Equações 3, 4 e 5. Para representar o tamanho das empresas, utilizou o Logaritmo Natural do Ativo Total (TAM). Conforme Sirait & Siregar (2014), espera-se que as empresas maiores tenham alta qualidade nos lucros, pois são mais monitoradas que as pequenas empresas e assim estariam menos propensas a incorrer em práticas de gerenciamento de resultados. Empresas com oportunidades de crescimento são mais propensas a apresentar estimativas positivas, elevando o nível dos *accruals* anormais (McNichols, 2000). Para representar oportunidades de crescimento, conforme adotado por Rodrigues et. al. (2014), utilizou-se a variável CRES = (Receita do período atual – Receita do período anterior) / Receita do período anterior). Empresas com alta alavancagem também seriam mais propensas a manipular os lucros para evitar a violação de cláusulas contratuais da dívida (DeFond & Jiambalvo (1994). Para isso adotou-se a variável END = (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / Ativo Total para controlar esse efeito.

As variáveis quantitativas contínuas foram winsorizadas a um nível de 1% e 99% a fim de limitar o efeito de *outliers*. Conforme Lima e De Luca (2016, p. 141) “a winsorização é uma técnica bastante utilizada nos trabalhos de finanças”. Ela consiste em um “tratamento que consiste em aparar os valores extremos, acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos, substituindo-se pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição das variáveis na amostra” (Santos Neto, 2017, p. 13).

3.2 Regressão com Dados em Painel e Testes Implementados

Para estimar os coeficientes das Equações 3 a 5, utilizou-se a análise com os dados em painel, método comumente utilizado em contabilidade e finanças, permite o pesquisador estudar fenômenos que sofrem influência das diferenças entre os indivíduos e da própria evolução temporal (Fávero, 2013).

Apesar de algumas vantagens de trabalhar com os dados dispostos na forma de painel, apontadas por Baltagi (2005) como controlar heterogeneidade individual e identificar e medir efeitos não detectáveis através de cortes transversais e séries temporais isoladamente, problemas de heterocedasticidade, em função dos cortes transversais, e de autocorrelação, decorrentes de séries temporais, precisam ser enfrentados (Gujarati, 2006), que podem ser mitigados utilizando estimações robustas como, por exemplo, o FGLS (*Feasible Generalized Least Squares*), recomendado nas situações em que o número de indivíduos (N) é maior que a série de tempo (T), em casos extremos de heterocedasticidade e em situações empíricas (Becke & Katz, 1995; Reed & Webb, 2010).

Tendo em vista a não suposição antecipada de como se comportam os efeitos individuais das empresas utilizou-se testes estatísticos para a escolher a melhor forma de estimação das equações com os dados em painel. Para isso foram feitos o teste Chow, utilizado para escolher entre coeficientes constantes (*pooled*) e efeitos fixos, o teste de Breusch e Pagan utilizado para

escolher entre coeficientes constantes (*pooled*) e efeitos aleatórios e o teste de Hausman avalia se os modelos devem ser estimados considerando os efeitos fixos ou efeitos aleatórios.

Conforme já ressaltado anteriormente, os modelos com os dados em painel são suscetíveis a problemas de autocorrelação e heterocedasticidade. Para detectar a ocorrência desses problemas, foi realizado o teste Wooldridge para autocorrelação serial em que a hipótese nula é de ausência de correlação serial. Nesse caso, se estatística de teste significativa indica a presença de correlação serial no modelo (Wooldridge, 2002).

Foi realizado também teste para verificar o problema da heterocedasticidade. Tendo em vista que os testes estatísticos realizados apontaram para o uso de efeitos aleatórios, utilizou-se para testar problemas heterocedasticidade o LR – *Likelihood Ratio*. Para realizar esse teste, estima-se duas regressões. Uma considerando homocedasticidade e outra considerando a heterocedasticidade dos resíduos. O referido teste irá verificar qual dos dois modelos é melhor ajustado. O teste LR segue distribuição χ^2 , sob a hipótese nula de homocedasticidade. Se a estatística de teste for significativa, indica a presença heterocedasticidade no modelo.

Além desses testes de validação dos modelos em painel, foi utilizado também os testes Reset, utilizado para verificar a especificação e a ausência de variáveis nos modelos, além do teste *VIF* (*Variance Inflation Factor*) utilizado para verificar a presença ou não da multicolinearidade nos modelos.

Para os testes de significância dos coeficientes e validação dos modelos será adotado um nível de significância de 5%. Os resultados dos testes de escolha e de validação dos modelos estão reportados nas tabelas na seção de análise dos resultados.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As variáveis utilizadas neste estudo referem-se a 201 empresas, no período de 2011 a 2020, perfazendo um total de 10 anos e 2010 observações, configurando em um painel balanceado. Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Utilizadas

Variáveis	Obs.	Q1	Mediana	Q3	Média	Desvio Padrão	D-H
ACT_{it}	2010	-0,08	-0,33	0,01	-0,35	0,11	0,000
$RECCRED_{it}$	2010	-0,02	0,29	0,08	0,04	0,15	0,000
$IMOB_{it}$	2010	0,08	0,25	0,43	0,29	0,24	0,000
ROA_{it}	2010	-1,58	2,82	6,65	0,52	12,17	0,000
$PAYOUT_{it}$	2010	0,25	0,41	0,74	0,83	3,15	0,000
$CRES_{it}$	2010	-0,04	0,07	0,17	0,08	0,30	0,000
END_{it}	2010	46,85	61,25	77,95	73,05	52,85	0,000
TAM_{it}	2010	13,57	14,92	16,15	14,86	1,82	0,000
ACD_{it}	2010	0,02	0,04	0,08	0,06	0,06	0,000

Notas: Q1 = 1º quartil, Q3 = 3º quartil, D-H = Teste de Normalidade de Doornik e Hansen. ACT = *Accruals* Totais calculados conforme Equação 1; RECCRED = ΔREC = Variação da receita menos $\Delta CREC$ = Variação de contas a receber, IMOB = Imobilizado; ROA = Retorno sobre os Ativos, PAYOUT = (Dividendos Pagos + Juros Sobre o Capital Próprio) / Lucro Líquido do período anterior), CRES = (Receita do período atual – Receita do período anterior) / Receita do período anterior), END = (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / Ativo Total, TAM = Logaritmo Natural do Ativo Total e ACD = *Accruals* Discricionários.

Fonte: Dados da Pesquisa.

As informações dispostas na Tabela 1 permitem inferir que os *accruals* totais apresentaram-se em média negativos e em pelo menos 50% da amostra. As empresas, nesse

período, apresentaram endividamento elevado, em média 73,05%, no entanto, apresentaram crescimento nas receitas em mais de 75% da amostra. Em relação ao índice *Payout*, apresentou mediana e média de 0,41 e 0,83, respectivamente, com um desvio padrão de 3,15, o que mostra uma dispersão considerável nesse indicador, podendo inferir que há diferentes políticas de dividendos entre as empresas. O mesmo pode ser observado em relação ao imobilizado, revelando que há empresas de diferentes tamanhos na amostra. Além disso, considerando o teste de normalidade de Doornik & Hansen (2008), as variáveis não apresentaram esse atributo. No entanto, tendo em vista o teorema do limite central, a violação deste pressuposto pode ser minimizada quando utiliza-se grandes amostras (Gujarati, 2006). Na Tabela 2 estão apresentadas as correlações entre as variáveis utilizadas nos modelos de regressão.

Tabela 2 – Correlação entre as Variáveis

Variáveis	<i>ACD</i>	<i>RECCRED</i>	<i>IMOB</i>	<i>CRESC</i>	<i>ROA</i>	<i>END</i>	<i>PAYOUT</i>	<i>TAM</i>
<i>ACD</i>	1,000							
<i>RECCRED</i>	0,082	1,000						
<i>IMOB</i>	-0,040	0,100	1,000					
<i>CRESC</i>	0,098	0,652	0,113	1,000				
<i>ROA</i>	0,102	0,173	-0,127	0,206	1,000			
<i>END</i>	0,029	0,098	0,053	0,056	-0,393	1,000		
<i>PAYOUT</i>	-0,027	0,002	0,058	0,025	-0,102	0,028	1,000	
<i>TAM</i>	-0,116	0,065	0,066	0,126	-0,169	0,388	0,083	1,000

Fonte: Dados da Pesquisa

Analisando a Tabela 2, percebe-se que não há variáveis com correlação forte que sugerem a ocorrência de problemas de multicolinearidade nos modelos estatísticos que serão estimados. Observa-se uma correlação de 0,652 entre a variável *CRESC* e *RECCRED*, o que denota que um aumento entre a variação na receita e a variação nas contas a receber é acompanhado pelas oportunidades de crescimento da empresa. Isso está relacionado à maneira que a variável *CRESC* foi utilizada nesta pesquisa, construída a partir da variação nas receitas.

Outra observação interessante que é possível fazer a partir da análise da Tabela 2, apesar de não ser o foco deste trabalho, é que o nível de endividamento é correlacionado negativamente com o retorno sobre os ativos das empresas, o que denota que empresas mais lucrativas são menos endividadas, corroborando com a *Perking Order Theory* de que, quando disponíveis, as empresas tendem a preferir utilizar os recursos internos do que buscar recursos externos para financiar os projetos. Por outro lado, o tamanho das empresas é relacionado positivamente com o endividamento, corroborando com a *Trade-off Theory* de que empresas maiores possuem mais estabilidade nos fluxos de caixa e por isso estariam mais dispostas a utilizar dívida para financiar os seus projetos (Correa, Basso & Nakamura, 2013).

A Tabela 3 apresenta os coeficientes das Equações 3, 4 e 5, bem como os testes de validação dos modelos estatísticos.

Tabela 3 - Coeficientes das Equações 3, 4 e 5

Variáveis	Equação (3) ¹	Equação (4) ¹	Equação (5) ¹
$PAGDIV_{it}$	-0,0060** (0,017)		
DIV_{it}		-0,0039** (0,031)	
$PDIV_{it}$			-0,0060** (0,021)
$CRES_{it}$	0,0096*** (0,004)	0,0098*** (0,003)	0,0094*** (0,005)
END_{it}	0,0001*** (0,000)	0,0001*** (0,000)	0,0001*** (0,000)
TAM_{it}	-0,0038*** (0,000)	-0,0041*** (0,000)	-0,0037*** (0,000)
Intercepto	0,1002*** (0,000)	0,1015*** (0,000)	0,0997*** (0,000)
Teste VIF	1,23	1,08	1,23
Teste RESET	9,27*** (0,000)	10,95*** (0,0000)	9,78*** (0,000)
Teste Chow	2,00*** (0,000)	2,01*** (0,000)	1,98*** (0,0000)
Teste Breusch Pagan	69,54*** (0,000)	71,43*** (0,000)	67,77*** (0,000)
Teste Hausman	5,36 (0,2519)	4,80 (0,3082)	4,81 (0,1860)
Teste Wooldridge (Autocorrelação)	2,440 (0,1198)	2,437 (0,1201)	2,347 (0,1271)
LR Teste (Heterocedasticidade)	845,02*** (0,000)	846,50*** (0,000)	841,76*** (0,000)
Teste Wald (Similar ao Teste F)	145,19*** (0,000)	148,26*** (0,000)	146,30*** (0,000)
Variável Dependente	ACD_{it}	ACD_{it}	ACD_{it}
Observações	2010	2010	2010

Notas: *** Significativo a 1%, **Significativo a 5% e * Significativo a 10% - Valor p reportado entre parênteses. $PAGDIV$ = variável dummy que assume 1 caso as empresas tenham pago dividendos no período, 0 caso contrário; DIV = variável dummy que assume 1 caso as empresas tenham índice payout maior ou igual a mediana, 0 para as empresas que tenham índice payout menor que a mediana ou empresas com payout negativo ou empresas que não pagaram dividendos e $PDIV$ = variável dummy que assume 1 caso as empresas tenham pago dividendos por pelo menos 05 anos consecutivos, 0 caso as empresas não tenham pago dividendos por pelo menos 05 anos consecutivos ou que não pagaram dividendos.

¹ Modelo Estimado por Mínimos Quadrados Generalizados robusto perante Heterocedasticidade.

Fonte: Dados da pesquisa.

Antes de avaliar os resultados das regressões propriamente ditas, é preciso avaliar os testes de validação dos modelos de dados em painel. Inicialmente, o resultado do teste VIF ficou próximo de 1, indicando que não há problemas relevantes em relação à multicolinearidade para todos os modelos.

Os testes para a escolha do tipo de estimação adequado aos dados da pesquisa mostraram que, para todos os modelos estimados e apresentados na Tabela 3, o tipo de estimação adequada foi de efeitos aleatórios, uma vez que o Teste Hausman não se apresentou significativo e assim rejeitou-se a hipótese nula de que os efeitos fixos eram adequados em favor de efeitos aleatórios.

Conforme já relatado, em modelos com dados em painel, é comum os problemas de autocorrelação serial e heterocedasticidade. Pelo Teste de Wooldridge pode-se verificar que esse problema não se apresentou nos modelos estimados, uma vez que os testes não foram significativos a um nível de 5%, não podendo rejeitar a hipótese nula do referido teste. Por outro lado, utilizando o LR Teste, todos os modelos apresentaram problemas de heterocedasticidade, tendo em vista a significância dos testes a um nível de 5%, e assim rejeitando a hipótese nula de homocedasticidade.

Diante disso, uma das alternativas para correção do problema da heterocedasticidade, presentes nos modelos em painel, é utilizar a estimação por meio dos Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS), conforme relatado anteriormente.



Analisando os coeficientes estimados pelos modelos apresentados na Tabela 3, a variável que representa o tamanho das empresas, medido pelo logaritmo natural dos ativos, mostrou-se negativo e significativo a um nível de significância de 1% em todos os modelos estimados. Isso denota que as empresas maiores possuem melhor qualidade nos lucros, condizendo com os resultados apresentados por Tong & Miao (2011); Rodrigues et. al. (2014); Sirait & Siregar (2014) e Azevedo et. al. (2019). Esses resultados podem sugerir que empresas maiores são mais monitoradas do que as menores e assim evitam situações que leve a reduzir a qualidade dos lucros (Sirait & Siregar, 2014).

As variáveis que representam o nível de endividamento e as oportunidades de crescimento das empresas mostraram-se positivas e significativas estatisticamente, condizentes com trabalhos nacionais e internacionais como Tong & Miao (2011); Rodrigues et. al. (2014); Sirait & Siregar (2014) e Azevedo et. al. (2019). Em relação ao endividamento, os resultados podem evidenciar que em empresas endividadas tendem a possuir maiores *accruals* discricionários para evitar violar cláusulas de dívida (DeFond & Jiambalvo, 1994). Em relação às oportunidades de crescimento, tendo em vista o interesse das empresas em manter as taxas de crescimento constantes, podem gerenciar os lucros para atingir tal objetivo (McNichols, 2000).

Em relação às variáveis de interesse nos modelos estimados, verifica-se que para o primeiro modelo, a variável PAGDIV foi negativa e significativa estatisticamente a um nível de 5%, condizente com resultados de trabalhos internacionais Tong & Miao (2011), Sirait & Siregar (2014), Deng, Li & Liao (2017), He, Ng, Zaiats & Zhang (2017) e Pathak & Ranajee (2020) e contrários aos resultados obtidos por Rodrigues et. al. (2014) e Azevedo et. al. (2019). Assim, a primeira hipótese desta pesquisa de que as *empresas pagadoras de dividendos possuem melhor qualidade dos lucros do que aquelas que não pagam dividendos* não deve ser rejeitada. Ou seja, pagar dividendos é sinal de que as empresas prezam pelos lucros que são divulgados.

Quando se verifica a magnitude dos *accruals*, por meio da variável DIV, o coeficiente da referida variável é também negativo e significativo estatisticamente a um nível de 5%, corroborando os trabalhos internacionais como Tong & Miao (2011), Sirait & Siregar (2014), Deng, Li & Liao (2017), He, Ng, Zaiats & Zhang (2017) Azevedo et. al. (2019) e Pathak & Ranajee (2020). Diante disto, a segunda hipótese desta pesquisa, de que *o nível de pagamento de dividendos é associado com a qualidade dos lucros* não deve ser rejeitada. Isso é aderente à ideia de que quanto mais a empresa pagar dividendos sinaliza que os lucros são confiáveis. Afinal, não faz sentido uma empresa pagar altas taxas de dividendos tendo um lucro gerenciado.

No que diz respeito à relação entre a regularidade no pagamento de dividendos e a qualidade dos lucros, observa-se que o coeficiente da variável PDIV foi negativo e significativo estatisticamente, a um nível de 5%, corroborando os trabalhos de Tong & Miao (2011) e Sirait & Siregar (2014). Assim, a terceira hipótese desta pesquisa de que *empresas com pagamentos de dividendos regulares possui melhor qualidade dos lucros* não deve ser rejeitada. Ou seja, a atuação do gestor em possivelmente gerenciar resultados por meio dos *accruals* não se confirma no longo prazo, possivelmente por sua reversão. Assim o pagamento regular de dividendos é sinal de uma boa gestão, maior transparência e um sinalizador de uma empresa mais robusta em relação aos seus resultados.

A partir dos resultados encontrados nesta pesquisa, pode-se concluir que, no contexto brasileiro, as empresas que pagam dividendos, a magnitude do pagamento dos dividendos e a regularidade no pagamento dos dividendos estão relacionadas a uma qualidade nos lucros superior àquelas empresas que não pagam dividendos, que pagam menores índices de *payout* e que não pagam dividendos regularmente. Isso é condizente com a ideia de que para as empresas



honrarem os compromissos assumidos com a suas políticas de dividendos, elas devem possuir lucros sustentáveis, capazes de gerar fluxos de caixa futuros, de qualidade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo verificar as relações existentes entre a política de dividendos e a qualidade dos lucros das empresas de capital aberto listadas na B3, medida pelo nível dos *accruals* anormais estimados. Para isso, utilizou-se informações de empresas listadas na B3, coletadas entre 2011 e 2020 na base de dados Economática®, com a abordagem de dados em painel.

Os resultados, de uma maneira geral, mostraram, do ponto de vista estatístico, que o pagamento de dividendos está relacionado a uma melhora na qualidade dos lucros das empresas utilizadas neste estudo, para o período analisado. Além disso, a magnitude e a regularidade desses pagamentos estão relacionados a uma melhor qualidade dos lucros. Ou seja, evidenciou-se que quanto mais as empresas pagam dividendos e ainda, de forma constante, melhor será a qualidade dos lucros.

Esses resultados estão aderentes com a visão da Teoria da Agência de que o pagamento de dividendos pode reduzir os conflitos de agência ao diminuir os fluxos de caixa livre para os gestores e assim as empresas tendem a apresentar lucros de melhor qualidade.

As contribuições deste artigo residem no fato de apresentar resultados condizentes com o que preconiza a teoria, de que o pagamento de dividendos pode melhorar a qualidade dos lucros, que a magnitude do pagamento de dividendos pode ter influência sobre a qualidade dos lucros, e ainda o pagamento sistemático de dividendos pode melhorar a qualidade dos lucros, resultados até então não evidenciados no contexto nacional.

No entanto, esses resultados precisam ser interpretados com cautela tendo em vista que existem outros modelos de estimação de *accruals* que podem alterar os resultados apresentados. Deve-se ressaltar também a quantidade de empresas excluídas da amostra por falta de informações, problema comum nos trabalhos acadêmicos brasileiros. Isso pode prejudicar a comparabilidade com os trabalhos internacionais. Além disso, vale destacar que os resultados apresentados neste trabalho devem ficar circunscritos à amostra e ao período analisado.

Por fim, sugere-se para pesquisas futuras que a análise seja realizada considerando outros modelos econométricos para a estimação dos *accruals*, bem como se esses resultados fazem sentido analisando um contexto setorial específico. Além disso, é possível explorar também a relação entre a recompra de ações, como forma de remuneração dos acionistas e a qualidade dos lucros.



REFERÊNCIAS

- Ambrozini, M. A. (2011). *Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio a decisão*. (Tese Doutorado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – FEA-RP/, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Azevedo, Y. G. P.; Tortoli, J. P.; Stanzani, L. M. L. & Gaio, L. E. (2019). Dividend Payment and Earnings Management Practices in Brazilian Public Firms. *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*. São Paulo, SP, Brasil.
- Baker, H. K. (2009). *Dividends and dividend policy*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- BALTAGI, B. H. *Econometric analysis of panel data*. New York: John Wiley & Sons. 2005.
- Beck, N., Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with Time-Series Cross Section Data. *The American Political Science Review*, 89(3), p. 634-647.
- Boina, T. M. & Macedo, M. A. S. (2018). Capacidade preditiva de *accruals* antes e após as IFRS no mercado acionário brasileiro. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 29(78), 375-389. <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201806300>
- Caskey, J. & Hanlon, M. (2005). Do dividends indicate honesty? The relation between dividends and the quality of earnings. *Working Paper*, University of Michigan, Ann Arbor, MI.
- Correa, C. A.; Basso, L. F. C. & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de *Pecking Order e Tradeoff*, usando *panel data*. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106-133.
- Dechow, P. M. & Schrand, C. M.; *Earnings quality*. Research Foundation of CFA Institute, 2004.
- Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding Earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequence. *Journal of Accounting and Economics* 50, 344–401. <http://doi:10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- DeFond, M. L. & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, p. 145–177. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)
- Deng, L., Li, S. & Liao, M. (2017). Dividends and earnings quality: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 48, 255-268. <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2016.12.011>
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics* 56, 1-33. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.004>

Easterbrook, F. K. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review* 74(4), 650-659.

Farre-Mensa, J., Michaely, R., Schmalz, M. (2014). Payout policy. *Annual Review of Financial Economics*, 6, 75-134. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034259>

Forti, C. A. B.; Peixoto, F. M. & Alves, D. L. (2014). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 26(68), 167-180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>

He, W., Ng, L., Zaiats, N. & Zhang, B. (2017). Dividend Policy and Earnings Management Across Countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 267-286. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jscorpfin.2016.11.014>

Hribar, D. W., & Collins, P. (2002). Errors in estimating accruals: implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>

Iquiapaza, R. A.; Lamounier, W. M. & Amaral, H. F. (2008). Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 1-15.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Kothari, S. P.; Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), p. 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

Lima, G. A. S. F. & De Luca, M. M. M. (2016). A Relação Entre o Monitoramento dos Analistas de Mercado e as Características de Valuation das Companhias Brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 12(4), 129-151. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016431>

McNichols, M. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, p. 313-345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00018-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00018-1)

Machado, M. A. V.; Silva Filho, A. C. C. & Callado, A. L. C. (2014). O processo de convergência às IFRS e a capacidade do lucro e do fluxo de caixa em prever os fluxos de caixa futuro: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 8(21), 4-13. <https://doi.org/10.11606/rco.v8i21.55603>

Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. 2001. (Tese Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.



Martins, A. I. & Famá R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração Eletrônica*, 52(1), 24-39.

<https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000100003>

Martins, O. S., Souza, R. A. M. & Girão, L. F. A. P. (2022). Persistência dos dividendos e gerenciamento de resultados em mercados emergentes. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 33(88), 130-149. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202113040>

Mulchandani, K., Mulchandani, K. & Wasan P. (2020). Dividends and earnings quality: Evidence from India. *IIMB Management Review*, 32(2), 166-176.

<https://doi.org/10.1016/j.iimb.2019.10.001>

Panda, L. & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95.

<https://doi.org/10.1177/0974686217701467>

Pathak, R., & Ranajee. (2020). Earnings Quality and Corporate Payout Policy Linkages: An Indian Context. *North American Journal of Economics and Finance*, 51, 1-10.

<https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.10.003>

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>

Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2006). Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. (3ª ed.) São Paulo: Atlas.

Reed, W. R. & Webb, R. (2010). The PCSE estimator is good, just not as good as you think. University of Canterbury, Department of Economics and Finance, *Working Papers in Economics*, 2. <https://doi.org/10.2202/1941-1928.1032>

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*. Florianópolis-SC, 11(24), 03-24. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n24p3>

Roneen, J. & Yaari, V. (2008). *Earnings management – Emerging insights in theory, practice, and research*. Springer Series in Accounting Scholarship.

Santana, C. V. S., Santos, L. P. G., Carvalho Júnior, C. V. O. & Martinez, A. L. (2020). Sentimento do investidor e gerenciamento de resultados no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 31(83), 283-301. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201909130>

Santos Neto, M. (2017). *Adoção das IFRS e a relevância da informação contábil utilizando regressão quantílica*. (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo, Espírito Santo, ES, Brasil.



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>

Stadler, I. M. & Castrillo, J. D. P. (2008). *An introduction to the economics of information – incentives and contracts*. Second Edition, Oxford University Press, New York.

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/10.1016/j.najef.2018.10.003>

Yoon, S. (2007). Accounting quality and international accounting convergence (Doctor thesis). Oklahoma State University, Oklahoma, EUA.

Wooldridge, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.