

EMPRESAS GERENCIAM RESULTADOS PARA PAGAR O DIVIDENDO MÍNIMO OBRIGATÓRIO?

DANIEL VANCIN

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)

JAIRO LASER PROCIANOY

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

ROBERTO FROTA DECOURT

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)

EMPRESAS GERENCIAM RESULTADOS PARA PAGAR O DIVIDENDO MÍNIMO OBRIGATÓRIO?

1. Introdução

A forma e o montante pelos quais as empresas optam por distribuir seus lucros aos seus acionistas têm relevância e impacto econômico para os agentes econômicos envolvidos. Usualmente, a decisão pelo pagamento de proventos é discricionária e atribuída à administração das companhias e a seus acionistas. Porém, em alguns casos, é também decisão mandatória do Estado. Por exemplo, o pagamento mínimo de dividendos é obrigatório no Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela (MARTINS; NOVAES, 2012).

Estes países compartilham pelo menos um fator em comum: todos eles têm seus sistemas jurídicos baseados no direito civil francês. Conforme La Porta et al. (2000), países que adotam o direito civil francês são caracterizados por possuírem baixo grau de proteção aos investidores. Dessa forma, o objetivo de estabelecer um dividendo obrigatório mínimo seria a proteção do acionista minoritário, ao impedir a possibilidade do controlador reter a totalidade dos lucros (LA PORTA et al., 2000). Paralelamente, teria também a função de fortalecer o mercado de capitais ao garantir ao investidor uma remuneração mínima ao seu capital. Por muitas vezes, os acionistas majoritários cortam a distribuição de dividendos com o objetivo de aumentar a parte retida a fim de manter o poder sobre a maior quantidade de recursos já que estes ficam no caixa da empresa e os dividendos vão para o bolso dos acionistas.

No Brasil, a lei que normatiza o pagamento de dividendos é a lei 6.404/1976, nomeada Lei das Sociedades por Ações (LSA). Esta estabelece que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, uma determinada parcela de seus lucros. Ou seja, a legislação brasileira impõe que empresas nacionais tenham a obrigação, e não a opção, de distribuir parte de seus lucros aos seus acionistas.

Neste contexto, Vancin e Procianoy (2016) afirmam existir uma diferença básica e primordial entre as companhias que pagam apenas o dividendo mínimo e aquelas que pagam acima deste montante. Observa-se que as primeiras são obrigadas por lei a fazerem alguma distribuição de dividendos, e caso pudessem pagar menos que este

mínimo, muito provavelmente o fariam. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos. Ou seja, as empresas que pagam apenas o dividendo obrigatório sinalizam ao mercado a vontade de reter o máximo de dinheiro dentro da companhia.

Um dos recursos ou ferramentas que podem auxiliar estas companhias neste objetivo é o gerenciamento de resultados. Sobre o tema, Healy e Wahlen (1999) afirmam justamente que o gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores de uma companhia usam o julgamento (poder discricionário) em relatórios financeiros e na estruturação de transações para alterar relatórios financeiros para iludir alguma parte interessada sobre o desempenho econômico subjacente da empresa ou influenciar resultados contratuais que dependem de relatórios contábeis.

Em suma, observa-se que a legislação brasileira impõe que as empresas de capital aberto nacionais distribuam parte do seu lucro excedente, independente da vontade ou planejamento das mesmas. Dessa forma, e através de uma investigação pioneira, o presente estudo busca investigar se empresas brasileiras de capital aberto gerenciam seus lucros com o intuito de pagar apenas o dividendo mínimo obrigatório, ou seja, a menor quantia possível de proventos aos seus acionistas.

Para tal, foram desenvolvidas duas hipóteses principais que investigam se empresas que pagam apenas o dividendo mínimo obrigatório gerenciam mais os seus resultados; e se as empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório gerenciam menos os seus resultados. Para testá-las empiricamente, foi adaptado o modelo de *accruals* discricionários de Jones (1991) em empresas de capital aberto que distribuíram dividendos no Brasil no período de 2007 a 2015.

Os resultados empíricos encontrados pela presente pesquisa demonstram que empresas que gerenciam mais seus resultados o fazem justamente para pagar o mínimo possível de dividendos. Também, demonstra-se que a distribuição de dividendos além do mínimo está correlacionada com menor nível de gerenciamento de resultado contábil, corroborando com a ideia de que o pagamento de dividendos é um sinalizador de qualidade dos resultados contábeis.

Esta pesquisa apresenta um avanço na compreensão de como a distribuição de dividendos pode servir como um instrumento de sinalização da qualidade dos lucros das empresas e assim reduzir um pouco a assimetria informacional existente entre

gestores/acionistas controladores e acionistas minoritários. Demonstra-se que, em um país onde o dividendo obrigatório foi instituído para garantir uma remuneração mínima aos acionistas, diversas empresas utilizam-se de práticas de gerenciamento de resultados para distribuir o mínimo possível de proventos.

O restante do artigo está organizado da seguinte forma: na seção seguinte é apresentada a revisão teórica que fundamenta a formulação das hipóteses da pesquisa, seguida pelas seções da metodologia utilizada e da construção da amostra utilizada na pesquisa. Na quinta seção são apresentados os resultados encontrados e por fim são apresentadas as conclusões desta pesquisa.

2. Revisão Teórica e Formulação de Hipóteses

Existe um crescente interesse acadêmico no contexto nacional sobre gerenciamento de resultados (LOPO MARTINEZ, 2013). O autor descreve como fato gerador deste fenômeno a expansão dos estudos de cunho positivo nas ciências contábeis, através do maior acesso aos dados econômico/financeiros das companhias.

Adicionalmente, Yu (2008) aponta que este interesse também é consequência do impacto de uma grande série de escândalos contábeis em escala global. Mas o que é exatamente o gerenciamento de resultados? Healy e Wahlen (1999) afirmam que o gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores de uma companhia usam o julgamento (poder discricionário) em relatórios financeiros e na estruturação de transações para alterar relatórios financeiros para iludir alguma parte interessada sobre o desempenho econômico subjacente da empresa ou influenciar resultados contratuais que dependem de relatórios contábeis.

Bergstresser e Philippon (2006) afirmam que a oportunidade de "gerenciar" os resultados surge parcialmente devido ao lucro declarado incluir fluxos de caixa, bem como mudanças no valor da empresa que não são refletidas nos fluxos de caixa atuais. Embora os fluxos de caixa sejam relativamente fáceis de mensurar, o cálculo da mudança no valor da empresa que não é refletido nos fluxos de caixa atuais envolve muitas vezes grande poder discricionário.

Sobre como mensurar este fenômeno, Dechow, Ge e Schrand (2010) listam diferentes formas de fazê-lo, conforme demonstra e sintetiza a Tabela 1. Dentre estas, os

componentes de *accruals* capturam justamente a diferença entre os fluxos de caixa das empresas e o lucro declarado. Inclusive, Martinez (2013) relata que os *accruals* discricionários, apesar de possuírem limitações, podem ser considerados um instrumento pragmático para segregar comparativamente empresas que gerenciam mais ou menos resultados.

Tabela 1: Lista de proxies de Qualidade de Lucro.

Proxy empírica para <i>Accruals</i>	Teoria
<p>Persistência $Lucro_{t+1} = \alpha + \beta Lucro_t + \epsilon_t$ B mede a Persistência</p>	As empresas com lucros mais persistentes tem lucros/fluxos de caixa mais sustentáveis, que tornará estas informações mais úteis para avaliação das ações com base em seu fluxo de caixa.
<p>Magnitude dos <i>Accruals</i> $Accrual = Lucro_t - FC_t$ $Accrual = \Delta(\text{capital de giro})$ $Accrual = \Delta(AOL)^*$</p>	<p><i>Accruals</i> extremos possuem baixa qualidade devido representarem um componente menos persistente dos lucros. * Sigla para Ativo Operacional Líquido.</p>
<p>Resíduos dos modelos de <i>Accruals</i> (Termo erro da regressão de <i>accruals</i> em seus drivers econômicos)</p>	Representam o poder discricionário da administração ou o erro de estimativa, sendo que ambos reduzem a utilidade da informação.
<p>Suavização $\sigma(Lucro) = \sigma(FC)$</p>	Suavização transitória dos fluxos de caixa pode melhorar a persistência dos lucros e a capacidade de informação dos lucros.
<p>Reconhecimento oportuno de perdas</p>	Existe uma demanda pelo reconhecimento oportuno das perdas para combater o otimismo natural da gestão. Este reconhecimento significa lucros de alta qualidade.
<p>Benchmarks</p>	Agrupamento incomum na distribuição de lucros aponta para gerenciamento de resultados em busca de certas metas.
<p>Coefficientes de resposta de lucro</p>	Investidores respondem à informação que tem implicação de valor. Uma correlação maior com valor implica que os resultados refletem melhor o desempenho da firma.
<p>Indicadores externos de distorções de lucros</p>	Empresas podem possuir erros em suas demonstrações financeiras, o que implica em baixa qualidade dos lucros.

Fonte: Adaptado de Dechow, Ge e Schrand (2010).

O gerenciamento de resultados é um fenômeno global, porém com diferenciações entre os países. Em Leuz, Nanda e Wysocki (2003), os autores

descrevem o gerenciamento de resultados em 31 nações. Demonstram que empresas em países com mercados de capitais desenvolvidos, estruturas de propriedade dispersas, fortes direitos dos investidores e fiscalização legal se envolvem em menos gerenciamento de resultados. Importante salientar que não devemos confundir, a priori, gerenciamento de resultados com contabilidade fraudulenta (LOPO MARTINEZ, 2013), pois o primeiro encontra-se estruturado dentro dos limites legais das regras contábeis.

Conforme o exposto, o fenômeno do gerenciamento de resultados existe e pode ser mensurado. Mas o que estas empresas fazem com seu resultado? As alternativas básicas das empresas para a destinação dos resultados de suas atividades são: distribuir o lucro excedente para seus acionistas, investi-lo em projetos rentáveis que revertam em mais lucros para os próprios acionistas ou ainda constituir reservas em seu caixa. A política de distribuição de lucros das empresas, apesar da aparente simplicidade é uma questão complexa e ainda não totalmente compreendida pela academia e gestores.

A pesquisa sobre dividendos tem origem com o trabalho de Lintner (1956) que identificou a relutância dos gestores nos EUA em alterar dividendos. Este conceito está fortemente enraizado na cultura norte-americana, tanto que diversos estudos posteriores (Baker et al., 1985; Pruitt e Gitman, 1991; Baker & Powell, 1999; Brav et al., 2005) confirmaram que os gestores ainda são relutantes em modificar a política de dividendos adotada pela empresa. E a preferência dos gestores em manter pagamentos de dividendos estáveis não é uma exclusividade das empresas nos EUA. Estas mesmas características foram identificadas em outros países, tais como Austrália, Alemanha, África do Sul, Noruega e Canadá.

Recentemente surgiram pesquisas visando identificar o pagamento de dividendos com a qualidade dos lucros. Nos EUA esta relação não estaria tão clara, pois conforme já exposto, a tradição de dividendos estáveis é muito forte, ou seja, não há uma correlação forte entre dividendos e lucro líquido. No Brasil, como os dividendos estão fortemente correlacionados com o lucro líquido, o desejo de distribuir ou não dividendos poderia influenciar a decisão de gerenciar o lucro líquido.

Daniel, Denis e Naveen (2008) identificaram que empresas com restrições à distribuição de dividendos, como *covenant* existentes em contratos de dívidas estão

mais propensas a aumentar seus lucros com o uso de *accruals* discricionários e assim manter o pagamento de dividendos. Por outro lado, Tong e Miao (2011) relacionaram o pagamento de dividendos a um baixo uso de *accruals* discricionários, pois o pagamento dos dividendos precisaria ser suportado por um fluxo de caixa consistente e empresas nesta situação não teriam a necessidade de se utilizar de *accruals* discricionários para melhorarem seus resultados.

He et al. (2016) realizaram uma ampla pesquisa com empresas de 29 países e assim como Tong e Miao (2011) identificaram que as empresas que pagam dividendos gerenciam menos resultados do que empresas que não pagam dividendos, sendo essa relação mais forte em países com pouca proteção ao investidor e baixa transparência.

Entretanto, no Brasil a opção de distribuição de lucros é afetada por interferência governamental ao instituir o pagamento de dividendo mínimo através da Lei das Sociedades por ações (Lei 6.404/1976). Esta determinou como dividendos obrigatórios parcela estabelecida pelo estatuto ou na ausência de mínimo obrigatório a metade do lucro contábil, com a justificativa de proteger o acionista minoritário.

Inclusive, o Brasil que não está incluído no estudo de He et al. (2016) seria um forte candidato a apresentar este padrão de menor nível de gerenciamento de resultados e pagamento de dividendos. Seguindo essa lógica, Rodrigues Sobrinho, Rodrigues e Sarlo Neto (2014) investigaram essa relação, mas não a encontraram. Os autores consideram que a existência do dividendo mínimo legal no Brasil poderia justificar essa ausência da esperada relação.

Neste contexto, Vancin e Procianoy (2016) afirmam existir uma diferença básica e primordial entre as companhias que pagam apenas o dividendo mínimo e aquelas que pagam acima deste montante. Observa-se que as primeiras são obrigadas por lei a fazerem alguma distribuição de dividendos, e caso pudessem pagar menos que este mínimo, muito provavelmente o fariam. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos. Ou seja, as empresas que pagam apenas o dividendo obrigatório sinalizam ao mercado a vontade de reter o máximo de dinheiro dentro da companhia.

E, conforme exposto anteriormente nesta seção, um dos recursos que podem auxiliar estas companhias neste objetivo é justamente o gerenciamento de resultados. Empresas que não possuem o desejo de distribuir proventos aos seus acionistas, mas

que são obrigadas a fazê-lo por força de lei, podem utilizar-se desta ferramenta para pagar o mínimo possível. Assim, são desenvolvidas as duas hipóteses a serem investigadas:

H₁: *Empresas que pagam apenas o dividendo mínimo obrigatório gerenciam mais os seus resultados.*

H₂: *Empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório gerenciam menos os seus resultados.*

3. Metodologia

Então, com base nas hipóteses formuladas, foram adaptados modelos econométricos já existentes na literatura para testá-las empiricamente. As hipóteses H₁ e H₂ serão testadas através da estimação de *accruals*, cujo método está descrito a seguir.

Para estimar o *accruals* discricionários foi utilizado o modelo de Jones (1991) que tem utiliza dados do balanço patrimonial para capturar o gerenciamento de resultados. Para aplicação do modelo, o primeiro passo foi a estimação dos *accruals* totais, conforme apresentado na equação 1.

$$AT_J = \Delta AC_t - \Delta PC_t - \Delta Caixa_t + \Delta Dív_t - DEP_t \quad (1)$$

Sendo:

AT = *Accruals* totais;

ΔAC = Variação no Ativo Circulante;

ΔPC = Variação no Passivo Circulante;

$\Delta Caixa$ = Variação no Caixa e Equivalente de Caixa;

$\Delta Dív$ = Variação nas Dívidas de Curto Prazo;

DEP = Depreciação.

Após a estimação dos *accruals* totais, foram estimados os *accruals* discricionários, sendo estes o termo de erro das regressões propostas pelos modelos de Jones (1991) conforme a equação 2.

$$AT_{J_{i,t}} = \alpha + \beta_1 \Delta REC_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Sendo:

ΔREC = Variação da receita líquida;

PPE = Ativo imobilizado;

ε = termo de erro (*accruals* discricionários).

Após estimados os *accruals* discricionários foi rodado o modelo de regressão para estimar a relação entre pagamento do dividendo mínimo obrigatório e o gerenciamento de resultados (equação 3), e a relação do pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório e o gerenciamento de resultados, conforme modelo utilizado na equação 4.

$$AD_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{DIV_Min}_{i,t} + \beta_2 \text{ROE}_{i,t} + \beta_3 \text{LG}_{i,t} + \beta_4 \text{END}_{i,t} + \beta_5 \text{ML}_{i,t} + \beta_6 \text{AT}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Ou

$$AD_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{DIV_Acima}_{i,t} + \beta_2 \text{ROE}_{i,t} + \beta_3 \text{LG}_{i,t} + \beta_4 \text{END}_{i,t} + \beta_5 \text{ML}_{i,t} + \beta_6 \text{AT}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Sendo:

AD = *accruals* discricionários;

DIV_Min = *Dummy* que recebe o valor de um (1) se a companhia distribuiu apenas o dividendo mínimo obrigatório, e zero (0) caso contrário;

Div_Acima = *Dummy* que recebe o valor de um (1) se a companhia distribuiu dividendos acima do mínimo obrigatório, e zero (0) caso contrário;

ROE = Retorno sobre o patrimônio líquido;

LG = Liquidez geral (ativo circulante + realizável a longo prazo) / (passivo circulante + passivo não circulante);

END = endividamento (dívida líquida / patrimônio líquido);

ML = Margem líquida (lucro líquido / vendas) x 100;

AT = logaritmo do ativo total.

Por fim, as observações atípicas (*outliers*) devem receber atenção ao realizar regressões para que estes dados extremos não influenciem significativamente na estimação dos parâmetros das variáveis. Para que não haja esta influência, será realizada

a winsorização das variáveis. Neste estudo será fixado como limite superior e inferior, 95% e 5% respectivamente.

4. Amostra

A amostra é composta por dados contábeis (extraídos do banco de dados da Compustat®) das empresas listadas na B3 abrangendo o período entre 2007 a 2015. Desta amostra foram retiradas as instituições financeiras, pois método utilizado para estimar o gerenciamento de resultado não é compatível com a estrutura de balanço das instituições financeiras. Também foram retiradas as observações não tinham dados completos.

Para testar as hipóteses da presente pesquisa, necessita-se da classificação das empresas brasileiras de capital aberto entre empresas que pagam dividendos acima do obrigatório mínimo e empresas que pagam apenas este. Para tal, baseado na pesquisa de Vancin e Procianoy (2016), foram coletados dados dos estatutos sociais e das assembleias gerais ordinárias das companhias.

A necessidade desta coleta decorre da legislação determinar que o estatuto social das companhias possa determinar a parcela mínima do lucro distribuído via dividendos. Assim, ao analisar os estatutos sociais das companhias brasileiras de capital aberto, é possível verificar qual a parcela do lucro que deve ser destinado ao pagamento obrigatório de dividendos de cada uma delas.

Com o intuito de verificar se este estava sendo pago ou não, utiliza-se do artigo 192 da LSA, o qual determina que a assembleia geral ordinária (AGO) deve aprovar a proposta de destinação do lucro líquido do exercício. Sendo assim, torna-se imperativo a leitura das atas das AGOs que aprovam a destinação dos dividendos, para relacionar os dividendos pagos ao exercício social que deu origem aos mesmos.

Após a leitura das atas, será feita a comparação entre quanto foi aprovado pela AGO e quanto deveria, segundo a legislação e ao estatuto social de cada empresa, ser destinado aos acionistas como dividendo obrigatório. Ao realizar tal comparação, poderá ser determinado quais empresas estão pagando igual ou abaixo do obrigatório.

5. Resultados

A apresentação da estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo é feita através da Tabela 2. Os resultados apresentados são referentes às companhias que distribuíram dividendos no período de 2007/2015 no Brasil.

Tabela 2. Estatísticas Descritivas das Empresas Pagadoras de Dividendos.

Variáveis	(1) N	(2) Média	(3) Desvio	(4) Mínimo	(5) Máximo
ROE	1,165	16.36	15.12	1.200	132.9
LG	1,167	1.356	1.162	0.200	7.100
END	1,167	58.63	61.60	2.200	328.8
ML	1,167	21.55	38.34	1	210
AT	1,167	14.74	1.561	8.991	17.14
AD	1,141	16,474	456,437	-1.177	783,558
Div_Acima	1,167	0.603	0.489	0	1
Div_Min	1,167	0.397	0.489	0	1

Um ponto importante a ser observado nesta tabela é a proporção de empresas que distribuíram acima do dividendo obrigatório (60,3%). Ou seja, no Brasil existe a tendência, em empresas que distribuem dividendos, em pagar quantias a seus acionistas superiores àquelas demandadas na legislação. Entretanto, uma parcela significativa das companhias (39,7%) distribui exatamente o dividendo obrigatório mínimo, ou seja, distribuem estritamente o que é mandatório conforme a lei. Estes resultados estão em linha com os encontrados por Vancin e Procianoy (2016).

Aprofundando a análise, na tabela 3 constam as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos econométricos, mas segmentando as empresas que distribuem dividendos entre as que pagam apenas o mínimo daquelas que pagam acima deste. O Teste t serve para testar diferenças entre médias dos dois grupos.

O grupo de empresas que distribuem apenas o dividendo obrigatório, quando comparadas àquelas que distribuem acima do mínimo, são caracterizadas por possuírem: menor lucratividade (ROE) e tamanho (AT), e maior margem líquida (ML) e *accruals* discricionários (AD). As demais variáveis não possuem diferenciação estatísticas entre os dois grupos.

Dessa forma e preliminarmente, demonstra-se que, apesar de ambos grupos distribuírem dividendos (possuírem resultados positivos em seus balanços), possuem características próprias e distintas.

Tabela 3. Estatísticas descritivas por grupo de interesse.

Painel A: Empresas que distribuíram dividendos acima do mínimo.

Variáveis	(1) N	(2) Média	(3) Desvio	(4) Mínimo	(5) Máximo	(6) Teste t
ROE	702	17.48	16.92	1.20	132.9	3.12***
LG	704	1.36	1.24	0.20	7.10	0.09
END	704	58.56	62.30	2.20	328.8	-0.05
ML	704	18.69	28.47	1	210	-3.15***
AT	704	14.88	1.62	8.99	17.14	3.73***
AD	686	-16888	485675	-1177040	783558	-3.04***

Painel B: Empresas que distribuíram apenas o dividendo mínimo.

Variáveis	(1) N	(2) Média	(3) Desvio	(4) Mínimo	(5) Máximo	(6) Teste t
ROE	463	14.67	11.69	1.20	132.9	-3.12***
LG	463	1.35	1.03	0.20	7.10	-0.09
END	463	58.74	60.58	2.20	328.8	0.05
ML	463	25.89	49.44	1	210	3.15***
AT	463	14.53	1.44	9.73	17.14	-3.73***
AD	455	66775	403750	-1177040	783558	3.04***

Na Tabela 4 são apresentados os resultados das regressões múltiplas para testar as hipóteses de pesquisa. As regressões (1) e (2) foram realizadas com apenas as empresas distribuidoras de dividendos e (3) e (4) com a amostra completa – todas as empresas nacionais que possuíam dados para o período selecionado, ou seja, pagadoras e não pagadoras de dividendos. O objetivo é isolar o efeito do nível de dividendos (mínimo ou acima deste) primeiramente apenas em empresas que distribuem dividendos (um grupo mais coeso) para depois comparar este efeito numa amostra mais abrangente.

A primeira hipótese relata que as companhias que distribuem apenas o dividendo mínimo obrigatório gerenciam mais os seus resultados. Conforme o resultado positivo e estatisticamente significativo do coeficiente da variável Div_Min para os modelos com

a amostra completa (4) e somente com empresas que distribuem dividendos (2), esta hipótese é corroborada. Ou seja, estas empresas gerenciam mais seus resultados, muito provavelmente o fazem justamente para pagar o mínimo possível de dividendos.

Tabela 4. Resultados das Regressões.

Variáveis	(1) Accrual	(2) Accrual	(3) Accrual	(4) Accrual
Div_Acima	-50,326* (-1.89)		-26,069 (-1.22)	
ROE	-335 (-0.33)	-335 (-0.33)	-307 (-0.59)	-293 (-0.57)
LG	7,975 (0.64)	7,975 (0.64)	10,887 (1.07)	8,800 (0.88)
END	-707*** (-3.00)	-707*** (-3.00)	-593*** (-3.71)	-549*** (-3.49)
ML	669* (1.96)	669* (1.96)	622*** (2.64)	644*** (2.76)
AT	-81,768*** (-8.55)	-81,768*** (-8.55)	-82,256*** (-11.75)	-83,450*** (-12.15)
Div_Min		50,326* (1.89)		46,999** (2.04)
Constante	1,290,165*** (8.43)	1,239,839*** (7.92)	1,253,659*** (11.32)	1,247,629*** (11.29)
Observações	1,139	1,139	1,791	1,791
R-quadrado	0.1108	0.1108	0.1145	0.1158
Amostra	Distr. Div.	Distr. Div.	Completa	Completa

***, **, * significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Esta justificativa alinha-se com o trabalho de Vancin e Procianny (2016) que afirmam existir uma diferença básica e primordial entre as companhias que pagam apenas o dividendo mínimo e aquelas que pagam acima deste montante. Observa-se que as primeiras são obrigadas por lei a fazerem alguma distribuição de dividendos, e caso pudessem pagar menos que este mínimo, muito provavelmente o fariam. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos. Ou seja, as empresas que pagam apenas o dividendo obrigatório sinalizam ao mercado a vontade de reter o máximo de dinheiro dentro da companhia. Por isso, condiz com a teoria que estas gerenciam seus resultados com este intuito.

Já a segunda hipótese relata que as companhias de capital aberto que distribuem dividendos acima do mínimo obrigatório gerenciam menos os seus resultados. Conforme esperado, o sinal do coeficiente da variável distribuição de dividendos além do mínimo obrigatório (Div_Acima) é negativo. Os resultados encontrados em ambos os modelos de estimação de gerenciamento de resultados para esta variável foram negativos, porém estatisticamente significante apenas com a amostra de apenas empresas que distribuem dividendos.

Estes resultados reforçam a hipótese inicial de que a distribuição de dividendos além do mínimo está correlacionada com menor nível de gerenciamento de resultado contábil. Resultados estes encontrados estão em linha com os achados de He et al. (2016) e Tong e Miao (2011) em outros países e com a ideia de que o pagamento de dividendos é um sinalizador de qualidade dos resultados contábeis.

Ainda foi possível identificar que o gerenciamento de resultados é negativamente afetado pelo endividamento (END) da empresa e pelo seu tamanho (AT) – variáveis com coeficientes estatisticamente significantes. De forma contrária, o gerenciamento de resultados é afetado positivamente pela margem líquida da companhia (ML).

6. Considerações finais

Este trabalho teve como objetivo investigar se empresas brasileiras de capital aberto gerenciam seus lucros com o intuito de pagar apenas o dividendo mínimo obrigatório. Adicionalmente, verificar se o pagamento de dividendos além do mínimo obrigatório sinaliza uma melhor qualidade das demonstrações contábeis e consequentemente está correlacionada com um menor nível de gerenciamento de resultados.

Trabalhos anteriores não encontraram essa relação no Brasil, mas não havia sido considerado a particularidade da prática de dividendos mínimos obrigatórios que existe no mercado brasileiro, ou seja, empresas que mais pagam dividendos não necessariamente têm motivação em distribuir recursos aos seus acionistas, podem estar apenas cumprindo uma exigência legal.

Desta forma, neste trabalho, consideramos como empresas pagadoras de dividendos aquelas que distribuíram além do mínimo legal, que na prática são as empresas que realmente tiveram intensão de remunerar seus acionistas, pois as demais estavam apenas seguindo as obrigações estatutárias.

Considerando esta particularidade do mercado brasileiro foi possível confirmar a expectativa de que empresas que distribuem dividendos além do mínimo legal têm menores níveis de gerenciamento de resultados. E que empresas que distribuem apenas o dividendo mínimo gerenciam seus resultados para fazê-lo.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, José Elias Feres de; LOPES, Alexsandro Broedel; CORRAR, Luiz João. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 44-62, 2013.

BAKER, H. Kent; FARRELLY, Gail E.; EDELMAN, Richard B. A survey of management views on dividend policy. **Financial management**, p. 78-84, 1985.

BAKER, H. Kent; POWELL, Gary E. How corporate managers view dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, p. 17-35, 1999.

BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas. CEO incentives and earnings management. **Journal of financial economics**, v. 80, n. 3, p. 511-529, 2006.

BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antonio Gledson; GORGA, Erica. Corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21-38, 2010.

BRAV, A., GRAHAM, J. R., HARVEY, C. R., & MICHAELY, R. Payout policy in the 21st century. **Journal of financial economics**, v. 77, n. 3, 483-527, 2005.

DANIEL, Naveen D.; DENIS, David J.; NAVEEN, Lalitha. Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 1, p. 2-26, 2008.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **Accounting review**, p. 193-225, 1995.

DECHOW, Patricia; GE, Weili; SCHRAND, Catherine. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.

ERFURTH, Alfredo Ernesto; BEZERRA, Francisco Antônio. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 10, n. 1, 2013.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

LEUZ, Christian; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of financial economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

LOPO MARTINEZ, Antônio. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, 2013.

MARTINS, Theo Cotrim; NOVAES, Walter. Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 953-967, 2012.

PRUITT, Stephen W.; GITMAN, Lawrence J. The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms. **Financial review**, v. 26, n. 3, p. 409-430, 1991.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SOBRINHO, William Brasil Rodrigues; RODRIGUES, Herbert Simões; NETO, Alfredo Sarlo. Dividendos e accruals discricionários: um estudo sobre a relação entre a política de distribuição de dividendos e a qualidade dos lucros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 24, p. 3-24, 2014.

VANCIN, Daniel Francisco; PROCIANOY, Jairo Laser. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, 2016.

YU, Fang Frank. Analyst coverage and earnings management. **Journal of financial economics**, v. 88, n. 2, p. 245-271, 2008.