

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

VITOR CORREA DA SILVA

EFEITO MODERADOR DA CONCENTRAÇÃO DO CONTROLE
ACIONÁRIO NA RELAÇÃO ENTRE O GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS E OS DIVIDENDOS: EVIDÊNCIAS DO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO

VITÓRIA – ES

2020

VITOR CORREA DA SILVA

EFEITO MODERADOR DA CONCENTRAÇÃO DO CONTROLE
ACIONÁRIO NA RELAÇÃO ENTRE O GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS E OS DIVIDENDOS: EVIDÊNCIAS DO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em
Administração do Centro de Ciências Jurídicas e
Econômicas da Universidade Federal do Espírito
Santo, como requisito parcial para obtenção do título
de doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Annor da Silva Júnior.

VITÓRIA – ES

2020

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de
Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

S586e Silva, Vitor Correa da, 1990-
Efeito moderador da concentração do controle acionário na
relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos :
evidências do mercado de capitais brasileiro / Vitor Correa da
Silva. - 2020.
114 f. : il.

Orientador: Annor da Silva Junior.
Coorientador: Alfredo Rodrigues Leite da Silva.
Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do
Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas.

1. Dividendos. 2. Governança corporativa. 3. Contabilidade. 4.
Finanças. 5. Mercado de capitais. I. Silva Junior, Annor da. II.
Silva, Alfredo Rodrigues Leite da. III. Universidade Federal do
Espírito Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. IV.
Título.

CDU: 65



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO



Mestrado e Doutorado

Programa de
Pós- Graduação
em Administração
UFES

Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas
Programa de Pós - Graduação em Administração
Av. Fernando Ferrari, 514 – Campus
Universitário - Goiabeiras
E-Mail ppgadm@gmail.com
www.ppgadm.ufes.br

“Efeito Moderador da Concentração do Controle Acionário
na Relação entre o Gerenciamento de Resultados e os
dividendos: Evidências do Mercado de Capitais Brasileiro”

Vitor Correa as Silva

*Tese apresentada ao Curso de Doutorado
em Administração da Universidade
Federal do Espírito Santo como requisito
parcial para obtenção do Grau de Doutor
em Administração.*

Aprovada em: 29/04/2020

COMISSÃO EXAMINADORA

Professor Dr. Annor da Silva Júnior
Orientador – PPGAdm/UFES

Professor Dr. Alfredo Rodrigues Leite da Silva
Presidente da banca – PPGAdm/UFES

Professora Dr^a Teresa Cristina Janes Carneiro
Membro interno – PPGAdm/UFES

Professora Dr^a Patrícia Maria Bortolon
Membro externo – PPGCon/UFES

Professor Dr. José Elias Feres de Almeida
Membro externo – PPGCon/UFES

Professor Dr. Fábio Moraes da Costa
Membro externo – FUCAPE



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

PROTOCOLO DE ASSINATURA



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por
ALFREDO RODRIGUES LEITE DA SILVA - SIAPE 1802333
Departamento de Administração - DAd/CCJE
Em 29/04/2020 às 17:41

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/19406?tipoArquivo=O>



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

PROTOCOLO DE ASSINATURA



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por
ANNOR DA SILVA JUNIOR - SIAPE 1800434
Departamento de Ciências Contábeis - DCC/CCJE
Em 29/04/2020 às 18:02

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/19409?tipoArquivo=O>



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

PROTOCOLO DE ASSINATURA



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por
TERESA CRISTINA JANES CARNEIRO - SIAPE 1510449
Departamento de Administração - DAd/CCJE
Em 04/05/2020 às 13:31

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/20043?tipoArquivo=O>



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

PROTOCOLO DE ASSINATURA



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por
JOSE ELIAS FERES DE ALMEIDA - SIAPE 1717374
Departamento de Ciências Contábeis - DCC/CCJE
Em 05/05/2020 às 13:36

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/20526?tipoArquivo=O>



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

PROTOCOLO DE ASSINATURA



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por
PATRICIA MARIA BORTOLON - SIAPE 1818615
Departamento de Ciências Contábeis - DCC/CCJE
Em 06/05/2020 às 15:14

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/21028?tipoArquivo=O>

À minha amada mãe, Neide, que não só me deu a vida, como me doa a sua vida a cada dia. Ao meu amado pai, Roberto (*in memoriam*), que será sempre meu grande exemplo de força e determinação. E à minha amada esposa, Manuella, o amor da minha vida.

AGRADECIMENTOS

Pela realização desta tese de doutorado, gostaria de agradecer a todos os meus professores do Programa de Pós Graduação em Administração da UFES: César, Hélio, Eloísio, Susane, incluindo o meu coorientador prof. Alfredo Leite. Como o Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da UFES também contribuiu muito para a minha formação, também gostaria de agradecer aos professores Gabriel, José Elias, Patrícia, Alfredo e Marcelo Alvaro. Porém, gostaria de agradecer de forma especial ao meu professor e orientador Annor da Silva Junior. Não há palavras que possam descrever o quão estimulante foi a convivência com o professor Annor. Grandes mestres ensinam pelo exemplo e a partir das suas ações eu vi isso na prática. Agradeço a ele por tudo o que fez por mim desde a época do mestrado, quando ele foi fundamental para a minha conclusão do curso. Agradeço também de forma especial à professora Priscilla de Oliveira Martins da Silva, que desde a graduação me proporcionou grandes ensinamentos. Agradeço também aos membros da banca de qualificação e de defesa desta tese ainda não citados neste texto, os professores Fábio Moraes e Teresa Carneiro. Por fim, sempre lembrarei com carinho dos grandes professores da minha graduação na Ufes que, de alguma forma, também foram importantes para a construção desta tese, em especial, agradeço aos professores Marcos Paulo de Oliveira e Sérgio Robert de Sant'anna.

Nesta tese também existe a contribuição de muitos amigos e alunos do PPGADM. Agradeço a todos eles, em especial a Miguel, Katia, Ariana, Mariana Ramos, José Mário, Vinícius Medina, Roberto, Ana Carolina, Beatriz, e Victor Corrêa, que estiveram mais próximos durante o curso. Aproveito também para agradecer a todos os meus amigos pela paciência e compreensão nos momentos de falta de tempo durante o doutorado (e o mestrado também). Agradeço, em especial, a Pedro e a Ramon, parceiros de longa data que, mesmo distantes geograficamente em alguns momentos, nunca deixaram de estar próximos. Também não posso deixar de fazer um agradecimento especial à minha esposa, Manuella. A pessoa certa que entrou na minha vida na hora certa. Agradeço por ela sempre ter estado presente em todos os momentos, os bons e os menos bons. A sua companhia contribuiu imensamente para o meu crescimento pessoal e profissional.

Por fim, não poderia deixar de agradecer aos meus familiares. Tias, tios, primos, primas, irmãs, avôs, todos extremamente relevantes para a realização desta tese, mas gostaria de agradecer, em especial, à minha mãe, Neide. Mamãe é, acima de tudo, um exemplo de amor pra mim. Não tenho palavras para descrever a minha eterna gratidão a ela.

“Ontem um menino que brincava me falou que hoje é semente do amanhã; para não ter medo que este tempo vai passar.

Não se desespere, nem pare de sonhar. Nunca se entregue, nasça sempre com as manhãs. Deixe a luz do sol brilhar no céu do seu olhar. (...) Vamos lá fazer o que será!”

Gonzaguinha (Nunca Pare de Sonhar).

RESUMO

Objetivou-se nesta pesquisa identificar qual é o efeito moderador exercido pela concentração acionária na relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e os dividendos em companhias brasileiras listadas na [B]³. Considerando-se que o gerenciamento de resultados representa escolhas gerenciais que possuem o interesse de enviar o resultado contábil e que os dividendos são influenciados pela apuração de tal resultado, presume-se que o gerenciamento de resultados teria potencial para explicar os dividendos, visto que o primeiro poderia, por exemplo, ser utilizado para justificar uma menor distribuição do segundo. Ademais, considerando-se a presença do conflito de agência do tipo II no mercado de capitais brasileiro, entende-se que a concentração acionária poderia fortalecer ainda mais a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos exercendo, neste caso, um efeito moderador. Assim, realizou-se uma pesquisa descritivo-exploratória com abordagem quantitativa e fez-se uso de uma amostra com 1.083 observações companhia/ano do período entre 2011 a 2018. A técnica estatística de análise de regressão foi utilizada para testar o relacionamento entre as variáveis. Os resultados sugerem que a concentração acionária não modera a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos, provavelmente pelo fato do gerenciamento de resultados não se relacionar com os dividendos em companhias brasileiras. Duas possíveis explicações foram propostas para este achado: i) as decisões sobre o gerenciamento de resultados e sobre os dividendos possuem determinantes diferentes e não relacionados e; ii) há uma baixa necessidade das companhias brasileiras de justificarem as decisões sobre os dividendos. Porém, identificou-se que o aumento na diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias está relacionado com uma redução no pagamento de dividendos, aspecto condizente com a hipótese de expropriação dos minoritários proposta pela teoria da agência. Assim, acredita-se que a pesquisa é capaz prover contribuições teóricas a respeito da concentração acionária, do gerenciamento de resultados e dos dividendos em companhias brasileiras; contribuições metodológicas acerca do uso da variável moderadora e; contribuições práticas por apontar potenciais efeitos danosos para os minoritários oriundos da diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias.

PALAVRAS-CHAVE: Dividendos. Gerenciamento de Resultados. Concentração Acionária. Conflito de Agência. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

This research aims to identify the moderating effect exerted by the shareholding concentration in the relationship between accruals earnings management and the dividends in the Brazilian public firms traded in [B]³. Considering that earnings management represents managerial choices that have an interest in skewing the accounting earnings and that the dividends is influenced by that earnings, it is assumed that earnings management would have the potential to explain the dividends, since the first could, for example, be used to justify a smaller distribution of the second. Furthermore, considering the presence of type II agency conflict in the Brazilian capital market, it is understood that the shareholding concentration could further strengthen the relationship between earnings management and dividends, in this case, having a moderator effect. Thus, a descriptive-exploratory research with a quantitative approach was carried out and a sample with 1,083 company/year observations from 2011 to 2018 was used. The statistical technique of regression analysis was used to test the relationship between the variables. The results suggest that the shareholding concentration does not moderate the relationship between earnings management and dividends, probably because earnings management is not related to dividends in Brazilian firms. Two possible explanations have been proposed for this finding: i) the decisions about earnings management and dividends have different and unrelated determinants and; ii) there is a low need for Brazilian firms to justify decisions on the dividends. However, it was identified that the increase in the difference between the free float of preferred stocks and the free float of common stocks is related to a reduction in the dividends payment, an aspect consistent with the minority shareholders expropriation hypothesis proposed by the agency's theory. Thus, it is believed that the research is able to provide theoretical contributions regarding the shareholding concentration, earnings management and dividends in Brazilian firms; methodological contributions on the use of the moderating variable and; practical contributions for pointing out potential harmful effects for minority shareholders arising from the difference between the free float of preferred stocks and the free float of common stocks.

KEYWORDS: Dividends. Earnings Management. Shareholding Concentration. Agency Conflict. Capital Market.

TITLE: MODERATOR EFFECT OF THE SHAREHOLDING CONCENTRATION ON THE RELATIONSHIP BETWEEN EARNINGS MANAGEMENT AND DIVIDENDS: EVIDENCES OF THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Variáveis utilizadas como métricas para a distribuição de dividendos	61
Tabela 2 - Variáveis utilizadas para mensurar o gerenciamento de resultados	63
Tabela 3 - Variáveis para a caracterização da concentração acionária	65
Tabela 4 - Variáveis utilizadas pela pesquisa	68
Tabela 5 - Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na pesquisa	69
Tabela 6 - Correlação entre as variáveis utilizadas na pesquisa.....	70
Tabela 7 - Sinal esperado dos coeficientes das variáveis de interesse	72
Tabela 8 - Resultados para a métrica DIV_AT, considerando a métrica CTRL_ON como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	72
Tabela 9 - Resultados para a métrica DIV_AT, considerando a métrica ON_PN_CTRL como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	74
Tabela 10 - Resultados para a métrica DIV_AT, considerando a métrica PN_ON_FF como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	75
Tabela 11 - Resultados para a métrica DIV_EBIT, considerando a métrica CTRL_ON como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	76
Tabela 12 - Resultados para a métrica DIV_EBIT, considerando a métrica ON_PN_CTRL como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	77
Tabela 13 - Resultados para a métrica DIV_EBIT, considerando a métrica PN_ON_FF como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	78
Tabela 14 - Resultados para a métrica DIV_LL, considerando a métrica CTRL_ON como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	80
Tabela 15 - Resultados para a métrica DIV_LL, considerando a métrica CTRL_ON como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	81
Tabela 16 - Resultados para a métrica DIV_LL, considerando a métrica PN_ON_FF como variável moderadora da relação com os accruals discricionários.....	82
Tabela 17 – Resultados adicionais: métrica PN_ON_FF moderando a relação entre os dividendos e os accruals discricionários positivos	85
Tabela 18 – Resultados adicionais: métrica PN_ON_FF moderando a relação entre os dividendos e os accruals discricionários negativos	86
Tabela 19 – Resultados adicionais: Modelos considerando todas as observações companhia/ano da amostra	87
Tabela 20 – Resultado do teste das hipóteses aventadas pela pesquisa.....	91

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Resultados adicionais: gráfico de dispersão da relação entre as métricas DIV_EBIT e AD_JMROA	88
Figura 2 – Resultados adicionais: gráfico de dispersão da relação entre as métricas DIV_AT e PN_ON_FF.....	89
Figura 3 – Resultados adicionais: gráfico de dispersão da relação entre as métricas DIV_EBIT e PN_ON_FF.....	89
Figura 4 – Resultados adicionais: gráfico de dispersão da relação entre as métricas DIV_LL e PN_ON_FF.....	90

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B³ - Brasil, Bolsa e Balcão

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo

CEO - *Chief Executive Officer*

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*

EUA - Estados Unidos da América

Gaap - *Generally Accepted Accounting Principles*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

IPO - *Initial Public Offering*

LAIR - Lucro Antes do Imposto de Renda

P&D - Pesquisa e Desenvolvimento

PPGAdm - Programa de Pós-Graduação em Administração

ROA - *Return On Assets*

Ufes - Universidade Federal do Espírito Santo

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	18
1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO DA PESQUISA	19
1.2. PROBLEMA DE PESQUISA	27
1.3. OBJETIVO GERAL E ESPECÍFICOS	27
1.4. JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA	28
1.5. LIMITAÇÕES DA PESQUISA	29
1.6. ESTRUTURA DA TESE	31
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES ...	32
2.1. ESTRUTURA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DA AGÊNCIA .	32
2.1.1. Histórico e características das companhias, do contexto institucional e do mercado de capitais brasileiro	38
2.2. DIVIDENDOS	43
2.3. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	48
2.4. HIPÓTESES DA PESQUISA	51
3. MÉTODO	58
3.1. CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	59
3.2. VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	60
3.2.1. Métricas sobre os dividendos.....	60
3.2.2. Métricas de gerenciamento de resultados	62
3.2.3. Métricas sobre a concentração acionária	64
3.3. MODELO DE ESPECIFICAÇÃO DA PESQUISA	66
4. RESULTADOS	67
4.1. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS.....	67
4.2. TESTES ADICIONAIS.....	83
4.3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	90
5. CONCLUSÃO	97
REFERÊNCIAS	100
APÊNDICES	108

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho consiste em uma tese de doutorado desenvolvida no Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGAdm) da Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes). Resumidamente, investigou-se como a concentração acionária¹ modera a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos em companhias brasileiras listadas na [B]². Ressalta-se que esta tese está inserida na linha de pesquisa Práticas Organizacionais e Culturais do PPGAdm, que possui o objetivo de compreender como se desenvolvem as práticas de gestão e organização, bem como a dimensão cultural e simbólica das organizações, com destaque para o uso de abordagens interpretativas de análise.

Assim, apesar desta tese adotar uma abordagem quantitativa, destaca-se que não se abriu mão de interpretar qualitativamente os resultados da pesquisa, bem como as suas implicações teóricas, metodológicas e práticas. Além disso, acredita-se que o interesse de investigação desta pesquisa está condizente com os interesses da referida linha de pesquisa, principalmente pelo fato do trabalho ter como elementos centrais de análise as escolhas gerenciais (práticas) relacionadas aos dividendos e ao processo contábil no contexto do mercado de capitais brasileiro, além de considerar as características socioculturais e históricas do empresariado brasileiro. Com fins elucidativos acerca da problematização e dos interesses de investigação da pesquisa, esta introdução está desmembrada em cinco subseções. A seguir será feita a contextualização da pesquisa e, posteriormente, será apresentado o problema de pesquisa, seguido pelos objetivos geral e específicos. Em seguida, será apresentada a justificativa e as contribuições da pesquisa e, posteriormente, suas limitações identificadas. Por fim, um tópico sobre a estrutura do trabalho apresentará os demais pontos abordados pela tese.

¹ Após a banca de defesa da tese, optou-se por trocar a expressão “concentração do controle acionário” por “concentração acionária” em todo o trabalho devido ao entendimento de que esta seria mais adequada. Porém, optou-se por manter o título original da tese aprovada pela banca examinadora.

² Trata-se da bolsa de valores oficial do Brasil, sediada na cidade de São Paulo. O nome [B]³ é em referência às letras iniciais de Brasil, Bolsa, Balcão, e substituiu o nome anterior, BM&FBOVESPA (Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo).

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO DA PESQUISA

Desde meados do século XVIII, o mundo vem sofrendo grandes transformações no modo como os seres humanos se relacionam, organizam-se, competem, cooperam e, principalmente, produzem e distribuem os recursos. O desenvolvimento e a consolidação do modo de produção capitalista proveram à humanidade experiências jamais observadas em toda a história, principalmente em relação a aspectos como segurança, saúde e qualidade de vida. Pode-se dizer que os últimos trezentos anos são inéditos na história, uma vez que a facilidade de acesso aos recursos que o ser humano possui hoje não é comparável a nenhum outro período da história, de forma que tendemos até a esquecer que o estado típico da humanidade (condição habitual da vida em sociedade ao longo da história) é composto por tirania, servidão e miséria (FRIEDMAN, 2014).

Porém, desenvolvimento econômico não é sinônimo de desenvolvimento moral do ser humano, razão pela qual uma série de problemas ocorrem em contextos econômicos, políticos e sociais e tendem a continuar existindo, uma vez que o ser humano não é um agente perfeito (JENSEN; MECKLING, 1994). Assim, embora se possa compreender que o comportamento egoísta que leva à busca pela maximização dos benefícios pessoais num contexto capitalista tende a contribuir para a geração de benefícios coletivos, como aponta Smith (2007), esse comportamento egoísta também pode levar a uma série de malefícios para vários agentes no contexto capitalista, como no caso da expropriação da riqueza dos acionistas de uma companhia aberta por parte dos próprios gestores (JENSEN; MECKLING, 1976).

Além disso, deve-se compreender que o modo de produção capitalista não se organiza da mesma forma em todos os países. Aspectos específicos de cada país, como a cultura e o histórico, por exemplo, podem influenciar na maneira como o sistema capitalista se organiza num determinado país e criar significativas diferenças entre a organização deste modo de produção nos diversos países (HALL; SOSKICE, 2001). Assim, nomes como “capitalismo de compadres³” (KANG, 2002), “capitalismo monopolista” (CARVALHOSA, 1977), “capitalismo convivial” (FACCIO; LANG; YOUNG, 2001), “capitalismo de laços”

³ No inglês, referido como “*crony capitalism*”. Comumente é traduzido como capitalismo de compadres ou de compadrio.

(LAZZARINI, 2011), dentre outros, surgem para explicar as diferenças encontradas em diferentes contextos institucionais.

Sobre este aspecto, Morck e Yeung (2012, p. 328) indicam que

neoclassical economics presents “capitalism” as a system where multitudes of firms compete to offer customers the best prices. To many, especially outside America and Britain, “capitalism” is a system where a handful of old-monies families run the economy – often badly.

Pode-se compreender o Brasil como um exemplo desse contexto fora dos Estados Unidos da América (EUA) e da Grã-Bretanha citado por Morck e Yeung (2012), visto que é possível observar pontos desfavoráveis para a consolidação de um sistema capitalista no país, conforme a definição da economia neoclássica, devido à presença de aspectos que geram incerteza e excessivo risco aos investimentos, como o baixo nível de *enforcement*⁴, a alta interferência do Estado em diversos setores da economia, a instabilidade econômica e política, o baixo desenvolvimento do mercado de capitais, dentre outros aspectos (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004; SILVEIRA, 2015).

Sobre este aspecto, tal como a organização do sistema capitalista, a governança das companhias também se organiza de diversas formas ao redor do mundo. Do ponto de vista do contexto dos EUA e da Grã-Bretanha, entende-se que a governança das companhias possui o problema de agência tradicional como o cerne da sua discussão (SHLEIFER; VISHNY, 1997). O problema de agência tradicional, também conhecido como problema de agência tipo I, representa o conflito de interesses no relacionamento entre o agente (diretores) e o principal (acionistas) e ocorre devido à separação entre a propriedade e o controle (gestão) nas companhias de capital aberto, uma vez que a estrutura de propriedade é dispersa entre vários acionistas.

Assim, os gestores (agentes), caso possuam um considerável poder sobre a companhia sem o devido escrutínio dos acionistas, podem tomar decisões em benefício próprio em detrimento dos acionistas (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN E MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Neste contexto, o objetivo de uma estrutura de governança corporativa calcada nas boas práticas, segundo Shleifer e Vishny (1997), é o de proteger os interesses dos acionistas (fornecedores de capital) para que eles possam obter o retorno sobre o capital

⁴ Palavra de origem inglesa muito utilizada na literatura internacional que pode ser traduzida como aplicação das Leis ou capacidade de aplicar as Leis. Portanto, o ideal para um contexto institucional é um alto nível de *enforcement*, ou seja, uma alta capacidade de aplicar as Leis vigentes.

investido, mitigando os riscos de expropriação por parte dos gestores (agentes). Porém, como afirmado anteriormente, este problema de agência é mais comum em contextos institucionais como o dos EUA e o da Grã-Bretanha.

No Brasil, contexto institucional da investigação desta pesquisa, observa-se que boa parte das companhias abertas possuem os direitos de propriedade concentrados nas mãos de poucos acionistas (estrutura de propriedade concentrada) e, além disso, uma parte considerável destas companhias podem ser classificadas como familiares (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; GORGA, 2004; BRANCO; BALASSIANO, 2013; BRUGNI et al., 2018), caracterizando o contexto citado anteriormente por Morck e Yeung (2012). Assim, é preciso destacar que o problema de agência tradicional tende a não ocorrer nestas companhias, de maneira que boa parte delas tendem a enfrentar o problema de agência tipo II (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA et al., 2000b). Neste segundo tipo de problema de agência, não existe o tradicional conflito entre agente (gestores) e principal (acionistas) ilustrado por Jensen e Meckling (1976). O conflito, nestes casos de propriedade concentrada, ocorre entre principal e principal (acionistas majoritários *versus* acionistas minoritários), uma vez que os acionistas majoritários comumente atuam como controladores das companhias (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; GORGA, 2004; SILVA; LEAL, 2006; BRANCO; BALASSIANO, 2013; BRUGNI et al., 2018).

Assim, no Brasil, é comum que estes acionistas majoritários sejam pessoas da mesma família e, além disso, também é comum que estes familiares atuem na diretoria e no conselho de administração destas companhias (BRUGNI et al., 2018). A literatura apresenta evidências de que este tipo de problema de agência alinhado com um fraco e instável ambiente institucional, como o do Brasil (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004; SILVEIRA, 2015), pode ser um terreno fértil para diversas formas de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas majoritários (LA PORTA et al., 2000b; JOHNSON et al., 2000).

Conforme Bhaumik e Gregoriou (2010), a expropriação dos acionistas minoritários, conhecida como *tunneling*, pode ser caracterizada de três formas distintas no contexto de agência do tipo II, quais sejam: i) expropriação dos fluxos de caixa: quando os controladores se utilizam do dinheiro da companhia para benefício próprio, como a venda de produtos/serviços por preços menores que os de mercado para empresas de membros do grupo controlador, ou a compra de insumos dessas empresas com preços acima dos de mercado; ii)

expropriação dos ativos: quando os controladores se utilizam dos ativos da companhia para benefício próprio, incluindo a transferência desses ativos para outras companhias dos controladores e; iii) expropriação do patrimônio⁵: quando os controladores atuam em benefício próprio e realizam operações, como no caso, por exemplo, de uma grande venda de ações que gerarão impacto patrimonial para os acionistas antes da divulgação de uma notícia ruim sobre a empresa. Na prática, a expropriação pode ocorrer por mais de uma dessas formas ao mesmo tempo. Ressalta-se, no entanto, que as práticas que caracterizam a expropriação nem sempre são percebidas pelos acionistas minoritários, visto que não é fácil identifica-las. Mas caso ocorra a percepção de tais práticas, a literatura apresenta evidências que sugerem que os investidores tendem a punir a companhia por meio de uma considerável queda no preço das ações (JOHNSON et al., 2000; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001; BHAUMIK; GREGORIOU, 2010).

Porém, apesar da teoria da agência suscitar a presença de comportamento oportunista por parte deste acionistas que controlam a gestão no contexto de agência do tipo II, a teoria da parceria⁶ entende que os gestores não necessariamente irão adotar um comportamento oportunista no contexto de agência e, portanto, poderiam ter voluntariamente um comportamento altruísta atuando de acordo com os interesses do principal ou dos minoritários (DONALDSON; DAVIS, 1991; DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997; RODRIGUES; MALO, 2006). Este aspecto está ancorado na perspectiva de que os controladores com considerável participação acionária, familiares ou não, são atores interessados no crescimento da companhia em longo prazo e, portanto, tenderiam a atuar conforme os interesses dos minoritários, não havendo, dessa forma, graves conflitos de interesses. Segundo Kalm e Gómez-Mejía (2016), esta visão que compreendia as companhias familiares como um exemplo de boa governança prevaleceu até meados da década de 1980, especialmente no contexto inglês e estadunidense, mas as pesquisas posteriores mostraram que a realidade não costuma ser tão positiva assim, como indicam os próprios autores.

Considerando o contexto institucional brasileiro e o histórico das companhias brasileiras que, conforme Gonçalves (2000), é marcado pelo patrimonialismo e pelo patronato político, pode-se esperar destes acionistas majoritários, comumente familiares, um comportamento

⁵ Na literatura, usa-se frequentemente o termo “*equity tunneling*”. Optou-se por fazer uma tradução livre e citá-lo no trabalho como expropriação do patrimônio.

⁶ Trata-se da *stewardship theory*. Utilizou-se o termo “parceria” em português, assim como em Rodrigues e Malo (2006).

oportunista e utilitarista que leve à expropriação dos acionistas minoritários. Porém, ressalta-se que é possível que estes majoritários prefiram certos tipos de expropriação, como àquela por meio dos fluxos de caixa, uma vez que este tipo de expropriação tende a não afetar a produtividade da companhia em longo prazo, embora possa afetar a demonstração de resultados. Neste contexto, estes acionistas majoritários estariam utilizando o controle da companhia para benefícios pessoais, porém, minimizando os impactos disto na produtividade futura da companhia (BHAUMIK; GREGORIOU, 2010).

Sobre esta realidade, entende-se que os dividendos podem ser um elemento central neste contexto de conflito de agência do tipo II, especialmente em relação à expropriação (ou não) dos fluxos de caixa das companhias por parte dos acionistas majoritários (LA PORTA et al., 2000a; JOHNSON et al., 2000). Embora haja um grande debate sobre os dividendos na literatura, especialmente em relação à sua relevância e ao seu impacto sobre as companhias (LINTNER, 1956; GORDON, 1959; MILLER; MODIGLIANI, 1961), os dividendos são vistos como uma forma de amenizar os conflitos de interesses entre os atores da governança corporativa, tanto no contexto do problema de agência do tipo I, quanto no tipo II (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA et al., 2000a; LA PORTA et al., 2000b). Porém, acionistas controladores de uma companhia podem perceber incentivos para pagar um baixo valor em dividendos e, conseqüentemente, manter mais dinheiro à disposição dos gestores que, como já indicado, tendem a ser os próprios acionistas controladores ou agentes que atuam conforme o interesse deles (JOHNSON et al., 2000; LA PORTA et al., 2000b; SILVA; LEAL, 2006).

Assim, fluxos de caixa que poderiam ir para os acionistas minoritários como uma forma de remunerar o capital por eles investido e amenizar os conflitos de agência são, na verdade, expropriados pelos acionistas controladores (LA PORTA et al., 2000a; JOHNSON et al., 2000; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001; BHAUMIK; GREGORIOU, 2010). O principal interesse em manter mais dinheiro disponível na companhia está relacionado com uma maior capacidade de investimentos em projetos de interesse pessoal dos controladores que, eventualmente, não seriam tão rentáveis para a companhia, dentre outras benesses providas pelo cargo que tendem a ser maiores com mais dinheiro à disposição no caixa, como gastos com hotéis e transportes. Ressalta-se que este tipo de prática ainda que possa estar relacionada com ganhos pecuniários por parte dos controladores (expropriação), ela não tende a prejudicar, necessariamente, a produtividade futura da companhia, visto que, na verdade, há

um desvio do fluxo de caixa devido aos minoritários. Ao invés dele ser direcionado para estes em forma de dividendos, é retido na companhia para que ele possa proporcionar benesses diversas aos acionistas controladores, especialmente quando estes atuam na gestão das companhias.

Sobre este aspecto, há na literatura uma perspectiva que aponta que os acionistas majoritários de companhias com estrutura de propriedade concentrada poderiam ter incentivos para distribuir mais dividendos que companhias com estrutura de propriedade menos concentrada. Esta ação teria como objetivo aliviar os conflitos de agência, sinalizando, dessa forma, a ausência de expropriação por parte daqueles acionistas majoritários (SETIA-ATMAJA; TANEWSKI; SKULLY, 2009; PINDADO; REQUEJO; TORRE, 2012), aspecto que estaria alinhado, inclusive, com a perspectiva que propõe o alinhamento entre os interesses de longo prazo dos majoritários e dos minoritários, conhecido como efeito alinhamento (DEMSETZ; LEHN, 1985; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; CLAESSENS et al., 2002). Porém, o contexto institucional brasileiro (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004; SILVEIRA, 2015), assim como o histórico e as características das companhias brasileiras, majoritariamente familiares (FERNANDES, 1976; VIDIGAL, 1999; GONÇALVES, 2000), levam-nos a acreditar que o efeito entrenchamento, ou seja, quando os majoritários buscam benefícios privados em detrimento dos minoritários (DEMSETZ; LEHN, 1985; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; CLAESSENS et al., 2002), tende a ser um comportamento mais provável no mercado de capitais brasileiro.

Dessa forma, entende-se que um mecanismo que pode ser utilizado nas companhias para facilitar a expropriação dos fluxos de caixa dos acionistas minoritários é o gerenciamento de resultados (BHAUMIK; GREGORIOU, 2010). Conceitualmente, o gerenciamento de resultados pode ser compreendido como uma ação deliberada por parte dos gestores para enviar o lucro reportado pelas companhias dentro da discricionariedade permitida pelo padrão contábil, não caracterizando, portanto, uma fraude (HEALY; WAHLEN, 1999). Além disso, ressalta-se que ele pode ser operacionalizado de duas formas distintas, por *accruals* discricionários⁷ e por manipulações operacionais. Porém, embora ambas possam ser utilizadas

⁷ *Accruals* representam o reconhecimento de ganhos ou perdas futuras que ainda não geraram entradas ou saídas de caixa para a companhia. Eles estão relacionados com o regime de competência da contabilidade e são divididos em *accruals* não discricionários e *accruals* discricionários. Os primeiros referem-se a transações que o gestor contábil não consegue alterar o seu valor e/ou o seu período de realização e, portanto, ele não possui margem para a manipulação de tais aspectos. Os *accruals* discricionários são relacionados com transações que o gestor contábil pode alterar o seu valor estimado e/ou o seu período de realização devido à incerteza dos eventos

para levar o valor dos números contábeis para um ponto de interesse dos gestores, elas possuem custos de utilização diferentes. Por exemplo, enquanto o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários tende a ser mais fácil de ser detectado por agentes do mercado de capitais, o gerenciamento de resultados por manipulações operacionais tende a ter uma detecção mais difícil. Por outro lado, o primeiro tende a não prejudicar a produtividade futura da companhia, enquanto que o segundo tende a prejudicá-la (EWERT; WAGENHOFER, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006; ZANG, 2012).

Assim, segundo Bhaumik e Gregoriou (2010), práticas de gerenciamento de resultados podem ser utilizadas com o propósito de facilitar a expropriação dos fluxos de caixa retendo-se, nestes casos, mais dinheiro nas companhias. Portanto, pode-se supor que haja uma relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos em companhias brasileiras com estrutura de propriedade concentrada, visto que o primeiro pode ser utilizado para justificar o segundo, dado que ambos podem estar relacionados com o mesmo interesse, qual seja, expropriar os minoritários. Por exemplo, uma companhia que possui concentração acionária pode se utilizar de práticas de gerenciamento de resultados para diminuir o lucro. A apresentação de um lucro menor pode ser utilizada como um argumento que justifique um menor pagamento de dividendos ou apenas o pagamento do dividendo mínimo obrigatório previsto em seu estatuto social⁸. Portanto, entende-se que o gerenciamento de resultados poderia ser capaz de explicar os dividendos.

Assim, considerando também a perspectiva de que os controladores com considerável participação acionária são atores interessados no crescimento da companhia em longo prazo, é presumível que eles tenham mais interesse em utilizar o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários que o por manipulações operacionais, visto que o primeiro possui um potencial menor para prejudicar a produtividade futura da companhia que o segundo (EWERT; WAGENHOFER, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006; ZANG, 2012). Portanto,

econômicos que impactam as companhias. Apesar de não afetarem o caixa das companhias, os *accruals* afetam o resultado (lucro ou prejuízo) apurado pela contabilidade.

⁸ A Lei 6.404/1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas (S.A.), aponta no seu Art. 202, mais especificamente, no parágrafos 1º e 2º, que as companhias deverão indicar em seus estatutos sociais um percentual mínimo do lucro que deverá ser distribuído aos acionistas em forma de dividendos. A Lei indica que caso o estatuto seja omissivo e que se queira mudá-lo para inserir este dispositivo, o dividendo mínimo obrigatório não poderá ser menor que 25% do lucro líquido ajustado (a própria Lei indica como auferir este lucro líquido ajustado). Porém, os 25% não são regra para todas as companhias, ou seja, o estatuto social é soberano. Como exemplos, pode-se observar que a companhia Universo Online (UOL), que já fechou o seu capital na bolsa brasileira, indicava em seu estatuto social a distribuição de 1% do lucro líquido ajustado como dividendo mínimo obrigatório. A Magazine Luíza, companhia de capital aberto, aponta em seu estatuto a distribuição de 15% do lucro líquido ajustado como dividendo mínimo obrigatório.

nesta pesquisa abordar-se-á somente o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários porque entende-se que ele seria mais utilizado pelas companhias que apresentam concentração acionária e, além disso, porque este tipo de gerenciamento de resultados também seria mais provável de ser relacionado com os dividendos, visto que ao reduzir o lucro via *accruals* discricionários, por exemplo, poder-se-ia reduzir os dividendos sem que houvesse real redução de caixa, condição adequada para os interesses de retenção de caixa nas companhias e que é associado com a expropriação dos minoritários.

Ressalta-se também que este aspecto sinaliza a indissociável relação entre a administração e a contabilidade, como indicam Bushman e Smith (2001) e Sloan (2001), uma vez que os números contábeis são imprescindíveis para a gestão corporativa e para os aspectos derivados dessa gestão, como por exemplo, a definição do valor a ser distribuído em forma de dividendos aos acionistas. Ademais, supõe-se também que esta relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos num propósito de expropriação dos acionistas minoritários poderia ser mais forte num contexto corporativo em que há uma maior concentração acionária. Entende-se que este contexto propiciaria maiores incentivos para a expropriação, principalmente devido ao fato de haver menor escrutínio dos acionistas minoritários sobre as decisões e as políticas corporativas, tal como nas decisões relacionadas aos dividendos (JOHNSON et al., 2000; LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001).

Portanto, nesta tese propõe-se que existe uma relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos pagos por companhias brasileiras listadas na [B³] e sugere-se que esta relação é moderada pela concentração acionária. Conforme Hair Jr et al. (2009), a variável moderadora é uma variável (qualitativa ou quantitativa) que afeta a direção e/ou a força da relação entre a variável independente e a variável dependente. Em relação à esta pesquisa, espera-se que a variável moderadora (concentração acionária) fortaleça a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos, visto que acredita-se que em contextos de maior concentração acionária, tal relação tende a ser mais forte.

Portanto, em relação ao método da pesquisa, que será melhor explicado na seção 3, realizou-se uma pesquisa descritivo-exploratória com abordagem quantitativa. A amostra da pesquisa, coletada a partir da plataforma *Comdinheiro*, contemplou 1.083 observações companhia/ano durante o período de 2011 a 2018, representando uma média de aproximadamente 135 companhias para cada ano da amostra. A técnica estatística de análise de regressão foi utilizada para testar o relacionamento entre as variáveis e o efeito moderador.

1.2. PROBLEMA DE PESQUISA

Conforme contextualizado na subseção anterior, propõe-se o seguinte problema de pesquisa:

Qual é o efeito moderador exercido pela concentração acionária na relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e os dividendos em companhias brasileiras listadas na [B]³?

1.3. OBJETIVO GERAL E ESPECÍFICOS

A partir do problema de pesquisa apresentado na subseção anterior, propõe-se o seguinte objetivo geral da pesquisa:

Identificar qual é o efeito moderador exercido pela concentração acionária na relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e os dividendos em companhias brasileiras listadas na [B]³.

Para o alcance do objetivo geral da pesquisa, propõem-se os seguintes objetivos específicos:

- i) Identificar o quanto foi distribuído anualmente em dividendos⁹ pelas companhias brasileiras listadas na [B³] durante o horizonte temporal de investigação da pesquisa.
- ii) Identificar a concentração acionária na estrutura de governança das companhias brasileiras listadas na [B³] durante o horizonte temporal de investigação da pesquisa.
- iii) Estimar por meio de modelos econométricos as práticas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários nas companhias brasileiras listadas na [B³] durante o horizonte temporal de investigação da pesquisa.

⁹ Apesar de utilizar o termo dividendos em toda a pesquisa, utilizar-se-á o valor dos proventos, que representam a soma dos dividendos com os juros sobre o capital próprio pagos pelas companhias. A opção por utilizar o termo dividendos ao invés de proventos é justificada pelo fato dele ser mais comum na literatura internacional.

iv) Identificar por meio de técnicas econométricas os efeitos do gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários nos dividendos pagos pelas companhias brasileiras listadas na [B³] durante o horizonte temporal de investigação da pesquisa.

v) Identificar por meio de técnicas econométricas os efeitos da concentração acionária nos dividendos pagos pelas companhias brasileiras listadas na [B³] durante o horizonte temporal de investigação da pesquisa.

vi) Identificar por meio de técnicas econométricas os efeitos da moderação da concentração acionária na relação entre gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e os dividendos pagos pelas companhias brasileiras listadas na [B³] durante o horizonte temporal de investigação da pesquisa.

1.4. JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

As justificativas e as contribuições desta tese podem ser divididas em teóricas, metodológicas e práticas. Em relação à justificativa teórica, argumenta-se que como as companhias que apresentam concentração acionária são representativas na economia e no mercado de capitais brasileiro (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; GORGA, 2004; SILVA; LEAL, 2006; BRANCO; BALASSIANO, 2013; SILVEIRA, 2015), entende-se que pesquisas que abordem discussões sobre tais companhias são justificadas devido à importância destas na sociedade brasileira. Assim, tais pesquisas podem proporcionar avanços para a literatura científica à medida que contemplem em suas análises aspectos organizacionais, socioculturais, institucionais e econômicos do ambiente de negócios brasileiro.

Ademais, destaca-se que o gerenciamento de resultados pode trazer inúmeros malefícios para diversos agentes do mercado, em especial para os acionistas (SCHIPPER, 1989; HEALY; WAHLEN, 1999), e embora os dividendos possam ser utilizados para aliviar o conflito de agência do tipo II, eles também podem ser utilizados para o contrário (JOHNSON et al., 2000; LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001). Portanto, a presença da concentração acionária como variável moderadora poderia sinalizar que tal moderação representa um efeito potencializador ou condicionante da relação entre o gerenciamento de

resultados e os dividendos sob uma ótica de expropriação. Assim, justifica-se a necessidade de investigar tal aspecto porque a decisão quanto à concentração acionária é feita pelos próprios acionistas majoritários e, portanto, tal resultado poderia sinalizar que a decisão por manter a concentração acionária tenderia a estar relacionada com o interesse de expropriar os minoritários. Além disso, este aspecto é um assunto que carece de maiores investigações científicas (BHAUMIK; GREGORIOU, 2010).

Considerando que para o melhor do conhecimento do autor desta tese¹⁰, o desenho metodológico da pesquisa não foi identificado em nenhum outro estudo nacional ou internacional, justifica-se tal investigação também com o interesse de contribuir para a extensão da fronteira do conhecimento científico não somente no aspecto teórico, mas também em relação às abordagens metodológicas. Adicionalmente, justifica-se a pesquisa também pela sua capacidade de prover contribuições práticas para diversos agentes que atuam no mercado de capitais brasileiro, de modo a auxiliá-los também em suas tomadas de decisão. Investidores, independente do porte, poderão se beneficiar da pesquisa para melhor avaliar as companhias, principalmente no que se refere ao risco de expropriação por meio dos dividendos. Consequentemente, analistas também poderão se beneficiar dos resultados desta pesquisa para fins semelhantes. Agentes reguladores e auditores também podem se valer dos resultados da pesquisa para decisões sobre *disclosure* e/ou monitoramento das ações gerenciais, além de um melhor entendimento sobre os efeitos da concentração acionária nas decisões corporativas. Além disso, gestores e potenciais gestores também poderão se beneficiar dos resultados desta pesquisa a partir de uma compreensão das práticas adotadas pelas companhias brasileiras relacionadas com a temática da pesquisa.

1.5. LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Considerou-se que a presente pesquisa possui, pelo menos, quatro limitações principais. A primeira refere-se ao fato de que a abordagem teórica e metodológica adotada na tese ainda é

¹⁰ Esta expressão trata-se de uma tradução literal da expressão em inglês “*to the best of our knowledge*”, que é muito utilizada na literatura internacional. Normalmente, os autores utilizam tal expressão quando desconhecem algum estudo que abordou determinado aspecto teórico e/ou metodológico que eles estão abordando em sua pesquisa. Pode-se observar o uso desta expressão em trabalhos como Claessens, Djankov e Lang (2000), Fields, Lys e Vincent (2001), Lopes e Walker (2012), Chen, Huang e Fan (2012), dentre outros.

incipiente no contexto científico brasileiro e, portanto, não se identificou na literatura outras pesquisas com o mesmo o desenho metodológico adotado por ela e, portanto, enfrentou-se dificuldades tanto na construção do arcabouço teórico, quanto no delineamento metodológico, principalmente no aspecto relacionado ao efeito moderador proposto. Como forma de lidar com tal aspecto, buscou-se alinhar argumentos teóricos dos temas gerenciamento de resultados, dividendos e concentração acionária, incluindo a discussão sobre governança corporativa, que é mais ampla, para desenvolver um arcabouço teórico, levantar hipóteses e definir o processo metodológico a partir de escolhas que fossem condizentes com o atual estado da arte desses campos de investigação. Entende-se que tal limitação é habitual para pesquisas que buscam avançar na compreensão de determinados aspectos pouco ou não explorados pela literatura e acredita-se que a abordagem teórico-metodológica utilizada pela pesquisa foi capaz de lidar com esta limitação.

A segunda limitação identificada refere-se à necessidade de se considerar outras variáveis para uma melhor compreensão do fenômeno investigado, mas que devido à necessidade de delimitação da pesquisa a uma única dimensão viável, não foi possível abordar tais variáveis. Por exemplo, não se investigou se a presença na estrutura de propriedade de investidores institucionais, de acionistas familiares ou de órgãos estatais, como o BNDES, por exemplo, interfere no fenômeno investigado. Adicionalmente, ressalta-se que outros aspectos da estrutura de governança que poderiam moderar a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos também não foram contemplados por esta pesquisa, em especial, as características do conselho de administração e da diretoria executiva, principalmente no que se refere ao nível de independência do conselho e à presença de acionistas na diretoria. Entende-se, no entanto, que tal limitação faz parte do processo de delimitação de pesquisas e buscou-se, pelo menos, explorar teoricamente e metodologicamente aquilo que foi delimitado como uma forma de contribuir para a literatura ao menos neste delineamento realizado.

A terceira limitação identificada refere-se ao fato de não haver uma única forma segura de mensurar as variáveis da pesquisa, quais sejam, os dividendos pagos, o gerenciamento de resultados e a concentração acionária. Este aspecto pode levar o pesquisador a erros de mensuração das variáveis e, conseqüentemente, comprometer o alcance do objetivo proposto. Para lidar com tal limitação e prover maior robustez aos resultados, optou-se por utilizar três métricas distintas para cada uma das três variáveis da pesquisa e, além disso, realizou-se testes adicionais, inclusive alterando-se a forma de estimar o modelo de especificação da

pesquisa, que será apresentado na subseção 3.3. Assim, buscou-se mitigar o risco de erros de mensuração das variáveis por meio da utilização de várias métricas e de diferentes formas de identificar as relações investigadas. Dessa forma, entende-se que foi possível lidar com tal limitação sem que ela pudesse impedir o alcance do objetivo proposto pela pesquisa.

A quarta limitação identificada refere-se ao fato de que, considerando o escopo desta tese, a abordagem quantitativa permite apenas identificar o resultado das escolhas e práticas gerenciais das companhias e não o processo. Neste sentido, destaca-se que a abordagem qualitativa permitiria a investigação do processo e poderia auxiliar, por exemplo, na compreensão dos incentivos presentes na escolha das práticas de gerenciamento de resultados com o interesse de influenciar os dividendos nas companhias. Porém, considerando que, diferentemente da abordagem qualitativa, a abordagem quantitativa permite a identificação de comportamentos comuns nas observações (companhias) da amostra, de maneira que se pode, inclusive, generalizar os seus resultados, considera-se que tal abordagem é capaz prover contribuições importantes para a compreensão de fenômenos ainda pouco explorados pela literatura, como o investigado por esta tese. Assim, apesar da limitação inerente à abordagem utilizada, entende-se que tal abordagem apresenta-se como coerente e adequada considerando-se o objetivo proposto pela pesquisa.

1.6. ESTRUTURA DA TESE

Além desta primeira seção de introdução, esta tese possui outras quatro seções. A segunda seção apresenta a fundamentação teórica acerca das características das companhias brasileiras, principalmente em relação à estrutura de propriedade, além de aspectos teóricos relativos aos dividendos e ao gerenciamento de resultados. Além disso, a segunda seção também apresenta as hipóteses aventadas pela pesquisa. A terceira seção apresenta os delineamentos metodológicos da pesquisa, incluindo a sua caracterização metodológica, as métricas e os modelos econométricos utilizados no estudo. A quarta seção apresenta os resultados da pesquisa, os testes adicionais realizados e, posteriormente, discute os resultados encontrados. Por fim, a quinta seção apresenta as conclusões da pesquisa e sugestões para estudos posteriores.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Nesta seção serão apresentados os principais aspectos teóricos relacionados com o objetivo da pesquisa. Considerando que os dividendos representam a variável dependente do estudo, poder-se-ia supor que a fundamentação teórica deveria começar por tal tema. Porém, considerou-se mais didático iniciar a fundamentação teórica pelas características do contexto corporativo e institucional, incluindo a discussão sobre a concentração acionária nas companhias brasileiras, que no desenho metodológico da pesquisa, trata-se da variável moderadora. Posteriormente, serão discutidos aspectos teóricos sobre os dividendos e sobre o gerenciamento de resultados. Por fim, apresentar-se-á as hipóteses da pesquisa com base na literatura especializada nas temáticas propostas.

2.1. ESTRUTURA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DA AGÊNCIA

Pode-se compreender o início da discussão sobre governança corporativa a partir do livro *The Modern Corporation and Private Property* publicado por Adolf Berle e Gardiner Means, em 1932. No livro, Berle e Means (1932) apresentam as características da moderna sociedade por ações que havia se consolidado no mercado de capitais americano no início do século XX. Os autores indicam que a noção de propriedade das companhias havia se modificado, uma vez que os donos (acionistas) não tinham contato com o dia-a-dia das companhias, havendo, portanto, uma clara separação entre a propriedade e o controle. Além disso, a estrutura de propriedade destas companhias estava dispersa entre muitos acionistas e essa conjuntura fazia com que os gestores tivessem um excesso de poder sobre as decisões corporativas sem um devido escrutínio dos acionistas.

Contribuindo para que o debate sobre a governança das corporações ganhasse corpo, Jensen e Meckling (1976) também apresentaram um trabalho considerado seminal acerca dessa relação entre acionistas e gestores. Os autores descrevem que os gestores corporativos atuam numa relação de agência com os acionistas, ou seja, espera-se que gestores atuem de acordo com o

interesse dos proprietários e, portanto, compreendam que o objetivo da ação gerencial é a maximização da riqueza dos acionistas em longo prazo. Porém, Jensen e Meckling (1976) indicam que os gestores podem perceber incentivos para não agirem de acordo com o interesse dos acionistas, mas de acordo com os seus próprios interesses. Este conflito é denominado conflito de agência, mais precisamente, conflito de agência tipo I, ou conflito de agência entre principal-agente, sendo os acionistas o “principal” e os gestores o “agente”. Este aspecto caracteriza a teoria da agência.

É preciso destacar ainda que Jensen e Meckling (1976) partem de uma perspectiva utilitarista que considera que os agentes econômicos buscam maximizar a própria utilidade esperada (VON NEUMANN; MORGENSTERN, 1953) e, por isso, decisões corporativas que beneficiem os gestores e prejudiquem os acionistas tendem a ser tomadas pelos primeiros. Assim, caso não haja um devido monitoramento e direcionamento das ações dos gestores como forma de garantir a preservação dos direitos dos acionistas, em muitos casos as decisões corporativas podem caracterizar uma expropriação da riqueza destes por parte dos gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

No entanto, do ponto de vista teórico, destaca-se que esta perspectiva utilitarista da teoria da agência e que é orientada para os interesses dos acionistas não é a única que forja a literatura sobre governança corporativa. Outras perspectivas, como a teoria da parceria (DONALDSON; DAVIS, 1991; DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997) e a teoria dos *stakeholders* (FREEMAN; REED, 1983; FREEMAN, 1984) também abordam o tema e questionam os pressupostos da teoria da agência. De modo resumido, a teoria da parceria questiona o viés oportunista e utilitarista acerca do ser humano presente na teoria da agência e indica que os gestores podem, por conta própria, comprometerem-se com os interesses dos acionistas e atuarem em benefícios deles. Já a teoria dos *stakeholders* questiona a ideia de que a ação gerencial deve privilegiar o interesse dos acionistas e indica que a governança corporativa deve ser um conjunto de mecanismos que busquem um equilíbrio entre os interesses dos diversos *stakeholders* que se relacionam com a companhia e, portanto, os gestores não devem buscar apenas atender aos interesses dos acionistas. Ainda assim, segundo Silveira (2015), a teoria da agência é a mais utilizada nos trabalhos sobre governança corporativa e, conseqüentemente, a mais influente entre os pesquisadores do tema.

Portanto, sob a ótica da teoria da agência, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de instrumentos que possuem o objetivo de mitigar o conflito de agência a partir

da busca do alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos gestores (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Sobre este aspecto, Shleifer e Vishny (1997) apontam que o papel da governança corporativa é proteger os interesses dos acionistas (fornecedores de capital) para que eles possam obter o retorno sobre o capital investido, mitigando os riscos de expropriação por parte dos gestores (agentes). Assim, as boas práticas de governança corporativa devem incluir mecanismos que promovam a transparência, a proteção dos direitos dos acionistas (incluindo os minoritários) e a garantia de que as informações divulgadas ao mercado sejam oportunas, precisas e com base em questões relevantes do negócio (CHEN et al., 2007; SLOAN, 2001).

Deve-se destacar também que este contexto em que a estrutura de propriedade das companhias é dispersa, aspecto que ocasiona a separação entre a propriedade e a gestão, é comum nos mercados de capitais dos EUA e da Grã-Bretanha, mas não em todos os países. Em outros contextos institucionais, a estrutura de propriedade das companhias assume outras configurações, sendo costumeiramente concentrada nas mãos de poucos acionistas (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Esse aspecto pode ser observado no Brasil, onde é comum identificar acionistas controladores que detêm boa parte do capital das companhias (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; SILVA; LEAL, 2006; BRANCO; BALASSIANO, 2013; SILVEIRA, 2015).

Nesse contexto do mercado de capitais brasileiro, o problema de agência é entre acionistas majoritários (que controlam a gestão da companhia) e acionistas minoritários. Nestes casos, a governança das companhias deve ser dotada de mecanismos que evitem que os acionistas majoritários expropriem a riqueza dos acionistas minoritários e esse potencial conflito de interesses é denominado problema de agência tipo II (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Deve-se ressaltar o fato de que estes acionistas majoritários comumente são familiares e atuam como gestores e/ou conselheiros da companhia ou exercem uma considerável influência sobre estes (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; GORGA, 2004; SILVA; LEAL, 2006; BRANCO; BALASSIANO, 2013; BRUGNI et al., 2018), aspecto que tenderia a facilitar a expropriação dos minoritários (JOHNSON et al., 2000). Destaca-se que o termo *tunneling* é frequentemente indicado na literatura como sinônimo da expropriação da riqueza dos acionistas minoritários. Este termo é inspirado num famoso caso de expropriação ocorrido na República Tcheca quando os ativos

de uma companhia foram, literalmente, roubados por meio de um túnel (JOHNSON et al., 2000).

Johnson et al. (2000) apresentam duas possibilidades de *tunneling*. A primeira está relacionada ao roubo de ativos, mas também à transações com partes relacionadas que beneficiem estas partes e prejudiquem a companhia. O incentivo para estas transações é o fato de os majoritários possuírem direitos de fluxos de caixa nas companhias que recebem as vantagens nestas transações. Além disso, os autores apontam para a possibilidade de remuneração excessiva dos executivos que, costumeiramente, são acionistas majoritários destas companhias, além de outros aspectos. A segunda está relacionada com transações patrimoniais, como a venda, a compra ou a subscrição de ações em benefício dos majoritários e em prejuízo dos minoritários, havendo, em muitos casos, o uso indevido de informações privilegiadas.

Posteriormente, trabalhos como Bhaumik e Gregoriou (2010) e Atanasov, Black e Ciccotello (2014), dentre outros, apresentam essas duas possibilidades em três tipos de expropriação dos acionistas minoritários, ou seja, três tipos de *tunneling*, quais sejam: i) expropriação dos fluxos de caixa; ii) expropriação dos ativos e; iii) expropriação do patrimônio. A primeira está relacionada à utilização do dinheiro da companhia em benefício dos majoritários, como em casos de remuneração excessiva aos executivos, especialmente quando estes são acionistas, ou de investimentos com baixo potencial de retorno para a companhia, mas que são do interesse dos controladores e/ou dos gestores. O termo *overinvestment* é frequentemente utilizado na literatura para caracterizar este tipo de prática. A segunda é referente às transações (ou até mesmo o roubo) dos ativos da companhia, de forma a ofertar benefícios aos majoritários, como em transações com partes relacionadas, tal como indicado anteriormente. Por fim, a terceira são as transações que derivam ou decorrem de impactos patrimoniais, como também já indicado anteriormente, caso, por exemplo, do uso de informação privilegiada para a venda de ações antes da divulgação de uma notícia ruim. É preciso destacar também que o *tunneling* pode ser derivado de práticas legais ou não e, portanto, estas práticas devem ser monitoradas e rigorosamente punidas pelos agentes reguladores do mercado, visto que tendem a trazer prejuízos para os acionistas minoritários (JOHNSON et al., 2000; ATANASOV; BLACK. CICCOTELLO, 2014).

Portanto, a estrutura de propriedade tende a ter um papel crucial na governança das companhias. A literatura sugere que estruturas de propriedade concentradas, especialmente

em relação aos direitos de voto (ações ordinárias), como no contexto em que há a presença do conflito de agência tipo II (comum nas companhias brasileiras), podem contribuir para a expropriação dos minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; JOHNSON et al., 2000). Por outro lado, estruturas de propriedade dispersas, como no contexto de agência tipo I (comum nas companhias dos EUA e da Grã-Bretanha), podem contribuir para um excesso de poder nas mãos dos gestores, facilitando a expropriação dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Assim, as características dos potenciais conflitos de interesse e, conseqüentemente, todos os mecanismos de governança corporativa de uma companhia tendem a ser influenciados pelas características da estrutura de propriedade, visto que ela é o fator determinante para o tipo de problema de agência enfrentado pelas companhias. A subseção 2.1.1 irá apresentar outros aspectos mais detalhados sobre as características da estrutura de propriedade das companhias brasileiras devido à relevância deste aspecto para esta tese.

Como forma de mitigar os conflitos existentes entre os principais atores relacionados com a governança, seja na perspectiva do contexto de agência tipo I ou II, diversos mecanismos podem contribuir para a prática da boa governança das corporações. De um modo geral, estes mecanismos podem ser divididos em internos e externos e, em relações aos primeiros, destacam-se a estrutura e a concentração da propriedade, já abordada anteriormente, o conselho de administração, o sistema de remuneração de executivos e conselheiros e a estrutura de capital da companhias (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997; BUSHMAN; SMITH, 2001). Ressalta-se que outros instrumentos, como os dividendos, por exemplo, também podem ser utilizados para evitar expropriações e preservar o direito dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA et al., 2000b). Este tema será abordado exclusivamente na subseção 2.2 devido à sua relevância para esta tese.

Em relação aos mecanismos internos, o conselho de administração possui um papel fundamental no alcance das boas práticas de governança e, neste sentido, espera-se que ele seja independente, uma vez que a sua função é direcionar e monitorar a ação dos gestores para que eles atuem de acordo com os interesses dos acionistas a partir da criação de benefícios de longo prazo para a companhia (FAMA; JENSEN, 1983; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Ressalta-se que essa atuação do conselho em defesa dos acionistas deve ser indiscriminada, ou seja, em benefício de todos, inclusive dos minoritários, e não apenas dos majoritários. Portanto, o montante e a forma de remuneração dos conselheiros também podem contribuir

para esse alinhamento de interesses, de maneira que a remuneração e a avaliação do trabalho dos conselheiros também é um aspecto relevante para a boa governança corporativa (DEUTSCH; KEIL; LAAMANEN, 2010).

Ainda em relação aos mecanismos internos de governança, também se compreende a importância da estrutura de capital das companhias (JENSEN; MECKLING, 1976). Um maior nível de endividamento, por exemplo, pode contribuir para uma maior disciplina dos gestores em relação ao uso do dinheiro, fazendo com que eles distribuam adequadamente os fluxos de caixa para os credores e os acionistas. Por outro lado, um elevado endividamento também pode impedir que os gestores invistam em bons projetos de maior risco para evitar um aumento ainda maior no endividamento em caso de insucesso do projeto, além de poder causar uma pressão excessiva sobre os gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; GRAHAM; LEARY, 2011).

Sobre os mecanismos externos de governança corporativa, destacam-se a proteção legal aos investidores, a possibilidade de aquisição hostil, o grau de competição no mercado de produtos e a fiscalização dos agentes do mercado (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA et al., 2000b). O primeiro aspecto está relacionado com o ambiente institucional em que a companhia está inserida. Entende-se que quanto melhor for este ambiente, o que inclui uma maior proteção legal aos investidores e um maior *enforcement* por parte dos agentes reguladores, melhores serão as práticas de governança das companhias (LA PORTA et al., 2000b). A subseção 2.1.1 irá apresentar aspectos mais detalhados sobre o ambiente institucional brasileiro, plano de fundo do fenômeno a ser investigado por esta tese.

Outro mecanismo externo de governança relevante é a possibilidade de aquisição hostil, uma vez que ela pode contribuir para a disciplina dos gestores, visto que eles gostariam de evitar a sua substituição em caso de mudanças consideráveis na estrutura de propriedade (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Ademais, o grau de competição no setor de atuação da companhia também pode contribuir para a disciplina dos agentes, uma vez que quanto maior a competição, menor tende ser a margem para decisões ruins para o negócio (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Por fim, compreende-se que o grau de fiscalização dos agentes do mercado, como auditores, analistas, agências de classificação de risco, mídia especializada, dentre outros, também tende a contribuir para um melhor monitoramento e disciplina do comportamento gerencial (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Portanto, diversos fatores internos e externos podem interferir na governança das companhias para evitar (ou não) a expropriação dos acionistas,

independente do contexto de agência (tipo I ou II). A subseção seguinte irá abordar o histórico e as características das companhias brasileiras, do seu contexto institucional e do mercado de capitais no Brasil com o intuito de proporcionar melhor entendimento sobre o plano de fundo da investigação desta tese.

2.1.1. Histórico e características das companhias, do contexto institucional e do mercado de capitais brasileiro

Historicamente, pode-se afirmar que as companhias brasileiras são eminentemente familiares e, segundo Vidigal (1999), a configuração dessas companhias no Brasil passou por três fases. A primeira fase é caracterizada pela criação das capitâneas hereditárias no século XVI. Os donatários possuíam amplos poderes para distribuir e produzir nas terras, cobrar impostos e fazer cumprir a Lei. Como o próprio nome diz, este poder era hereditário fazendo com que a família fosse proprietária dos meios de produção utilizados na época. A segunda fase é complementar à primeira e é caracterizada pelos senhores de engenho. Eles deveriam empreender esforços para produzir nas terras e, conseqüentemente, buscavam acumular riqueza garantindo o patrimônio da família.

A terceira fase, indicada por Vidigal (1999) como a fase da modernização, teve início no século XIX, simultaneamente com o processo de imigração de estrangeiros para o Brasil. Sobre este aspecto, é preciso ressaltar a importância destes estrangeiros para o desenvolvimento dos negócios no país em todos os setores, tanto no campo, quanto nas cidades, atuando como pequenos empresários ou como trabalhadores (FERNANDES, 1976). Conforme Gonçalves (2000), na década de 1950, as companhias familiares já atuavam em praticamente todos os segmentos da economia brasileira, como agricultura, indústrias diversas, serviços, bancos e meios de comunicação. Porém, ainda segundo Gonçalves (2000), grande parte dessas companhias era dotada de um baixíssimo nível profissional do ponto de vista gerencial e forjadas a partir de relações baseadas na confiança ou na relação parental, e não na competência.

Gonçalves (2000) destaca também que, historicamente, as companhias brasileiras são marcadas por dois traços básicos: o patrimonialismo e o patronato político. O patrimonialismo

sustenta-se na lógica da família patriarcal, como se a companhia estivesse sob o comando de um “senhor”. Em termos práticos, esta perceptiva resulta na administração do patrimônio pessoal da família e da companhia como se ambos fossem uma coisa só e, conseqüentemente, pertencentes apenas à família. Ainda segundo Gonçalves (2000), esse aspecto se revela até os dias de hoje quando comumente as famílias enxergam os patrimônios da companhia, inclusive os ativos fixos, como propriedades da família, embora os passivos sejam comumente encarados como dívidas da companhia. “É o que justifica o antigo ditado popular que se refere ao ‘dinheiro em dois bolsos, mas de um dono só’” (GONÇALVES, 2000, p.8).

O outro traço das companhias brasileiras, o patronato político, conforme Gonçalves (2000), relaciona-se com o fato de o empresário brasileiro enxergar o Estado como um protetor, mais ainda, como uma estrutura voltada para servi-lo, como também destaca Fernandes (1976). Um dos resultados desse aspecto foi a incompetência gerencial em companhias que possuíam, como cultura, a esperança do Estado prover suas necessidades e defender seus interesses a partir de medidas como, por exemplo, o fechamento da economia brasileira para a concorrência internacional. Assim, a globalização e a abertura da economia brasileira nas décadas de 1980 e 1990 representaram uma necessidade de transformação abrupta nas companhias no Brasil, uma vez que estas passaram a ser obrigadas a melhorar a sua eficiência a partir de melhores práticas gerenciais, dado o aumento no nível da concorrência (GONÇALVES, 2000).

Portanto, pode-se compreender que o patrimonialismo e o patronato político moldaram a história das companhias brasileiras e, conseqüentemente, esse aspecto também se reflete no contexto institucional do Brasil, uma vez que o Estado acaba por refletir as expectativas do empresariado, sendo centralizador e coordenador da atividade econômica brasileira, de maneira que o modelo de família (e companhia) patriarcal guiou as relações entre governo e governados (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004). Sobre este aspecto, Gonçalves (2000) também chama a atenção para os reflexos disso na capitalização das companhias. Conforme o autor, as companhias brasileiras enfrentam problemas típicos em relação a este aspecto, principalmente por apresentarem grandes dificuldades para se financiar adequadamente ou para sustentar um projeto que exija um alto valor de investimento.

De um modo geral, estas companhias dependeram ao longo dos anos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o enxergavam como a única possibilidade prática e viável para a captação de recursos para investimentos. Não havia, portanto, a

perspectiva de capitalização a partir de outras fontes, como o mercado de capitais, por exemplo. Aliás, conforme destaca Gorga (2004), o mercado de capitais brasileiro surgiu no século XIX sendo completamente controlado pelo Estado tendo, inclusive, os corretores como funcionários públicos que empregavam seus filhos e parentes, os quais, conseguiam herdar os cargos posteriormente. Nesta fase inicial, adotou-se o modelo francês de bolsa de valores administrada por um Estado centralizador e intervencionista.

Apesar de algumas mudanças promovidas por novas legislações na primeira metade do século XX, o mercado de capitais somente apresentou novas características a partir do período militar iniciado em 1964, mais especificamente, a partir da promulgação da Lei nº 4.728/1965, conhecida como Lei de Mercado de Capitais, e da Lei nº 6.404/1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas. Conforme Gorga (2004), ainda assim o Estado permaneceu no papel central sendo o agente que buscou o desenvolvimento do mercado de capitais, seja oferecendo incentivos fiscais para companhias que abrissem o capital e para os compradores das ações, seja investindo diretamente nas companhias por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Assim, conforme Carvalhosa (1977), as mudanças promovidas pelo regime militar incentivaram o capitalismo monopolista beneficiando grandes conglomerados empresariais familiares.

Além disso, dispositivos da Lei das Sociedades Anônimas, como a possibilidade de dois tipos de ações (ordinárias e preferências), contribuíram para manter a cultura patrimonialista nas companhias. Resumidamente, ações ordinárias são aquelas que garantem o direito ao voto na assembleia de acionistas, enquanto que as ações preferenciais oferecem vantagens no recebimento de dividendos, mas não oferecem o direito ao voto nas assembleias e, portanto, não permitem aos seus detentores deliberar sobre as decisões da companhia. Segundo Gorga (2004), a consolidação das ações preferenciais por parte dos grupos empresariais brasileiros demonstra uma clara resistência às mudanças exigidas por um capitalismo competitivo. Havia, segundo o autor, um apego à propriedade forjado por uma cultura que caracterizava o empresário brasileiro como o dono absoluto do negócio, ainda que houvesse acionistas minoritários com uma parcela significativa de ações preferenciais.

Ademais, durante as décadas de 1970 e 1980, devido à fraca proteção aos minoritários, à instabilidade da economia e às recorrentes intervenções estatais que aumentavam a insegurança jurídica e institucional do país, o mercado de capitais passou por diversas crises, não conseguindo, portanto, se consolidar como uma forma de captação de recursos para as

companhias, assim como não sendo capaz de desenvolver uma cultura de investimento em ações por parte da classe média. Em relação à atual cultura do empresariado, Gorga (2004) sugere que não houve grandes alterações em relação à perspectiva patrimonialista. Os dados sobre a composição do conselho de administração das companhias abertas apresentados por Brugni et al. (2013) e por Brugni et al. (2018) parecem corroborar esta percepção. Por exemplo, Brugni et al. (2018) indicam, dentre outras coisas, que: i) praticamente não existe a eleição de conselheiros por parte de funcionários e de outros *stakeholders*; ii) cerca de 75% dos conselheiros são indicados pelo controlador; iii) mais da metade das empresas não possui comitê de auditoria instalado e; iv) cerca de 70% das empresas possuem conselheiros com alguma relação familiar ou comercial com outros conselheiros da empresa.

Em relação às características da estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras, Branco e Balassiano (2013) realizaram um estudo descritivo e corroboram a hipótese de potenciais conflitos de agência entre majoritários e minoritários devido à constante presença de um acionista com uma grande quantidade de ações ordinárias, ou seja, há uma considerável concentração acionária. Em média, estes acionistas detêm 47,16% das ações ordinárias, sendo o valor da mediana dessa distribuição igual a 51,70%. Além disso, segundo os autores, quando não há um único acionista que detém aproximadamente 50% ou mais de ações ordinárias, costuma haver a presença de um bloco controlador formado, normalmente, por três acionistas que detêm, em conjunto, um percentual próximo ou superior a 50% das ações ordinárias. Ademais, os autores atestam também a presença de uma considerável diferença entre as ações ordinárias e preferenciais detidas por estes acionistas majoritários. Por fim, os autores destacam que essas características da estrutura de propriedade das companhias brasileiras podem ser um terreno fértil para a expropriação dos acionistas minoritários.

Ressalta-se que boa parte destes achados de Branco e Balassiano (2013) já haviam sido identificados por Leal, Silva e Valadares (2002) em pesquisa que contemplou dados de companhias abertas brasileiras do final dos anos 1990. Pesquisas mais recentes, como Konraht, Camargo e Vicente (2016) e Palhares et al. (2019), também apresentam em seus dados as mesmas características na estrutura de propriedade das companhias brasileiras apontadas pelo levantamento de Branco e Balassiano (2013), em especial, quanto à concentração acionária, caracterizada, principalmente, pela considerável diferença entre ações ordinárias e preferenciais detidas pelo maior acionista ou bloco controlador. Portanto, pode-se observar que num horizonte temporal de aproximadamente 20 anos, as características da

estrutura de propriedade das companhias brasileiras, incluindo a concentração acionária, pouco se alterou.

Sobre este aspecto, ressalta-se novamente a importância destas características da estrutura de propriedade em todo o processo da governança. Do ponto de vista teórico, estas características determinam, por exemplo, o problema de agência enfrentado pela companhia (tipo I ou tipo II). Do ponto de vista da prática das companhias, a assembleia de acionistas elege os conselheiros de administração e estes contratarão o diretor executivo (CEO, do inglês *Chief Executive Officer*) que gerenciará a companhia em conjunto com a sua equipe de diretores (SILVEIRA, 2015). Estes órgãos representam a cúpula da governança e embora possam haver outros órgãos auxiliares, como o conselho fiscal, além de alguns comitês do conselho de administração, todo o processo da governança se inicia na assembleia de acionistas e, conseqüentemente, desenha-se e organiza-se a partir das características dessa estrutura de propriedade (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

Diante deste cenário desafiador para o aprimoramento da governança corporativa no Brasil, não só pelas características das companhias, mas também pelo contexto institucional brasileiro, diversos esforços foram envidados no início da década de 2000 para desenvolver o mercado de capitais brasileiro e a governança das companhias. Pode-se destacar, por exemplo, a criação dos segmentos especiais de listagem da antiga Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)¹¹ em 2000, e o fortalecimento dos direitos dos minoritários, com destaque para o *tag along*. Esses aspectos, aliados ao crescimento da economia global em meados da década de 2000, proporcionou um considerável desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro havendo uma série de ofertas iniciais de ações (IPO¹²) ao longo desta década (SILVEIRA, 2015).

Porém, apesar dos esforços recentes, ainda se pode considerar o contexto institucional brasileiro como sendo, de forma resumida: i) um ambiente de negócios com alto risco para os investidores, uma vez que a há, historicamente, uma grande participação e intervenção do Estado na economia, seja por meio de companhias públicas ou de economia mista, seja por meio de excessiva legislação regulatória e intervencionista; ii) um ambiente de negócios instável do ponto de vista econômico e político, dado diversas mudanças nas políticas

¹¹ Atual [B]3.

¹² Do inglês *Initial Public Offering* (IPO).

monetários, fiscais e cambiais, além de mudanças abruptas nos governos; iii) um ambiente de negócios com baixo nível de *enforcement* e; iv) um ambiente de negócios dotado de uma cultura empresarial patrimonialista, persistindo, também, o viés do patronato político (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004; SILVEIRA, 2015).

Conseqüentemente, o mercado de capitais brasileiro pode ser caracterizado como: i) incipiente; ii) pouco procurado pelas companhias devido às altas taxas de desconto aplicadas pelos investidores, aspecto que tende a gerar subavaliação dos ativos; iii) pouco procurado também pela classe média, em especial pelo baixo conhecimento sobre o assunto em conjunto com a ausência de uma cultura de investimento em bolsa, devido aos riscos, inclusive, institucionais e, ainda; iv) dotado de fraca proteção aos acionistas minoritários, havendo também um baixo nível de monitoramento dos agentes reguladores e de mercado (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004; SILVEIRA, 2015). Portanto, estas características geram um risco considerável de expropriação da riqueza dos minoritários no mercado de capitais brasileiro (LA PORTA et al., 2000b; JOHNSON et al., 2000; BRANCO; BALASSIANO, 2013). Uma política corporativa que é muito importante neste aspecto é a política de dividendos, visto que ela pode ser usada tanto para aliviar os problemas de agência, como um instrumento de expropriação dos minoritários (LA PORTA et al., 2000a). Assim, a próxima subseção irá apresentar os principais aspectos teóricos relativos aos dividendos.

2.2. DIVIDENDOS

A pesquisa sobre dividendos teve o seu início a partir de trabalhos seminais como Lintner (1956), Gordon (1959) e Miller e Modigliani (1961). Do ponto de vista teórico, pode-se considerar a discussão sobre a relevância ou não dos dividendos para a determinação do valor das companhias como o principal aspecto discutido pela literatura. De um lado, autores como Miller e Modigliani (1961) apresentam a proposta da irrelevância dos dividendos para o valor das ações. Esta perspectiva parte do pressuposto de que se o mercado é eficiente, então o preço das ações corresponde ao valor presente dos fluxos de caixa futuros da companhia, o

que inclui os ganhos futuros a partir do valor reinvestido na companhia pelos gestores com o capital que seria distribuído como dividendos.

Nesse contexto, os dividendos e, conseqüentemente, o *payout*¹³ são irrelevantes para os acionistas porque eles podem receber dividendos ou obter ganhos de capital oriundos da valorização do preço das ações devido ao reinvestimento do capital. Assim, na eventualidade de algumas companhias que pagam mais dividendos atraírem mais investidores, supõe-se que isto ocorra devido ao conteúdo informacional existente nos dividendos ou devido ao efeito clientela. Sobre a primeira possível explicação, propõe-se que os dividendos sinalizam a expectativa de lucros futuros, ou seja, caso a empresa pague mais dividendos no presente, isto tende a ser um indicativo de que os lucros futuros serão maiores ainda, atraindo os investidores a partir desta sinalização (MILLER; MODIGLIANI, 1961).

A segunda possível explicação sugere que existem diferentes tipos de investidores, semelhante à ideia de diferentes tipos de clientes num mercado de produtos. Por exemplo, alguns investidores estão dispostos a receber menos dividendos, em especial no caso de companhias em estágio de crescimento, apostando nos ganhos de capital provenientes de um aumento futuro no preço das ações. De forma contrária, outros investidores preferem maiores dividendos no presente, abrindo mão da expectativa de consideráveis aumentos no preço das ações no futuro (ganho de capital). Assim, cada companhia atrairia um diferente tipo de investidor, semelhante à ideia de “clientela”. De toda forma, os dividendos continuariam sendo irrelevantes para o valor da empresa em longo prazo (MILLER; MODIGLIANI, 1961). Ressalta-se, no entanto, que a teoria da irrelevância dos dividendos está ancorada em algumas premissas que nem sempre são condizentes com o mundo real, tal como a eficiência de mercado, a ausência de custos de transação, impostos inexistentes ou iguais para os ganhos de capital e os ganhos via dividendos, dentre outros aspectos (ASSAF NETO, 2014).

Em contrapartida, trabalhos como Lintner (1956) e Gordon (1959) apontam para a relevância dos dividendos para o preço das ações, uma vez que eles tendem a ser relevantes para os acionistas. A razão para isso consiste no fato dos acionistas preferirem receber ganhos certos no presente que ganhos incertos no futuro, ou seja, o recebimento de dividendos reduz a incerteza e, conseqüentemente, este aspecto tende a impactar no preço das ações. Ademais, aspectos do mundo real, como custos de transação e impostos sobre dividendos e ganhos de

¹³ Termo em inglês que representa o percentual do lucro que é pago em forma de dividendos.

capital, também tendem a exercer influência para que haja um efeito dos dividendos no valor de mercado das ações. Ainda assim, segundo Assaf Neto (2014), nenhuma das duas perspectivas apresentadas consegue explicar de forma conclusiva a relevância ou não dos dividendos no valor das ações.

Esta tese, no entanto, aborda os dividendos sob a ótica da teoria da agência e, nesta perspectiva teórica, compreende-se que ele pode estar relacionado com os conflitos de interesses entre gestores, acionistas e credores (LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001). Considerando a teoria de agência, entende-se que, de um modo geral, os acionistas preferem receber os dividendos no presente de forma a garantir algum retorno sobre o investimento, dado o risco de expropriação oriundo dos conflitos de interesses e da própria incerteza de lucros futuros inerente aos negócios. Em contrapartida, os gestores e os credores tendem a preferir o reinvestimento do lucro como forma de diminuir o risco de crédito da companhia e, no caso dos gestores, permitir também maior liberdade na escolha de projetos de investimentos (JENSEN; MECKLING, 1976; MOH'D; PERRY; RIMBEY, 1995; LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001).

Os dividendos sob a ótica da teoria da agência são vistos, portanto, como um instrumento de controle gerencial, podendo reduzir ou aumentar o potencial de expropriação da relação de agência (JOHNSON et al., 2000; LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001). Por exemplo, entende-se que quanto maior for o valor pago em dividendos, menores tendem a ser as margens para o mau uso do dinheiro por parte do gestor e, conseqüentemente, mais disciplinada tende a ser a gestão, sendo também o contrário verdadeiro. Como mau uso do dinheiro, pode-se citar o investimento em projetos de interesse pessoal, mas que não rendem o mínimo exigido pelos acionistas, o uso do dinheiro da companhia para benefícios privados, como gastos com hotéis, transportes, dentre outros usos que não maximizam a riqueza dos acionistas.

Essas práticas de expropriação também podem ocorrer no contexto do conflito de agência tipo II, onde os acionistas majoritários comumente possuem o controle sobre a gestão (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Por exemplo, os majoritários podem influenciar a gestão para reduzir os dividendos e manter mais dinheiro à disposição da companhia e, assim, facilitar a utilização desse dinheiro em benefícios para eles caracterizando, desta forma, uma expropriação da riqueza dos minoritários (JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG;

YOUNG, 2001). Isso pode ser ainda mais recorrente em companhias em que há uma considerável separação entre os direitos de voto e os direitos de fluxos de caixa (ações ordinárias e ações preferenciais, respectivamente) e/ou em contextos institucionais de baixa proteção legal aos minoritários, como apontam trabalhos como La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), La Porta et al., (2000b) e Faccio, Lang e Young (2001) e, mais recentemente, Atmaja (2017), Reina (2017), Besim e Adaoglu (2018) e Moin, Guney e El Kalak (2019), no contexto internacional, e Crisóstomo e Brandão (2016) no contexto nacional.

Ressalta-se, no entanto, que essa “hipótese de expropriação” não é a única aventada pela literatura para a relação entre a concentração acionária e os dividendos em companhias de capital aberto. Trabalhos como Xu’nan (2011) e Isakov e Weisskopf (2015) sugerem a “hipótese de reputação”, em especial, quando há a presença de familiares na estrutura de propriedade, aspecto comum nas companhias brasileiras (GORGA, 2004; SILVA; LEAL, 2006). Nesta perspectiva, companhias com concentrada estrutura de propriedade estariam preocupadas com a sua reputação no mercado de capitais acerca do tratamento que oferecem aos acionistas minoritários, ou seja, preocupadas em serem percebidas como companhias éticas e seguras e, como forma de demonstrar isso, pagariam mais dividendos que as demais companhias, de maneira que a concentração acionária estaria associada com uma maior distribuição de dividendos. Porém, a maior parte das evidências empíricas estão alinhadas com a “hipótese de expropriação” (FACCIO; LANG; YOUNG, 2001; ATMAJA, 2017; MOIN; GUNEY; EL KALAK, 2019).

Assim, entende-se que os dividendos estão associados aos conflitos de interesses sob a ótica do problema de agência (tipo I e II) e podem estar relacionados com a expropriação da riqueza dos acionistas. No Brasil, onde predomina o conflito de agência tipo II, a Lei nº 6.404/1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, sugere que os legisladores já estavam preocupados à época com a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários, haja vista a alínea a) do parágrafo 1º do artigo 117, que diz

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional (BRASIL, 1976, p. 39).

Neste sentido, talvez com o interesse de dar maior proteção aos minoritários, o artigo 202 da referida Lei aponta para a obrigatoriedade da distribuição de dividendos aos acionistas, desde que haja lucro (BRASIL, 1976), havendo algumas vantagens no recebimento dos dividendos para os acionistas preferenciais, estes que são, costumeiramente, minoritários. Além disso, a Lei aponta que o percentual do lucro referente ao dividendo mínimo deverá estar previsto no estatuto das entidades e, caso haja a omissão deste aspecto, o dividendo mínimo obrigatório deverá ser de 25% do lucro líquido ajustado, conforme aponta o inciso I do artigo 202. No entanto, ainda assim os administradores podem evitar a distribuição de dividendos, como pode ser observado nos parágrafos 4º e 5º do artigo 202 da Lei.

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto (...)

§ 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.

§ 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia (BRASIL, 1976, p. 79).

Ainda que o percentual mínimo obrigatório do lucro a ser distribuído possa ser definido pela companhia em assembleia geral, entende-se que estes dispositivos legais previstos na Lei nº 6.404/1976 possuem o interesse de proteger os acionistas minoritários contra possíveis expropriações. Ressalta-se também que apesar de haver a necessidade de um dividendo mínimo obrigatório, as companhias podem distribuir mais dividendos que o mínimo previsto.

Martins e Novaes (2012) apresentam evidências de que apesar dessa exigência legal, muitas companhias brasileiras conseguem reter todo o lucro e, neste sentido, os autores compreendem que a legislação, de fato, força as companhias a pagarem mais dividendos do que pagariam, caso não houvesse tal obrigatoriedade. Ainda sobre este aspecto, poder-se-ia supor que esta obrigatoriedade legal de distribuição de dividendos poderia reduzir a capacidade das companhias de investirem em bons projetos com fundos próprios (reinvestimento), porém, Martins e Novaes (2012) também apresentam evidências de que as

regras de dividendos obrigatórios protegem os direitos de fluxo de caixa dos acionistas minoritários sem prejudicar os planos de investimentos das companhias sendo, portanto, positiva para o mercado de capitais brasileiro.

Porém, dado que os dividendos são definidos a partir do lucro apurado, pode-se supor que, caso o lucro seja intencionalmente manipulado (gerenciado), os dividendos também estariam sendo, de alguma forma, manipulados, aspecto que poderia facilitar a expropriação da riqueza dos acionistas, dado que mais dinheiro poderia estar “sobrando” no caixa da companhia (LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001). Assim, o gerenciamento de resultados pode representar um aspecto central na retenção de dividendos com o fim de expropriar os acionistas minoritários em contextos institucionais como o brasileiro (BHAUMIK; GREGORIOU, 2010), razão pela qual o tema será abordado na próxima subseção.

2.3. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O tema gerenciamento de resultados começou a ser investigado a partir da década de 1980, com trabalhos como Healy (1985), DeAngelo (1988) e, principalmente, Schipper (1989) sendo considerados seminais. Posteriormente, a revisão sobre o tema realizada por Healy e Wahlen (1999) também é considerado um trabalho disseminador de novas pesquisas. Do ponto de vista conceitual, pode-se compreender o gerenciamento de resultados como uma ação deliberada dos gestores para alterar os relatórios financeiros, seja para enviesar os usuários das informações contábeis acerca da realidade econômica e/ou financeira da companhia, seja para obter alguma vantagem em relações contratuais influenciadas pelos números contábeis (HEALY; WAHLEN, 1999).

Alguns aspectos conceituais adicionais devem ser considerados. O primeiro refere-se ao fato de que o gerenciamento de resultados pode ser compreendido como qualquer ação relacionada ao *disclosure* (evidenciação de informações para o público externo) que tentar enviesar a percepção dos agentes do mercado sobre a companhia. Portanto, mesmo um *disclosure* que não esteja relacionado com os números contábeis e que tente enviesar a percepção dos agentes do mercado sobre a companhia, como a divulgação de um fato relevante com informações

distorcidas sobre o mercado de competição da companhia, por exemplo, também pode ser compreendido como gerenciamento de resultados (SCHIPPER, 1989).

Além disso, pode-se observar na literatura duas perspectivas a respeito da relação entre o gerenciamento de resultados e as práticas fraudulentas. A primeira perspectiva indica que as fraudes podem ser consideradas como gerenciamento de resultados (SCHIPPER, 1989; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1996), enquanto que a segunda indica que o gerenciamento de resultados não deve ser confundido com a fraude, uma vez que ele surge a partir da discricionariedade permitida pelo padrão contábil (em inglês, *Generally Accepted Accounting Principles* - Gaap) e pelas Leis, enquanto que a fraude representa aquilo que não é permitido pelo padrão contábil e pela legislação (HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2013).

Nesta pesquisa, devido à viabilidade metodológica, abordar-se-á apenas o gerenciamento de resultados com impacto nos relatórios financeiros e não aqueles presentes em outros tipos de *disclosures*. Além disso, sobre a relação entre gerenciamento de resultados e fraude, adotar-se-á a perspectiva que não considera o gerenciamento de resultados como fraude. Destaca-se, no entanto, que apesar da legalidade ser o aspecto que separa o gerenciamento de resultados da fraude, a intenção dos gestores pode vir a ser a mesma em ambas as práticas, qual seja, enviesar a percepção dos usuários das informações contábeis sobre a realidade econômica e/ou financeira da companhia ou obter vantagens em relações contratuais que dependem dos números contábeis (HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2013)

Em relação à operacionalização do gerenciamento de resultados, entende-se que ela pode ocorrer de duas formas, via *accruals* discricionários (em inglês, *accruals earnings management*) e via manipulações operacionais (em inglês, *operating earnings management*), não sendo elas mutuamente excludentes (SCHIPPER, 1989; HEALY; WAHLEN, 1999; ROYCHOWDHURY, 2006). Sobre a primeira forma, por *accruals* discricionários, os gestores se utilizam da flexibilidade permitida pelo padrão contábil e usam os *accruals* para alterar os números contábeis de acordo com o seu interesse (SCHIPPER, 1989; HEALY; WAHLEN, 1999).

Os *accruals* são valores que surgem a partir do regime de competência adotado pela contabilidade, uma vez que o objetivo deste regime é reconhecer quantitativamente eventos e transações que impactam ou que poderão impactar na realidade econômica das companhias, não representando, necessariamente, entradas ou saídas de caixa no momento do seu

reconhecimento (IUDÍCIBUS; MARION; FARIA, 2009; HEALY, 1985). Além disso, podem ser divididos em não discricionários e discricionários. Os primeiros surgem de eventos e transações que os gestores não possuem margem para interferir, enquanto que os segundos podem sofrer interferência gerencial, sendo estes, portanto, utilizados para gerenciar os resultados (HEALY, 1985). Como exemplos, pode-se citar o reconhecimento antecipado ou a postergado de ganhos e gastos dentro da flexibilidade permitida pelo padrão contábil.

A segunda forma de gerenciamento de resultados apresentada, por manipulações operacionais, não é necessariamente uma manipulação contábil, uma vez que é fruto de decisões operacionais que impactam no caixa da companhia e que, por consequência, irão impactar no lucro reportado, como a diminuição de gastos com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) ou o aumento na produção de estoques (ROYCHOWDHURY, 2006; RONEN; YAARI, 2008). Assim, uma das principais diferenças entre o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e o por manipulações operacionais é o fato do primeiro não ter, ao menos em primeiro momento, impacto no caixa, sendo eminentemente contábil, enquanto que o segundo impacta de imediato no caixa da companhia (ROYCHOWDHURY, 2006; MARTINEZ, 2013).

Por isso, estas duas formas de gerenciamento de resultados tendem a ter incentivos e custos de utilização diferentes. Por exemplo, o gerenciamento de resultados via *accruals* discricionários tende a ser mais fácil de ser percebido por auditores, agentes reguladores e demais usuários das informações contábeis que o gerenciamento de resultados via manipulações operacionais. Em contrapartida, este último influencia a atividade operacional da companhia podendo prejudicá-la, fazendo com que, por exemplo, uma deteriorada situação operacional piore ainda mais (EWERT; WAGENHOFER, 2005; ZANG, 2012). Sobre este aspecto, acredita-se que companhias familiares ou com estrutura de propriedade concentrada seriam menos propensas a utilizar o gerenciamento de resultados via manipulações operacionais devido ao fato dele prejudicar a atividade operacional da companhia, aspecto que poderia prejudicar a companhia no futuro. Este argumento repousa na perspectiva de que acionistas com grande participação acionária tendem a ter maiores interesses de longo prazo na companhia e, portanto, poderia haver um alinhamento de interesses entre os majoritários e os minoritários (CLAESSENS et al., 2002; ACHLEITNER et al., 2014). Por este motivo, esta tese delimitará sua investigação sobre o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, visto que se espera que ele seja mais comum, ou seja, mais utilizado pelas companhias que possuem concentração

acionária. No entanto, não se pode negar a possibilidade de as companhias gerenciarem resultados também por manipulações operacionais.

Porém, independente da forma de operacionalização do gerenciamento de resultados, compreende-se que ambas são capazes de diminuir a qualidade da informação contábil e prejudicar os usuários dessas informações, uma vez que, conforme apresentado anteriormente, o gerenciamento de resultados é realizado pelos gestores com o interesse de enviesar os usuários das informações contábeis sobre a realidade econômica da companhia e/ou para obter alguma vantagem em relações contratuais influenciadas pelos números contábeis (HEALY; WAHLEN, 1999). Assim, considerando todos os aspectos teóricos apresentados nesta fundamentação teórica, serão apresentadas as hipóteses da pesquisa na próxima subseção.

2.4. HIPÓTESES DA PESQUISA

O desenvolvimento das hipóteses da pesquisa parte da perspectiva apresentada por Bhaumik e Gregoriou (2010) que indica que o gerenciamento de resultados pode ser utilizado para influenciar aspectos corporativos que possuem relação com o resultado, tal como o pagamento de dividendos. Adicionalmente, ressalta-se que autores como Johnson et al. (2000) e Faccio, Lang e Young (2001) apontam que, especialmente em casos de concentração acionária, aspecto comum nas companhias brasileiras (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; BRANCO; BALASSIANO, 2013), existe a possibilidade dos dividendos serem utilizados para expropriar a riqueza dos acionistas minoritários, visto que o(s) acionista(s) controlador(es) poderia(m) pagar menos dividendos aos minoritários, devido ao interesse de reter mais dinheiro na companhia para uso em aspectos de interesse privado deste(s) acionista(s) controlador(es).

Assim, considerando as perspectivas apontadas por Bhaumik e Gregoriou (2010), supõe-se que o gerenciamento de resultados pode ser utilizado para influenciar os dividendos. Destaca-se que há também na literatura uma perspectiva que vê uma relação inversa de causalidade, ou seja, o pagamento de dividendos é que poderia explicar o gerenciamento de resultados, visto que ao pagar mais dividendos, as empresas teriam o interesse de aumentar o lucro futuro

como forma dar um sinal coordenado ao mercado, assim, o aumento nos dividendos incentivaria o aumento no gerenciamento de resultados (IM; KIM; CHOI, 2016). Um outro argumento que possui esta mesma lógica de causalidade, mas com uma expectativa inversa na relação, aponta que seria custoso para as companhias pagarem mais dividendos e aumentarem o lucro via *accruals* discricionários, visto que o aumento no pagamento de dividendos reduz o caixa e o aumento dos *accruals* discricionários pode não representar um aumento de caixa futuro, logo, o aumento no pagamento de dividendos estaria associado com uma contenção/restricção no uso de práticas de gerenciamento de resultados pelas companhias (HE et al., 2017; AZEVEDO et al., 2019).

Embora essa hipótese de que os dividendos explicam o gerenciamento de resultados não possa ser totalmente refutada, pode-se argumentar que, teoricamente, como o pagamento de dividendos representa uma parte do lucro sendo distribuída aos acionistas e, como tal pagamento depende do lucro ou de sua estimativa, os dividendos representam um evento posterior à apuração do lucro ou à sua estimativa pelos gestores da companhia. Trabalhos como o de Watts (1973), que identifica uma fraca relação entre os dividendos e os lucros futuros, e o de Fama e Babiak (1968), que identifica uma relação mais forte dos dividendos com o lucro do período anterior, também tendem a endossar a perspectiva de que é mais coerente o gerenciamento de resultados explicar os dividendos que o contrário. Pode-se considerar este aspecto também do ponto de vista econométrico, visto que uma análise de regressão somente faz sentido quando um evento anterior explica um evento posterior e não o contrário (GUJARATI; PORTER, 2011).

Assim, considerando as pesquisas que coadunam com a lógica de causalidade proposta por esta tese, qual seja, o gerenciamento de resultados explicando o pagamento de dividendos, pode-se destacar os achados de Daniel, Denis e Naveen (2008), Shah, Yuan e Zafar (2010), Joshi (2019) e Sousa et al.(2018). Daniel, Denis e Naveen (2008) investigaram companhias abertas americanas de 1992 até 2005 e encontraram evidências que as companhias gerenciam os resultados como uma forma de atingir um determinado nível de lucro compatível com o nível de dividendos que pretendem pagar, ou seja, as companhias utilizam o nível de dividendos que ambicionam pagar como uma *proxy* para a expectativa de lucro do período e, assim, utilizam-se de práticas de gerenciamento de resultados para apresentar certa consonância entre o lucro e os dividendos pagos. Ressalta-se que os EUA, contexto investigado por Daniel, Denis e Naveen (2008), possuem maior proteção legal aos

investidores, maior estabilidade institucional e mercado de capitais mais desenvolvido que boa parte dos países do mundo, incluindo o Brasil. Consequentemente, nos EUA as companhias abertas recebem um escrutínio muito maior de órgãos reguladores e agentes do mercado em relação aos dividendos que companhias de países que não apresentam estas características institucionais.

Shah, Yuan e Zafar (2010) utilizaram uma amostra de 2003 a 2007 de companhias do Paquistão e outra de 2001 a 2007 de companhias da China e não encontraram relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e o pagamento de dividendos em ambos os países. Contrariamente ao descrito a respeito do contexto institucional dos EUA, Paquistão e China não são países com ambiente institucional seguro e com alta proteção legal aos investidores. Nestes aspectos, assemelham-se ao Brasil. Na Índia, país que também apresenta um contexto institucional próximo ao do Brasil, Joshi (2019) também não encontrou relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos. Estes resultados parecem sinalizar que ao gerenciar os resultados, estas companhias possuem certos incentivos que não estão associados aos dividendos, ou seja, ao aumentar o lucro de forma intencional via *accruals* discricionários, por exemplo, não necessariamente pretende-se aumentar o pagamento de dividendos, visto que tal gerenciamento provavelmente possui outros incentivos.

É possível que as características institucionais impactem na força dessa relação direta entre lucros e dividendos e, consequentemente, entre gerenciamento de resultados e dividendos, ou seja, ao gerenciar o lucro, as companhias americanas tenham a preocupação de expandir os efeitos desta prática aos dividendos, enquanto que companhias de outros países não tenham tal preocupação, ou não no mesmo nível que as companhias americanas. Ressalta-se que com o mercado de capitais mais desenvolvido, as companhias americanas enfrentam maior concorrência por recursos de investidores e, consequentemente, necessitam de maior atenção às suas políticas financeiras, incluindo as decisões sobre dividendos.

Como uma amostra contendo companhias de 10 países da América Latina, incluindo o Brasil, ou seja, países com alguma instabilidade econômica e institucional e baixa proteção legal aos investidores, Souza et al. (2018) não encontraram evidências entre o nível de gerenciamento de resultados e a persistência dos dividendos, porém, com o auxílio da técnica de regressão quantílica, identificaram que companhias que pagam mais dividendos costumam apresentar valores maiores na métrica de gerenciamento de resultado. Segundo os autores, é possível que

companhias que costumeiramente gerenciam mais resultados, tenham maior interesse em usar tal gerenciamento para manter constante o nível de pagamento dos dividendos.

Diante do exposto e objetivando contribuir para a discussão tanto do ponto de vista teórico, como metodológico, propõe-se, nesta pesquisa, diferenciar na operacionalização das variáveis o gerenciamento de resultados para aumentar o lucro do gerenciamento de resultados para diminuí-lo, ao invés de considerar somente a sua magnitude em valores absolutos ou o quadrado dos valores da métrica de gerenciamento de resultados, tal como realizado na maioria das pesquisas anteriores. Este aspecto se justifica porque dentro da ótica de possibilidade de expropriação preconizada pela teoria da agência (JOHNSON et al., 2000; ATANASOV; BLACK. CICCOTELLO, 2014) e pela discussão sobre a existência de diferentes incentivos para a prática do gerenciamento de resultados apontada pela literatura (HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2013), pode-se supor que o gerenciamento para aumentar o lucro via *accruals* discricionários, ou seja, sem aumento real de caixa, tende a estar relacionado com outros incentivos que não sejam, necessariamente, pagar mais dividendos aos acionistas, principalmente em contextos institucionais de costumeira concentração acionária, como o brasileiro. Por outro lado, a redução do lucro via *accruals* discricionários pode ser utilizada, dentre outros incentivos, como um subterfúgio para justificar um menor pagamento de dividendos com o fim de manter mais dinheiro à disposição da companhia. Diante dos aspectos apresentados, propõe-se a seguinte hipótese, que será dividida em duas sub-hipóteses:

Hipótese 1: A relação entre os *accruals* discricionários e o pagamento de dividendos nas companhias **difere-se** entre os *accruals* discricionários positivos e os *accruals* discricionários negativos.

Hipótese 1-A: Os *accruals* discricionários positivos **não são relacionados** com os dividendos, ou seja, o aumento “manipulado” do lucro não está associado ao pagamento de dividendos.

Hipótese 1-B: Os *accruals* discricionários negativos possuem uma **relação positiva** com os dividendos, ou seja, a redução “manipulada” do lucro está associada a um menor pagamento de dividendos.

Embora possa parecer estranho aventar uma hipótese que prevê a ausência de relação entre variáveis, como feito pela sub-hipótese 1-A, entende-se que há um único argumento teórico que sustenta as sub-hipóteses 1-A e 1-B, qual seja, considerando o contexto institucional brasileiro, que apresenta um baixo nível de *enforcement*, uma cultura empresarial marcada pelo patrimonialismo e pelo patronato político e um menor nível de escrutínio de órgãos reguladores e agentes do mercado em relação ao dividendos quando comparado com economias mais desenvolvidas (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004), supõe-se que quando uma empresa aumenta o lucro via *accruals* discricionários, é possível que ela não se utilize disso para justificar um maior pagamento de dividendos, porém, o tende a fazer quando o lucro é reduzido, dado o interesse em manter mais dinheiro disponível na companhia.

Dessa forma, justifica-se a previsão da ausência de relação entre as variáveis proposta pela sub-hipótese 1-A como uma forma de testar um argumento que possui fundamento teórico para toda a hipótese 1. Além disso, como afirmado anteriormente, os diferentes incentivos para a prática de gerenciamento de resultados também sustentam a importância de tratar separadamente os *accruals* discricionários positivos (para aumentar o lucro) dos *accruals* discricionários negativos (para diminuir o lucro), principalmente devido ao interesse de investigar um possível efeito desses aspectos no pagamento de dividendos. Na seção 3 que abordará o método da pesquisa, serão apresentadas as três métricas de *accruals* discricionários utilizadas. Espera-se que as sub-hipóteses 1-A e 1-B não sejam rejeitadas independentemente da métrica utilizada.

Prosseguindo para a investigação principal da pesquisa, observou-se que a literatura apresenta evidências de que a concentração de propriedade em contextos institucionais como o do Brasil tende a estar associada a um menor nível de pagamento de dividendos. Por exemplo, utilizando-se de uma amostra de companhias mexicanas entre os anos 2005 a 2013, Reina (2017) identificou que a concentração da propriedade nas mãos de familiares reduz o pagamento de dividendos. O autor identificou, no entanto, que a presença de um grande investidor institucional na estrutura de propriedade causa o efeito contrário. Ressalta-se que existem semelhanças entre o contexto institucional brasileiro e o mexicano, inclusive em relação à presença de muitas companhias familiares no mercado de capitais. Atmaja (2017) também identificou uma relação negativa entre o controle da propriedade nas mãos de

familiares e o pagamento de dividendos em companhias da Indonésia a partir de uma amostra que contemplou o período entre 2003 e 2009.

Moin, Guney e El Kalak (2019) também investigaram companhias da Indonésia, mas com uma amostra para os anos entre 1995 a 2014, e encontraram um resultado semelhante ao de Atmaja (2017), ou seja, a concentração da propriedade está associada a um menor pagamento de dividendos. Os autores dos dois trabalhos apontam a confirmação da hipótese de que há um potencial de expropriação dos minoritários por parte dos majoritários. Crisóstomo e Brandão (2016) utilizaram uma amostra com companhias brasileiras no período entre 1996 a 2012 e identificaram que a concentração acionária, de fato, apresenta uma relação negativa com os dividendos. Segundo os autores, estes achados suportam a perspectiva de que as companhias brasileiras buscam manter mais dinheiro à disposição do caixa, aspecto que poderia facilitar a expropriação da riqueza dos minoritários. Assim, propõe-se a segunda hipótese desta pesquisa e suas respectivas sub-hipóteses:

Hipótese 2: A concentração acionária possui uma **relação negativa** com os dividendos, ou seja, o aumento nesta concentração está associado a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 2-A: O percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es) possui uma **relação negativa** com os dividendos, ou seja, o aumento neste percentual está associado a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 2-B: A diferença entre as ações ordinárias e preferenciais detidas pelo(s) controlador(es) possui uma **relação negativa** com os dividendos, ou seja, o aumento desta diferença está associado a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 2-C: A diferença entre o *free float*¹⁴ das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias¹⁵ possui uma **relação negativa** com os dividendos, ou seja, o aumento desta diferença está associado a um menor pagamento de dividendos.

¹⁴ *Free float* é percentual de ações de uma companhia que está em livre circulação no mercado de capitais.

¹⁵ Para a métrica referente às ações detidas pelo(s) controlador(es), utilizou-se a razão entre as ações ordinárias e as ações preferenciais, porém, para a métrica referente ao *free float*, inverteu-se a razão, ou seja, considerou-se o *free float* das ações preferenciais sobre o *free float* das ações ordinárias. Esta alteração entre os tipos de ações no numerador e no denominador das métricas é para que ambas tenham uma relação direta com a lógica da concentração acionária, ou seja, o aumento no valor de tais métricas estaria relacionado com o aumento da concentração acionária.

Porém, o interesse desta tese não é identificar o efeito direto da concentração acionária nos dividendos, mas verificar se há um relacionamento entre o gerenciamento de resultados e os dividendos em companhias brasileiras que seja moderado pela concentração acionária, de maneira que essa moderação possa, inclusive, ter um efeito significativo na relação proposta. Por exemplo, a ausência de relação entre os *accruals* discricionários positivos e os dividendos que foi prevista pela hipótese 1 pode deixar de existir com o efeito moderador, ou seja, a relação pode passar a existir devido à moderação. Este aspecto iria salientar que o gerenciamento de resultados, na verdade, apenas estaria associado com os dividendos, dado alguns contextos específicos, como o de concentração acionária. Para o melhor do conhecimento do autor desta tese, não foi identificado na literatura este desenho metodológico em outros trabalhos. Dessa forma, propõe-se as hipóteses 3 e 4 e suas respectivas sub-hipóteses que consideram as métricas de concentração acionária utilizadas pela pesquisa e que serão melhor descritas na seção 3.

Hipótese 3: Em um contexto corporativo de maior concentração acionária, os *accruals* discricionários positivos possuem uma **relação negativa** com os dividendos, ou seja, o aumento “manipulado” do lucro, neste contexto de concentração acionária, está associado a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 3-A: Em um contexto corporativo de maior percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es), os *accruals* discricionários positivos possuem uma **relação negativa** com os dividendos, ou seja, o aumento “manipulado” do lucro, neste contexto indicado, está associado a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 3-B: Em um contexto corporativo de maior diferença entre as ações ordinárias e preferenciais detidas pelo(s) controlador(es), os *accruals* discricionários positivos possuem uma **relação negativa** com os dividendos, ou seja, o aumento “manipulado” do lucro, neste contexto indicado, está associado a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 3-C: Em um contexto corporativo de maior diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias, os *accruals* discricionários positivos possuem uma **relação negativa** com os dividendos, ou seja, o aumento “manipulado” do lucro, neste contexto indicado, está associado a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 4: Em um contexto corporativo de maior concentração acionária, os *accruals* discricionários negativos possuem uma **relação positiva** com os dividendos, ou seja, a redução “manipulada” do lucro, neste contexto de concentração acionária, está associada a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 4-A: Em um contexto corporativo de maior percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es), os *accruals* discricionários negativos possuem uma **relação positiva** com os dividendos, ou seja, a redução “manipulada” do lucro, neste contexto indicado, está associada a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 4-B: Em um contexto corporativo de maior diferença entre as ações ordinárias e preferenciais detida(s) pelos controlador(es), os *accruals* discricionários negativos possuem uma **relação positiva** com os dividendos, ou seja, a redução “manipulada” do lucro, neste contexto indicado, está associada a um menor pagamento de dividendos.

Hipótese 4-C: Em um contexto corporativo de maior diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias, os *accruals* discricionários negativos possuem uma **relação positiva** com os dividendos, ou seja, a redução “manipulada” do lucro, neste contexto indicado, está associada a um menor pagamento de dividendos.

3. MÉTODO

Esta seção apresenta o delineamento metodológico desta tese e está dividida em três subseções. A primeira subseção irá apresentar a caracterização da pesquisa a partir da sua classificação, da identificação da população e dos critérios que foram utilizados para a seleção da amostra utilizada. A seguir, serão apresentadas as variáveis que foram utilizadas, assim como as suas respectivas formas de coleta e/ou de estimação. Por fim, na terceira subseção será apresentado o modelo de especificação da pesquisa e seus principais aspectos econométricos.

3.1. CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Esta tese pode ser classificada como uma pesquisa descritivo-exploratória quanto aos seus objetivos, uma vez que busca conhecimentos acerca de um fenômeno ainda pouco explorado na literatura, de modo que se espera que tal pesquisa possa servir como preparatória para a consecução de pesquisas subsequentes tanto do autor desta tese, como de outros pesquisadores, de maneira que tais pesquisas possam ser desenvolvidas no futuro com maior compreensão, entendimento e precisão. Ainda em relação aos seus objetivos, busca-se também neste estudo descrever o relacionamento entre as variáveis do fenômeno de interesse. Quanto à abordagem, trata-se de uma pesquisa quantitativa e, em relação aos procedimentos técnicos, ela pode ser classificada como uma pesquisa bibliográfica e *ex-post-facto*, visto que o pesquisador se utiliza de variáveis de períodos passados e não possui controle sobre elas, além de buscar encontrar o relacionamento entre essas variáveis. Ressalta-se também que os dados da pesquisa foram coletados a partir de fontes secundárias, como na plataforma de internet *Comdinheiro*, em relatórios financeiros, na página de internet da Comissão de Valores Mobiliárias (CVM), dentre outros (TRIPODI; PHILLIP; MEYER, 1975; MARCONI; LAKATOS, 2003; GIL, 2008).

A população de interesse da pesquisa são as companhias brasileiras listadas na [B³] com o capital em circulação na referida bolsa. Como forma de prover uma maior capacidade de generalização dos resultados, objetivou-se coletar uma amostra que fosse o mais próximo possível da população e a plataforma online *Comdinheiro* foi utilizada como principal fonte para a coleta dos dados contábeis, financeiros e sobre a concentração acionária das companhias. Em relação ao horizonte temporal de investigação, coletou-se dados para os anos de 2010 até 2018. Optou-se por evitar anos anteriores a 2010 devido, principalmente, às mudanças provocadas pela convergência das normas contábeis brasileiras às IFRS¹⁶ que, inclusive, gerou a alteração na nomenclatura de algumas contas e até mesmo à eliminação de outras. Entendeu-se que essa diferença na nomenclatura poderia dificultar e/ou levar a erros por parte do pesquisador na mensuração das variáveis de gerenciamento de resultados.

¹⁶ Acrônimo de *International Financial Reporting Standards*, que pode ser traduzido como Normas Internacionais de Contabilidade.

Porém, num momento mais adiantado da pesquisa, observou-se que seria importante incluir como variável de controle no modelo de especificação da pesquisa¹⁷ a variável ROA (Retorno sobre os ativos) do período anterior. Como tal variável não havia sido coletada para o ano de 2009, acabou-se perdendo as observações do ano de 2010. Assim, o horizonte contemplado pela pesquisa foi de 2011 a 2018. O número total de observações companhia/ano da amostra foi de 1.083, representando uma média de aproximadamente 135 companhias para cada ano da amostra. Deve-se destacar que a base final da pesquisa contou com informações sobre o gerenciamento de resultados, os dividendos e a concentração acionária e, o fato de haver, às vezes, um dado faltante para algumas dessas métricas fez que com se excluísse a observação. Assim, apenas conseguiu-se manter na amostra observações companhia/ano que contavam com valores para todas as variáveis. Ademais, utilizou-se a técnica estatística de análise de regressão para o alcance dos objetivos propostos, que será melhor explicada na subseção 3.3, além de procedimento mais simples, como a descrição estatística da amostra e a correlação de Pearson.

3.2. VARIÁVEIS DA PESQUISA

As variáveis da pesquisa podem ser divididas em três grupos que serão apresentados nas três subseções seguintes. O primeiro grupo se refere às variáveis utilizadas para caracterizar o pagamento de dividendos realizado pelas companhias. O segundo refere-se às métricas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. O terceiro grupo é referente às métricas de concentração acionária que foram utilizadas pela pesquisa.

3.2.1. Métricas sobre os dividendos

Como forma de prover maior robustez à análise e evitar o risco de vieses relacionados com determinados aspectos corporativos em relação aos dividendos, inicialmente, optou-se por

¹⁷ O modelo de especificação da pesquisa é apresentado na subseção 3.3 desta tese.

utilizar várias métricas, cada uma contendo o valor total pago pelas companhias em dividendos¹⁸ escalonado por alguma métrica corporativa, numa abordagem semelhante à realizada por Faccio, Lang e Young (2001). Porém, observou-se que seria desnecessário utilizar tantas métricas com informações relativamente semelhantes. Dessa forma, retirou-se da amostra as métricas que dividiam o valor pago em dividendos pelo valor do fluxo de caixa operacional das companhias e também pelo lucro antes do imposto de renda (LAIR). Assim, as três métricas que foram utilizadas pelo estudo para a mensuração dos dividendos escalonavam o total pago em dividendos pelas companhias pelo Ativo Total, pelo Lucro Operacional (EBIT¹⁹) e pelo Lucro Líquido. Estas variáveis estão descritas na Tabela 1.

Tabela 1 - Variáveis utilizadas como métricas para os dividendos

MÉTRICA	SIGLA	FORMA DE CÁLCULO/ESTIMAÇÃO
Dividendos/Ativo Total	DIV_AT	Valor total pago em dividendos / Ativo Total
Dividendos/EBIT	DIV_EBIT	Valor total pago em dividendos / Lucro Operacional (EBIT)
Dividendos/Lucro Líquido	DIV_LL	Valor total pago em dividendos / Lucro Líquido

Fonte: Elaboração própria

Faz-se necessário destacar que as métricas Dividendos/EBIT e Dividendos/Lucro Líquido apresentaram, para algumas observações, valores negativos. Isso ocorreu porque algumas companhias pagaram dividendos aos acionistas em anos em que auferiram prejuízo operacional e/ou líquido, respectivamente. Porém, a presença de valores negativos iria dar um sentido equivocado para a métrica, visto que as companhias que mesmo auferindo prejuízo pagaram um valor em dividendos maior que companhias que auferiram lucro, teriam observações consideradas menores que as destas, o que fugiria da lógica proposta pela

¹⁸ A plataforma *Comdinheiro* não disponibiliza o valor total pago em dividendos por companhia, mas apenas o valor total dos proventos pagos por ação num determinado ano. Assim, computou-se o total de proventos pagos por cada tipo de ação (ordinárias e preferenciais – estas últimas possuindo, em alguns casos, mais de uma classe) para cada ano da amostra, e multiplicou-se tal valor pela quantidade de cada tipo de ação na data de 31 de dezembro de cada ano (informação coletada na própria plataforma *Comdinheiro*). Por fim, somou-se os valores dos diferentes tipos e classes de ações para se obter o valor total pago pela companhia em proventos durante o exercício. Posteriormente, algumas observações foram aleatoriamente selecionadas para se comparar o valor obtido com o valor anual da conta “dividendos pagos” na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) das companhias. Apesar de não ser exatamente igual, a proximidade encontrada entre os valores considerando a sua magnitude confirmou a validade dos dados obtidos. Por exemplo, apurou-se um valor de R\$ 131.940.760 no ano de 2015 para a companhia Lojas Americanas e, em sua DFC do respectivo ano, há a informação de R\$ 133.100.000 na conta “dividendos pagos”. Ressalta-se que nesta conta as companhias também computam o valor pago como juros sobre o capital próprio.

¹⁹ Acrônimo do termo em inglês *Earnings Before Interest and Taxes*, ou seja, representa a apuração do lucro (resultado) antes da apuração do resultado financeiro e da provisão para o imposto de renda. Este termo é conhecido como lucro (resultado) operacional.

métrica. Assim, estas duas métricas foram utilizadas com valores absolutos, ou seja, sem a presença de números negativos. Além disso, com o auxílio do gráfico *box plot*, percebeu-se que seria necessário *winsorizar* a 5% apenas a cauda superior destas duas métricas para mitigar o efeito de *outliers*. Ressalta-se que em relação à métrica Dividendos/Ativo total observou-se apenas a necessidade de *winsorizar* a 1% a cauda superior.

Apesar de utilizar o termo dividendos em toda a pesquisa, o valor coletado trata-se da soma entre os dividendos e os juros sobre o capital próprio pagos pelas companhias durante cada ano contemplado pelo horizonte temporal da pesquisa. O resultado desta soma também é conhecido como proventos, porém, optar-se-á pelo termo dividendos por ele ser mais comum na literatura internacional. Por fim, destaca-se que apesar dos juros sobre o capital próprio terem diferenças em relação aos dividendos quanto ao lançamento contábil e ao pagamento de impostos, tanto para a empresa quanto para os acionistas, a legislação permite que eles sejam pagos como uma alternativa aos dividendos e, portanto, eles também são relacionados com o resultado auferido pelas companhias e, conseqüentemente, também poderiam ser influenciados pelas práticas de gerenciamento de resultados.

3.2.2. Métricas de gerenciamento de resultados

Inicialmente, foram estimadas quatro métricas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, quais sejam: i) modelo de Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), modelo de Jones modificado com a inclusão do ROA (KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005); iii) modelo de Jones modificado com a reversão de *accruals* (DECHOW et al., 2012) e; iv) modelo KS (KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995). Porém, observou-se que talvez não fosse necessário trabalhar com tantas métricas e, assim, optou-se por retirar o modelo de Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) da amostra, visto que ele foi o que apresentou menor qualidade de estimação dos *accruals* discricionários (menores R-quadrados e níveis de significância dos modelos de regressão estimados para cada ano da amostra) em comparação com os outros três modelos. A Tabela 2 apresenta, portanto, as três métricas que foram utilizadas para mensurar o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários.

Tabela 2 - Variáveis utilizadas para mensurar o gerenciamento de resultados

MÉTRICA	SIGLA	FORMA DE CÁLCULO/ESTIMAÇÃO
Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> discricionários estimados pelo modelo de Jones modificado com a inclusão do ROA	AD_JMROA	Conforme modelo apresentado em Kothari, Leone, Wasley (2005)
Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> discricionários estimados pelo modelo de Jones modificado com reversão de <i>accruals</i>	AD_JMACRR	Conforme modelo apresentado em Dechow et al. (2012)
Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> discricionários estimados pelo modelo KS	AD_KS	Conforme modelo apresentado em Kang e Sivaramakrishnan (1995)

Fonte: Elaboração própria.

A forma de cálculo dos *accruals* totais foi omitida por simplicidade, mas ressalta-se que foi a mesma realizada por Dechow et al. (2012) e, portanto, assim como os autores, não se utilizou os gastos com depreciação, amortização e exaustão, visto que o objetivo é calcular os *accruals* de capital de giro e tais gastos são relacionados com o ativo não circulante. Dechow et al. (2012) apontam que esse foi um equívoco cometido por estudos anteriores e que eles corrigem em seu trabalho. A Equação 1 apresenta o modelo de Jones modificado com a inclusão do ROA (KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005).

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_3 (PPE_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \varepsilon_{it} \text{ (Equação 1)}$$

Onde:

TA_{it} : *accruals* (operacionais) totais da empresa i no período t ponderados pelos ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$;

A_{it-1} : ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$;

ΔR_{it} : variação da receita líquida da empresa i do período $t - 1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$;

ΔCR_{it} : variação das contas a receber da empresa i do período $t - 1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$;

PPE_{it} : ativo permanente (investimentos + imobilizado + intangível) da empresa i no final do período t , ponderada pelos ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$.

ε_{it} : resíduo da regressão (*proxy* para os *accruals* discricionários) da empresa i no final do período t .

O modelo de Jones modificado com a reversão de *accruals* (DECHOW et al., 2012) foi omitido por simplicidade, porém, para estimá-lo basta trocar o ROA (retorno sobre os ativos) do período corrente (β_4 da Equação 1) pelos *accruals* totais do período anterior na Equação 1. A Equação 2 apresenta o modelo KS (KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995). Destaca-se que tanto para a Equação 1 quanto para a Equação 2, as métricas de gerenciamento de resultados são os resíduos das regressões. Após a estimação dos resíduos, as três métricas foram *winsorizadas* a 1% nas duas caudas para mitigar o efeito de *outliers*.

$$TA_{it} = \phi_0 + \phi_1(\delta_1 R_{it}) + \phi_2(\delta_2 D_{it}) + \phi_3(\delta_3 PPE_{it}) + \varepsilon_{it} \text{ (Equação 2)}$$

Onde:

TA_{it} : *accruals* (operacionais) totais da empresa i no período t ponderados pelos ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$;

R_{it} : receita líquida da empresa i no período t , ponderada pelos ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$;

D_{it} : montante dos custos e despesas operacionais, excluídas as despesas com depreciação e amortização, da empresa i no período t , ponderada pelos ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$;

PPE_{it} : ativo permanente (investimentos + imobilizado + intangível) da empresa i no final do período t , ponderada pelos ativos totais da empresa i no final do período $t - 1$.

δ_{1it} : contas a receber da empresa i no final do período $t - 1$, ponderada pela receita líquida da empresa i no final do período $t - 1$.

δ_{2it} : estoques + outros ativos circulantes + passivo circulante da empresa i no final do período $t - 1$, ponderado pelo montante dos custos e despesas operacionais da empresa i no final do período $t - 1$.

δ_{3it} : despesas com depreciação e amortização da empresa i no final do período $t - 1$, ponderada pelo ativo permanente (investimentos + imobilizado + intangível) da empresa i no final do período $t - 1$.

ε_{it} : resíduo da regressão (*proxy* para os *accruals* discricionários) da empresa i no final do período t .

Ressalta-se que as métricas de *accruals* discricionários podem apresentar valores positivos ou negativos em cada uma das observações companhia/ano. Valores positivos nos *accruals* discricionários representam aumentos no lucro (resultado) derivados de escolhas contábeis naquele respectivo ano. Por outro lado, valores negativos representam reduções no lucro (resultado) derivadas de escolhas contábeis no respectivo ano. Deve-se destacar também que a utilização de *accruals* discricionários nem sempre está associada à manipulação dos resultados, visto que trata-se de um procedimento que pode ser útil para tornar os números contábeis mais fidedignos à realidade econômica das companhias. Porém, entende-se que quanto maior o seu uso, maior tende a ser o interesse dos gestores em utilizá-los para gerenciar os resultados. Por isso, comumente as pesquisas investigam a magnitude desses *accruals* discricionários (HEALY; WAHLEN, 1999; MARTINEZ, 2013).

3.2.3. Métricas sobre a concentração acionária

Para caracterizar a concentração acionária, optou-se por utilizar métricas relacionadas com o percentual de ações do(s) controlador(es) e do *free float* das ações. A Tabela 3 apresenta estas

métricas que serão identificadas para cada observação companhia/ano da amostra, podendo, em alguns casos, receber valor zero, caso haja a ausência da característica que se objetiva identificar. Por exemplo, uma companhia que não negocia ações preferenciais, como as que estão listadas no segmento Novo Mercado, receberá valor 0 (zero) para a diferença entre as ações ordinárias e as preferenciais detidas pelo(s) controlador(es), e valor 0 (zero) para a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias.

Tabela 3 - Variáveis para a caracterização da concentração acionária

VARIÁVEL	SIGLA	FORMA DE CÁLCULO/ESTIMAÇÃO
Total de ações ordinárias do controlador	CTRL_ON	Ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es) / Total de ações ordinárias da companhia
Diferença ²⁰ entre ações ordinárias e preferências detidas pelo controlador*	ON_PN_CTRL	Ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es) / Ações preferenciais detidas pelo(s) controlador(es)
Diferença entre o <i>free float</i> das ações preferências e ordinárias*	PN_ON_FF	<i>Free float</i> das ações preferenciais / <i>free float</i> das ações ordinárias

Fonte: Elaboração própria.

Nota: * Caso a companhia não tenha ações preferenciais, a diferença será indicada como zero.

Entende-se que quanto maior o valor auferido para cada observação companhia/ano nas três métricas apresentadas pela Tabela 3, maior será a concentração acionária. A variável CTRL_ON mensura o percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es) e será útil para identificar o “tamanho” desse controle acionário, ainda que a companhia seja listada no segmento Novo Mercado. A variável ON_PN_CTRL mensura o tamanho da diferença entre as ações ordinárias e preferenciais detidas pelo(s) controlador(es), ou seja, quanto maior for essa diferença, maior será a diferença entre os direitos a voto e os direitos a fluxos de caixa do(s) controlador(es). Este aspecto pode propiciar incentivos para a expropriação da riqueza dos minoritários por meio da retenção dos fluxos de caixa.

Por fim, a variável PN_ON_FF mensura o tamanho da diferença entre o *free float* das ações preferenciais e ordinárias. Ressalta-se que apesar do *free float* não ser uma métrica usual na literatura, entende-se que ele pode apresentar um conteúdo informacional relevante para a identificação da concentração acionária. Assim, propõe-se nesta pesquisa uma métrica que indica que quanto maior a diferença entre o percentual de ações preferenciais em circulação em comparação com o percentual de ações ordinárias em circulação, maior será também a concentração acionária de direitos de votos em comparação aos direitos de fluxos de caixa entre os maiores acionistas da empresa, controladores ou não. Ressalta-se que pode haver

²⁰ O termo “diferença” utilizado no nome das métricas não representa a aplicação da operação aritmética de subtração na mensuração das variáveis, sendo, portanto, utilizado apenas para caracterizar a distinção de um aspecto em relação a outro a partir da aplicação da razão entre os valores desses aspectos.

acionistas, tanto familiares como institucionais, com considerável número de ações ordinárias e influência sobre a companhia e que não tenham sido identificados por ela como controladores. Portanto, ainda que não esta métrica não seja usual na literatura, uma grande diferença entre os *free floats* das ações preferenciais e ordinárias também tende a estar associado com incentivos para a expropriação da riqueza dos minoritários por meio da retenção dos fluxos de caixa nas companhias.

3.3. MODELO DE ESPECIFICAÇÃO DA PESQUISA

Utilizou-se a técnica estatística de análise de regressão para o alcance do objetivo proposto pela pesquisa. Ressalta-se que a utilização de procedimentos econométricos²¹ é comum em pesquisas na área de finanças, incluindo as pesquisas sobre governança corporativa (BROWN; BEEKES; VERHOEVEN, 2011; JANGGU et al., 2014). A Equação 3 apresenta o modelo de especificação da pesquisa. Os testes de Hausman e LM de Breusch e Pagan foram utilizados para definir a melhor forma de estimar os modelos, conforme sugerem Gujarati e Porter (2011) para dados em painel. Porém, os resultados não foram conclusivos considerando as 54 regressões que seriam estimadas a partir da Equação 3. Assim, optou-se por estimar as regressões com os dados empilhados (*pooled*) controlando cada modelo por ano e por setor da amostra, além de efetuar a correção robusta de White para a heterocedasticidade.

$$DIV_{it} = \beta_1 G.R._{it} + \beta_2 CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA_{it} + \beta_3 G.R._{it} * CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA_{it} + \sum_1^n \beta_n CONTROLE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

DIV_{it}: variáveis relacionadas com o pagamento de dividendos da companhia *i* no período *t*; ***G.R._{it}***: métricas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários da companhia *i* no período *t*; ***CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA_{it}***: variáveis relacionadas com a concentração acionária da companhia *i* no período *t*; \sum_1^n ***CONTROLE_{it}***: variáveis de controle da companhia *i* no período *t*. ***ε_{it}***: resíduo da regressão da companhia *i* no período *t*.

Como variáveis de controle, utilizou-se o tamanho (logaritmo natural do ativo total), o índice *market-to-book* (valor de mercado dividido pelo valor patrimonial), a alavancagem (passivo total dividido pelo patrimônio líquido), as disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa

²¹ As técnicas de análise de regressão são comumente referidas como técnicas econométricas quando aplicadas em estudos na área de economia e finanças.

divididos pelo ativo total), a reserva de lucros (reserva de lucros dividida pelo ativo total), o ROA (lucro líquido dividido pelo ativo total) do período anterior e uma *dummy* sobre o segmento de governança da companhia na bolsa (valor 1 para companhias do Novo Mercado e valor 0, caso o contrário). Estas variáveis foram selecionadas a partir de trabalhos como Daniel, Denis e Naveen (2008), Forti, Peixoto e Alves (2015), Sousa et al. (2018) e Joshi (2019) e, além disso, todas, exceto a *dummy*, foram *winsorizadas* a 1% nas duas caudas para mitigar o efeito de *outliers*. Espera-se uma relação positiva entre as variáveis de controle e os dividendos, exceto para variável alavancagem, cuja relação esperada é de que seja negativa. Como já indicado anteriormente, também realizou-se o controle por meio de *dummies* para cada ano e setor da amostra.

4. RESULTADOS

Esta seção está dividida em três subseções. Na primeira subseção serão apresentados os resultados da pesquisa, mais precisamente, as estatísticas descritivas e a matriz de correlação das variáveis, além dos modelos de regressão estimados para o alcance do objetivo proposto. Na segunda subseção serão apresentados testes adicionais que foram desenvolvidos com o objetivo de prover maior robustez aos resultados encontrados. Por fim, a terceira subseção irá discutir os resultados confrontando-os com a literatura especializada nas temáticas da pesquisa.

4.1. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Para facilitar a interpretação das tabelas de resultados, a Tabela 4 descreve todas as variáveis utilizadas pela pesquisa. Como pode ser observado, utilizou-se três métricas de pagamento de dividendos, que são as variáveis dependentes dos modelos de regressão, três métricas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e três métricas acerca da concentração acionária. Ademais, apresenta-se também na Tabela 4 as variáveis de controle utilizadas. A Tabela 5 e a Tabela 6 apresentam, respectivamente, as estatísticas descritivas e a

matriz de correlação das variáveis. Em ambas as tabelas poder-se-á perceber um “P_” ou um “N_” antes do nome das métricas de gerenciamento de resultados. Tratam-se destas métricas somente com os valores positivos ou com os valores negativos, respectivamente, ou seja, somente *accruals* discricionários positivos, quando antes do nome da variável aparecer um “P_”, ou somente *accruals* discricionários negativos quando aparecer um “N_”.

Tabela 4 - Variáveis utilizadas pela pesquisa

SIGLA	REPRESENTAÇÃO
DIV_AT	1ª métrica de dividendos (dividendos pagos escalonados pelo ativo total).
DIV_EBIT	2ª métrica de dividendos (dividendos pagos escalonados pelo lucro operacional - EBIT).
DIV_LL	3ª métrica de dividendos (dividendos pagos escalonados pelo lucro líquido).
AD_JMROA	<i>Accruals</i> discricionários do modelo de Jones Modificado com a inclusão do ROA.
AD_JMACCR	<i>Accruals</i> discricionários do modelo de Jones Modificado com a reversão de <i>accruals</i> .
AD_KS	<i>Accruals</i> discricionários do modelo KS.
CTRL_ON	Percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es).
ON_PN_CTRL	Diferença entre o percentual de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo(s) controlador(es).
PN_ON_FF	Diferença entre o <i>free float</i> de ações ordinárias e preferenciais.
TAM	Tamanho.
MTB	<i>Market-to-book</i> .
ALAV	Alavancagem.
DISP_AT	Disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa).
RES_AT	Reserva de lucros.
ROA_t1	Retorno sobre o ativo do período anterior.
SEG_GOV	<i>Dummy</i> com valor 1 para companhias listadas no Novo Mercado e valor 0, caso o contrário.

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis. Pode-se observar que a base contemplou um total de 1.083 observações companhia/ano e que, por razões óbvias, as variáveis de gerenciamento de resultados que contemplam apenas os valores positivos ou os valores negativos apresentam menos observações. Destaca-se que o(s) acionista(s) controlador(es) detém, em média, 51,47% das ações ordinárias das companhias. A diferença média entre as ações ordinárias e preferencias detidas pelo(s) o(s) acionista(s) controlador(es) é de 12,34. Isso significa que, em média, estes acionistas detêm 12 vezes mais ações ordinárias que preferenciais. A diferença média entre o *free float* das ações preferenciais em relação ao das ações ordinárias é de 3,72. Isso significa que, em média, o *free float* das ações preferenciais é 3 vezes maior que o *free float* das ações ordinárias. Esses resultados reforçam a perspectiva de concentração acionária no mercado de capitais brasileiro. Observa-se também que todas as métricas de gerenciamento de resultados apresentaram valores próximos a zero, aspecto comum nas pesquisas que utilizam tais métricas. Por fim, pode-se também observar que os dados das variáveis de dividendos e das variáveis de controle apresentaram-se dentro da normalidade.

Tabela 5 - Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na pesquisa

VARIÁVEIS	N	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
DIV_AT	1083	0.023	0.038	0	0.009	0.199
DIV_EBIT	1083	0.249	0.291	0	0.152	1.013
DIV_LL	1083	0.399	0.495	0	0.237	1.835
CTRL_ON	1083	51.470	30.660	0	57.823	99.730
ON_PN_CTRL	1083	12.340	28.110	0	0	105.100
PN_ON_FF	1083	3.722	7.272	0	0	28.530
P_AD_JMROA	531	0.052	0.053	0.000323	0.033	0.236
P_AD_JMACCR	578	0.050	0.051	0.000109	0.035	0.227
P_AD_KS	576	0.050	0.056	8.19e-06	0.032	0.256
N_AD_JMROA	553	-0.052	0.055	-0.260	-0.034	-5.94e-06
N_AD_JMACCR	506	-0.058	0.068	-0.326	-0.036	-5.04e-05
N_AD_KS	508	-0.061	0.071	-0.338	-0.038	-0.000219
TAM	1083	21.930	1.764	17.850	21.976	25.920
MTB	1083	1.818	2.548	-3.198	1.070	15.270
ALAV	1083	2.020	4.265	-8.599	1.234	26.100
DISP_AT	1083	0.123	0.113	0	0.096	0.857
RES_AT	1083	0.101	0.108	-0.366	0.077	0.576
ROA_t1	1083	0.015	0.123	-1.375	0.031	0.377
SEG_GOV	1083	0.478	0.500	0	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa

A Tabela 6 apresenta as correlações entre as variáveis da pesquisa e, como pode ser observado, além da existência esperada de correlação entre as métricas de dividendos, percebe-se também uma correlação negativa entre as métricas de dividendos e de concentração acionária, em especial para a métrica DIV_AT. Os *accruals* discricionários positivos, em quase todas as correlações calculadas, não apresentam correlação com as métricas de dividendos, conforme o esperado e, excluindo-se a métrica DIV_AT, enquanto que os *accruals* discricionários negativos apresentam correlação negativa significativa com os dividendos, também conforme o esperado. As demais variáveis de controle apresentam correlação com as métricas de dividendos, o que reforça a utilização dessas variáveis no modelo de especificação da pesquisa.

Para facilitar a interpretação das tabelas de resultados, a Tabela 7 apresenta o sinal esperado dos coeficientes das variáveis de interesse, de acordo com as hipóteses levantadas pela pesquisa e apresentadas na subseção 2.4. Em relação às variáveis de controle, espera-se, como informado anteriormente, uma relação positiva entre elas e os dividendos, exceto para variável alavancagem, cuja a relação esperada é que seja negativa. Almeja-se, portanto, que as variáveis de controle mitiguem a possibilidade de haver a omissão de variáveis importantes no modelo de especificação da pesquisa.

Tabela 6 - Correlação entre as variáveis utilizadas na pesquisa

Painel A										
	DIV_AT	DIV_EBIT	DIV_LL	CTRL_ON	ON_PN_CTRL	PN_ON_FF	P_AD_JMROA	P_AD_JMACCR	P_AD_KS	N_AD_JMROA
DIV_AT	1									
DIV_EBIT	0.72***	1								
DIV_LL	0.61***	0.77***	1							
CTRL_ON	-0.01	0.05	0.07**	1						
ON_PN_CTRL	-0.09***	-0.02	0.00	0.24***	1					
PN_ON_FF	-0.09***	-0.05	-0.05	0.37***	0.30***	1				
P_AD_JMROA	-0.09**	-0.05	-0.07*	-0.04	-0.07*	-0.08*	1			
P_AD_JMACCR	-0.06	-0.02	-0.06	-0.02	-0.07	-0.03	0.94***	1		
P_AD_KS	-0.06	-0.04	-0.06	-0.00	-0.06	-0.00	0.86***	0.87***	1	
N_AD_JMROA	-0.01	0.09**	0.12***	-0.07	-0.04	-0.02	.	-0.04	-0.09	1
N_AD_JMACCR	0.07*	0.14***	0.14***	-0.07	-0.04	-0.03	-0.35**	.	-0.29***	0.91***
N_AD_KS	0.08*	0.14***	0.16***	-0.01	-0.00	0.07	-0.06	0.01	.	0.82***
TAM	0.07**	0.12***	0.17***	-0.00	0.09***	-0.13***	-0.13***	-0.16***	-0.18***	0.26***
MTB	0.38***	0.14***	0.16***	-0.03	-0.17***	-0.15***	-0.03	-0.04	-0.04	0.03
ALAV	-0.08**	-0.10***	-0.02	-0.02	-0.04	-0.07**	0.02	0.02	0.02	0.08*
DISP_AT	0.24***	0.29***	0.21***	0.01	-0.10***	-0.02	-0.11***	-0.07*	-0.10**	-0.03
RES_AT	0.40***	0.40***	0.23***	0.06*	-0.00	0.06**	-0.17***	-0.10**	-0.19***	0.10**
ROA_t1	0.44***	0.41***	0.34***	-0.02	-0.06**	-0.00	-0.14***	-0.05	-0.11***	0.17***
SEG_GOV	0.09***	0.00	-0.01	-0.47***	-0.41***	-0.48***	0.01	-0.02	-0.05	0.10**

Painel B - Continuação

	N_AD_JMACCR	N_AD_KS	TAM	MTB	ALAV	DISP_AT	RES_AT	ROA_t1	SEG_GOV
N_AD_JMACCR	1								
N_AD_KS	0.90***	1							
TAM	0.32***	0.30***	1						
MTB	0.10**	0.14***	0.10***	1					
ALAV	0.09	0.11**	0.10***	0.51***	1				
DISP_AT	0.01	0.06	0.02	0.20***	0.04	1			
RES_AT	0.16***	0.15***	0.00	0.11***	-0.19***	0.21***	1		
ROA_t1	0.39***	0.43***	0.24***	0.26***	0.00	0.30***	0.45***	1	
SEG_GOV	0.11**	0.02	0.16***	0.17***	0.02	0.08***	0.05	0.10***	1

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 7 - Sinal esperado dos coeficientes das variáveis de interesse

Variáveis	Sinal esperado ao regredir com as métricas de Dividendos	Hipótese
Métricas de <i>accruals</i> discricionários positivos	Sem relação	1-A
Métricas de <i>accruals</i> discricionários negativos	Positivo	1-B
Métricas de concentração acionária	Negativo	2
Interação entre as métricas de <i>accruals</i> discricionários positivos e de concentração acionária	Negativo	3
Interação entre as métricas de <i>accruals</i> discricionários negativos e de concentração acionária	Positivo	4

Fonte: Elaboração própria

Os resultados do modelo de especificação da pesquisa serão apresentados em nove tabelas, mais especificamente, da Tabela 8 até Tabela 16 e, em cada uma dessas tabelas haverá 6 modelos estimados, sendo que os três primeiros contarão somente com as observações companhia/ano que apresentaram *accruals* discricionários positivos, enquanto que os outros três contarão somente com as observações companhia/ano que apresentaram *accruals* discricionários negativos. A quantidade das tabelas é justificada devido ao fato de que a pesquisa utilizou 3 métricas de dividendos como variável dependente, e cada uma foi regredida pelas 3 métricas de gerenciamento de resultados na presença de uma diferente métrica de concentração acionária e, assim, estimou-se um total de 54 regressões.

A Tabela 8 apresenta os resultados para a primeira métrica de dividendos (DIV_AT), considerando o percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es) como variável moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Os resultados indicaram a rejeição de todas as hipóteses levantadas pela pesquisa, uma vez que nenhuma das variáveis de interesse apresentou significância estatística ao explicar a métrica DIV_AT, com exceção da métrica AD_KS significativa a 10% no modelo (6) e com o sinal inverso ao esperado. Ressalta-se que a ausência de significância das demais métricas de gerenciamento de resultados nos outros modelos faz que com este resultado deva ser visto com cautela.

Tabela 8 - Resultados para a métrica DIV_AT, considerando a métrica CTRL_ON como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1) DIV_AT	(2) DIV_AT	(3) DIV_AT	(4) DIV_AT	(5) DIV_AT	(6) DIV_AT
AD_JMROA	0.0130 (0.0406)			-0.0480 (0.0604)		
CTRL_ON	4.78e-05 (5.76e-05)	-2.02e-05 (6.14e-05)	9.42e-06 (5.61e-05)	-6.81e-05 (7.08e-05)	-2.24e-07 (5.99e-05)	-3.54e-05 (5.92e-05)
AD_JMROAxCTRL_ON	-0.000144			0.000257		

	(0.000746)			(0.000890)		
AD_JMACCR		-0.0170			-0.0665	
		(0.0440)			(0.0461)	
AD_JMACCRxCTRL_ON		0.000277			0.000396	
		(0.000740)			(0.000672)	
AD_KS			0.000209			-0.0773*
			(0.0410)			(0.0412)
AD_KSxCTRL_ON			0.000336			0.000399
			(0.000755)			(0.000617)
TAM	-2.65e-05	-0.00125	-0.00148*	-0.00416***	-0.00259**	-0.00184
	(0.000665)	(0.000833)	(0.000783)	(0.00113)	(0.00112)	(0.00117)
MTB	0.00314***	0.00454***	0.00584***	0.00930***	0.00874***	0.00656***
	(0.000903)	(0.000915)	(0.00103)	(0.000864)	(0.00109)	(0.00106)
ALAV	-0.00125***	-0.00196***	-0.00243***	-0.00244***	-0.00237***	-0.00202***
	(0.000389)	(0.000457)	(0.000490)	(0.000410)	(0.000412)	(0.000408)
DISP_AT	0.0279**	0.0229**	0.0258**	0.0153	0.0212	0.0290
	(0.0116)	(0.0109)	(0.0115)	(0.0199)	(0.0239)	(0.0210)
RES_AT	0.0584***	0.0356**	0.0311*	0.0722***	0.0698***	0.0775***
	(0.0171)	(0.0176)	(0.0188)	(0.0179)	(0.0192)	(0.0181)
ROA_t1	0.0902***	0.182***	0.168***	0.0583***	0.0480***	0.0559***
	(0.0196)	(0.0336)	(0.0300)	(0.0197)	(0.0173)	(0.0180)
SEG_GOV	0.00201	0.000443	0.00226	-0.00458	-0.00219	-0.00478
	(0.00260)	(0.00282)	(0.00284)	(0.00335)	(0.00314)	(0.00317)
Constante	0.00520	0.0334*	0.0355**	0.0894***	0.0534**	0.0368
	(0.0138)	(0.0186)	(0.0169)	(0.0248)	(0.0227)	(0.0237)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.352	0.428	0.470	0.487	0.470	0.400

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 9 apresenta os resultados para a primeira métrica de dividendos (DIV_AT), considerando a diferença entre o percentual de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo(s) controlador(es) como variável moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Os resultados apontam que no modelo (2) a interação AD_JMACCRxON_PN_CTRL é significativa a 5% com o sinal dentro do previsto. No modelo (4), a interação AD_JMROAxON_PN_CTRL é significativa a 10% com o sinal dentro do previsto, semelhante ao modelo (6), quando a interação AD_KSxON_PN_CTRL também é significativa a 10% e também com o sinal dentro do previsto. As variáveis de gerenciamento de resultados AD_JMACCR e AD_KS são significativas a 10% e a 5% nos modelos (5) e (6), respectivamente, ambas com o sinal contrário ao esperado. Todos esses resultados devem ser analisados com cautela, principalmente por não serem significativos a 1% e com apenas alguns deles significativos a 5%. Entende-se que a significância das relações deverá apresentar constância nas várias estimações da pesquisa para serem

consideradas válidas. Entende-se que esse aspecto daria maior confiança aos resultados e, consequentemente, na correta identificação dessas relações investigadas.

Tabela 9 - Resultados para a métrica DIV_AT, considerando a métrica ON_PN_CTRL como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT
AD_JMROA	0.00811 (0.0247)			-0.0521 (0.0340)		
ON_PN_CTRL	-3.77e-05 (4.35e-05)	6.88e-05 (8.97e-05)	-4.58e-05 (5.06e-05)	7.40e-05 (9.53e-05)	1.07e-05 (5.48e-05)	4.12e-05 (8.70e-05)
AD_JMROAxON_PN_CTRL	-0.000517 (0.000529)			0.00141* (0.000722)		
AD_JMACCR		0.0139 (0.0281)			-0.0586* (0.0321)	
AD_JMACCRxON_PN_CTRL		-0.00218** (0.00109)			0.000780 (0.000479)	
AD_KS			0.0141 (0.0233)			-0.0698** (0.0277)
AD_KSxON_PN_CTRL			0.000256 (0.000940)			0.00106* (0.000570)
TAM	0.000192 (0.000671)	-0.00141 (0.000931)	-0.00131 (0.000821)	-0.00428*** (0.00120)	-0.00257** (0.00115)	-0.00186 (0.00121)
MTB	0.00312*** (0.000890)	0.00451*** (0.000914)	0.00587*** (0.00103)	0.00933*** (0.000861)	0.00872*** (0.00109)	0.00662*** (0.00105)
ALAV	-0.00126*** (0.000383)	-0.00195*** (0.000452)	-0.00245*** (0.000488)	-0.00244*** (0.000404)	-0.00238*** (0.000411)	-0.00204*** (0.000405)
DISP_AT	0.0275** (0.0117)	0.0223** (0.0109)	0.0258** (0.0115)	0.0143 (0.0197)	0.0207 (0.0236)	0.0294 (0.0210)
RES_AT	0.0602*** (0.0172)	0.0364** (0.0179)	0.0320* (0.0189)	0.0697*** (0.0179)	0.0690*** (0.0192)	0.0749*** (0.0180)
ROA_t1	0.0882*** (0.0194)	0.184*** (0.0342)	0.167*** (0.0300)	0.0574*** (0.0191)	0.0474*** (0.0165)	0.0556*** (0.0171)
SEG_GOV	-0.000562 (0.00284)	0.000246 (0.00307)	0.000502 (0.00302)	-0.00205 (0.00349)	-0.00202 (0.00329)	-0.00334 (0.00345)
Constante	0.00417 (0.0143)	0.0351* (0.0195)	0.0336* (0.0175)	0.0873*** (0.0239)	0.0533** (0.0221)	0.0351 (0.0231)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.354	0.432	0.470	0.487	0.472	0.401

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 10 apresenta os resultados para a primeira métrica de dividendos (DIV_AT), considerando a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e ordinárias como variável moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Os resultados apresentados sugerem a rejeição das hipóteses da pesquisa, com exceção da

hipótese 2, mais precisamente, da sub-hipótese 2-C. Isso pode ser observado ao se verificar que a métrica PN_ON_FF apresentou relação significativa e negativa com os dividendos, conforme o esperado, em todos os modelos, exceto no (1). Essa constância nos resultados sugere que, de fato, esta relação tende a ser verificada na prática, ou seja, quanto maior a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias, menor tende a ser a distribuição de dividendos.

Tabela 10 - Resultados para a métrica DIV_AT, considerando a métrica PN_ON_FF como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1) DIV_AT	(2) DIV_AT	(3) DIV_AT	(4) DIV_AT	(5) DIV_AT	(6) DIV_AT
AD_JMROA	0.0122 (0.0245)			-0.0388 (0.0351)		
PN_ON_FF	-0.000196 (0.000169)	-0.000324** (0.000164)	0.000483*** (0.000158)	-0.000528** (0.000217)	-0.000360* (0.000185)	-0.000411** (0.000195)
AD_JMROAxPN_ON_FF	-0.00251 (0.00214)			0.00222 (0.00253)		
AD_JMACCR		0.0107 (0.0293)			-0.0517 (0.0322)	
AD_JMACCRxPN_ON_FF		-0.00420 (0.00265)			0.00205 (0.00197)	
AD_KS			0.0146 (0.0232)			-0.0603** (0.0277)
AD_KSxPN_ON_FF			0.000678 (0.00233)			0.00289 (0.00233)
TAM	-0.000182 (0.000652)	-0.00162* (0.000856)	-0.00174** (0.000794)	-0.00433*** (0.00114)	-0.00267** (0.00110)	-0.00206* (0.00117)
MTB	0.00317*** (0.000892)	0.00447*** (0.000901)	0.00587*** (0.00102)	0.00917*** (0.000854)	0.00866*** (0.00108)	0.00647*** (0.00104)
ALAV	-0.00129*** (0.000387)	-0.00198*** (0.000451)	-0.00250*** (0.000488)	-0.00244*** (0.000405)	-0.00239*** (0.000410)	-0.00204*** (0.000404)
DISP_AT	0.0283** (0.0114)	0.0226** (0.0105)	0.0261** (0.0112)	0.0144 (0.0192)	0.0205 (0.0229)	0.0275 (0.0203)
RES_AT	0.0615*** (0.0173)	0.0401** (0.0180)	0.0339* (0.0191)	0.0723*** (0.0178)	0.0693*** (0.0190)	0.0790*** (0.0181)
ROA_t1	0.0923*** (0.0198)	0.188*** (0.0340)	0.169*** (0.0301)	0.0592*** (0.0190)	0.0488*** (0.0165)	0.0569*** (0.0170)
SEG_GOV	-0.000983 (0.00266)	-0.00257 (0.00284)	-0.00110 (0.00279)	-0.00623* (0.00346)	-0.00434 (0.00334)	-0.00663* (0.00342)
Constante	0.0130 (0.0149)	0.0434** (0.0193)	0.0451** (0.0177)	0.0930*** (0.0237)	0.0577*** (0.0218)	0.0438* (0.0232)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.356	0.438	0.475	0.492	0.475	0.407

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

Portanto, resumindo os resultados das Tabelas 8, 9 e 10, que apresentam modelos de regressão que utilizam a mesma métrica de dividendos (DIV_AT) como variável dependente, pôde-se observar que quase todas as hipóteses levantadas pela pesquisa foram rejeitadas. Justifica-se essa conclusão devido ao fato de que a maioria das variáveis de interesse da pesquisa não apresentou significância estatística nos modelos de regressão de forma consistente, ou seja, uma mesma variável sendo significativa em mais de um modelo e com pelo menos 5% de nível de significância estatística. Porém, pôde-se observar uma exceção em relação à métrica PN_ON_FF, que apresentou significância em quase todos os modelos de regressão e com o sinal negativo, condizente com o aventado pela hipótese 2, mais precisamente, pela sub-hipótese 2-C. Destaca-se que considera-se a hipótese 1-A rejeitada porque não se percebeu um tratamento diferente entre os *accruals* discricionários positivos e os negativos em relação às suas relações com os dividendos, logo, rejeita-se toda a hipótese 1.

A Tabela 11 apresenta os resultados para a segunda métrica de dividendos (DIV_EBIT), considerando o percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es) como variável moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Os resultados se mostraram semelhantes aos apresentados pelas 3 tabelas anteriores, quando a variável dependente era DIV_AT. Portanto, todas as hipóteses da pesquisa podem ser rejeitadas devido à ausência de significância estatística das variáveis de interesse nos diferentes modelos estimados. O modelo (1) apresenta uma exceção, mas como já indicado anteriormente, tal resultado deve ser visto com cautela porque não se repetiu nos demais modelos.

Tabela 11 - Resultados para a métrica DIV_EBIT, considerando a métrica CTRL_ON como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT
AD_JMROA	0.618* (0.372)			-0.131 (0.433)		
CTRL_ON	0.000950** (0.000477)	0.000435 (0.000457)	1.62e-05 (0.000481)	-0.000508 (0.000591)	0.000139 (0.000560)	0.000392 (0.000533)
AD_JMROAxCTRL_ON	-0.00700 (0.00626)			0.00324 (0.00670)		
AD_JMACCR		0.360 (0.382)			-0.470 (0.326)	
AD_JMACCRxCTRL_ON		-0.00369 (0.00624)			0.00570 (0.00498)	
AD_KS			0.230 (0.351)			-0.503 (0.318)
AD_KSxCTRL_ON			0.00107 (0.00618)			0.00671 (0.00488)
TAM	0.00278	0.00282	0.00555	-0.00138	0.00254	0.000957

	(0.00777)	(0.00790)	(0.00823)	(0.00862)	(0.00855)	(0.00817)
MTB	0.00328	0.00302	0.00551	0.0197***	0.0198***	0.0148***
	(0.00444)	(0.00399)	(0.00431)	(0.00436)	(0.00488)	(0.00440)
ALAV	-0.00306	-0.00510**	-0.00642***	-0.0101***	-0.00851***	-0.00765***
	(0.00251)	(0.00242)	(0.00232)	(0.00187)	(0.00180)	(0.00178)
DISP_AT	0.566***	0.514***	0.555***	0.334**	0.273*	0.326**
	(0.116)	(0.108)	(0.110)	(0.138)	(0.153)	(0.141)
RES_AT	0.519***	0.327***	0.350***	0.692***	0.826***	0.757***
	(0.133)	(0.124)	(0.135)	(0.133)	(0.149)	(0.137)
ROA_t1	0.787***	1.337***	1.219***	0.419***	0.343***	0.397***
	(0.167)	(0.216)	(0.207)	(0.126)	(0.112)	(0.122)
SEG_GOV	-0.0158	-0.0353	-0.0337	-0.0563**	-0.0350	-0.0329
	(0.0242)	(0.0243)	(0.0247)	(0.0269)	(0.0270)	(0.0270)
Constante	0.0442	0.0910	0.0199	0.166	0.0264	0.0484
	(0.162)	(0.169)	(0.173)	(0.185)	(0.175)	(0.172)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.328	0.340	0.339	0.312	0.324	0.307

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 12 apresenta os resultados para a segunda métrica de dividendos (DIV_EBIT), considerando a diferença entre o percentual de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo(s) controlador(es) como variável moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Mais uma vez, os resultados sugerem a rejeição de todas as hipóteses levantadas pela pesquisa, visto que nenhuma variável de interesse apresentou significância estatística.

Tabela 12 - Resultados para a métrica DIV_EBIT, considerando a métrica ON_PN_CTRL como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1) DIV_EBIT	(2) DIV_EBIT	(3) DIV_EBIT	(4) DIV_EBIT	(5) DIV_EBIT	(6) DIV_EBIT
AD_JMROA	0.244 (0.221)			-0.00291 (0.216)		
ON_PN_CTRL	-0.000130 (0.000595)	0.000306 (0.000731)	-0.000315 (0.000585)	-4.81e-05 (0.000695)	-0.000493 (0.000551)	-5.63e-05 (0.000671)
AD_JMROAxON_PN_CTRL	0.00223 (0.0108)			0.00443 (0.00523)		
AD_JMACCR		0.223 (0.221)			-0.175 (0.196)	
AD_JMACCRxON_PN_CTRL		-0.00629 (0.0119)			0.00115 (0.00373)	
AD_KS			0.245 (0.201)			-0.182 (0.192)
AD_KSxON_PN_CTRL			0.00464 (0.00906)			0.00370 (0.00460)
TAM	0.00441 (0.00771)	0.00258 (0.00811)	0.00660 (0.00833)	-0.00135 (0.00878)	0.00365 (0.00848)	0.00140 (0.00820)

MTB	0.00419 (0.00447)	0.00338 (0.00399)	0.00550 (0.00427)	0.0195*** (0.00441)	0.0191*** (0.00492)	0.0144*** (0.00451)
ALAV	-0.00331 (0.00252)	-0.00510** (0.00242)	-0.00646*** (0.00230)	-0.00997*** (0.00184)	-0.00845*** (0.00178)	-0.00769*** (0.00179)
DISP_AT	0.569*** (0.117)	0.518*** (0.108)	0.554*** (0.110)	0.318** (0.137)	0.256* (0.153)	0.324** (0.142)
RES_AT	0.529*** (0.132)	0.333*** (0.124)	0.350*** (0.135)	0.678*** (0.133)	0.828*** (0.149)	0.752*** (0.137)
ROA_t1	0.775*** (0.166)	1.333*** (0.218)	1.219*** (0.207)	0.416*** (0.122)	0.339*** (0.105)	0.397*** (0.115)
SEG_GOV	-0.0333 (0.0249)	-0.0403 (0.0251)	-0.0396 (0.0256)	-0.0415 (0.0275)	-0.0396 (0.0272)	-0.0365 (0.0273)
Constante	0.0628 (0.163)	0.116 (0.172)	0.00381 (0.177)	0.143 (0.182)	0.0272 (0.174)	0.0639 (0.169)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.323	0.339	0.339	0.310	0.325	0.307

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 13 apresenta os resultados para a segunda métrica de dividendos (DIV_EBIT), considerando a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e ordinárias como variável moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Semelhante ao evidenciado pela Tabela 10, a variável PN_ON_FF apresentou sinal negativo e significância estatística em quase todos os modelos. Um detalhe interessante é que quando há a presença de *accruals* discricionários negativos, como nos modelos (4), (5) e (6), essa diferença parece ter um efeito maior no pagamento de dividendos. Portanto, os resultados sugerem que quanto maior a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias, menor será o pagamento de dividendos, especialmente quando houver a presença de *accruals* discricionários negativos.

Tabela 13 - Resultados para a métrica DIV_EBIT, considerando a métrica PN_ON_FF como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT
AD_JMROA	0.332 (0.242)			0.201 (0.230)		
PN_ON_FF	-0.00113 (0.00180)	-0.00326* (0.00170)	-0.00352* (0.00180)	-0.00851*** (0.00180)	-0.00563*** (0.00183)	-0.00536*** (0.00178)
AD_JMROAxPN_ON_FF	-0.0249 (0.0234)			-0.0285 (0.0180)		
AD_JMACCR		0.218 (0.242)			-0.0769 (0.205)	
AD_JMACCRxPN_ON_FF		-0.0170 (0.0229)			-0.0122 (0.0140)	

AD_KS			0.267 (0.216)			-0.0704 (0.201)
AD_KSxPN_ON_FF			0.00486 (0.0224)			-0.00355 (0.0171)
TAM	0.00251 (0.00784)	0.000525 (0.00796)	0.00361 (0.00826)	-0.00375 (0.00852)	0.00137 (0.00840)	-0.00137 (0.00814)
MTB	0.00404 (0.00443)	0.00281 (0.00396)	0.00546 (0.00423)	0.0182*** (0.00440)	0.0189*** (0.00490)	0.0133*** (0.00450)
ALAV	-0.00345 (0.00252)	-0.00532** (0.00242)	-0.00686*** (0.00230)	-0.01000*** (0.00189)	-0.00860*** (0.00181)	-0.00773*** (0.00182)
DISP_AT	0.572*** (0.114)	0.516*** (0.103)	0.556*** (0.106)	0.335** (0.130)	0.275* (0.148)	0.325** (0.135)
RES_AT	0.547*** (0.133)	0.367*** (0.125)	0.368*** (0.136)	0.690*** (0.132)	0.816*** (0.147)	0.787*** (0.137)
ROA_t1	0.799*** (0.168)	1.360*** (0.217)	1.231*** (0.206)	0.443*** (0.122)	0.352*** (0.106)	0.406*** (0.114)
SEG_GOV	-0.0456* (0.0249)	-0.0661*** (0.0252)	-0.0545** (0.0248)	-0.0822*** (0.0285)	-0.0593** (0.0280)	-0.0654** (0.0285)
Constante	0.113 (0.175)	0.194 (0.178)	0.0877 (0.182)	0.245 (0.180)	0.0971 (0.174)	0.163 (0.173)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.326	0.347	0.344	0.326	0.332	0.317

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

Resumindo os resultados das Tabelas 11, 12 e 13, que apresentam modelos de regressão que utilizam a mesma métrica de dividendos (DIV_EBIT) como variável dependente, pôde-se observar que quase todas as hipóteses levantadas pela pesquisa foram rejeitadas, visto que a maioria das variáveis de interesse da pesquisa não apresentou significância estatística nos modelos de regressão de forma consistente. Porém, novamente pôde-se observar uma exceção em relação à métrica PN_ON_FF que, condizente com o aventado pela hipótese 2, mais precisamente, pela sub-hipótese 2-C, apresentou sinal negativo e significância estatística em quase todos os modelos estimados. Essa relação foi mais significativa nos modelos que consideram apenas as observações quando a métrica de gerenciamento de resultados é negativa, ou seja, quando pode ter havido redução intencionada do lucro por parte das companhias.

A Tabela 14 apresenta os resultados para a terceira métrica de dividendos (DIV_LL), considerando o percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) controlador(es) como variável moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Os resultados são semelhantes aos encontrados nos modelos que utilizaram outras métricas de

dividendos e que foram apresentados anteriormente, ou seja, há a ausência de significância estatística em todas as variáveis de interesse da pesquisa, aspecto que sugere a rejeição de todas as hipóteses aventadas. A exceção encontrada no modelo (1) não deve ser levada em consideração por falta de consistência, ou seja, por não ser encontrada nos demais modelos.

Tabela 14 - Resultados para a métrica DIV_LL, considerando a métrica CTRL_ON como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1) DIV_LL	(2) DIV_LL	(3) DIV_LL	(4) DIV_LL	(5) DIV_LL	(6) DIV_LL
AD_JMROA	0.399 (0.555)			0.158 (0.717)		
CTRL_ON	0.00142* (0.000791)	0.000795 (0.000803)	0.000825 (0.000795)	-1.20e-05 (0.00100)	0.000778 (0.000943)	0.000489 (0.000967)
AD_JMROAxCTRL_ON	-0.00353 (0.00959)			0.00538 (0.0107)		
AD_JMACCR		-0.218 (0.599)			-0.540 (0.573)	
AD_JMACCRxCTRL_ON		0.00242 (0.0101)			0.00821 (0.00815)	
AD_KS			0.0181 (0.485)			-0.299 (0.571)
AD_KSxCTRL_ON			0.00465 (0.00935)			0.00403 (0.00832)
TAM	0.0351** (0.0144)	0.0303** (0.0148)	0.0365** (0.0145)	0.0128 (0.0161)	0.0228 (0.0166)	0.0248 (0.0159)
MTB	0.00671 (0.00897)	0.00417 (0.00787)	0.0108 (0.00840)	0.0472*** (0.00921)	0.0504*** (0.0106)	0.0354*** (0.00998)
ALAV	-0.00177 (0.00469)	-0.00387 (0.00462)	-0.00566 (0.00431)	-0.0145*** (0.00407)	-0.0142*** (0.00351)	-0.0121*** (0.00363)
DISP_AT	0.593*** (0.204)	0.577*** (0.203)	0.673*** (0.208)	0.522* (0.295)	0.427 (0.326)	0.425 (0.297)
RES_AT	0.418* (0.216)	-0.0180 (0.203)	0.0184 (0.218)	0.309 (0.194)	0.554*** (0.214)	0.547*** (0.203)
ROA_t1	1.200*** (0.239)	2.049*** (0.323)	1.883*** (0.311)	0.626*** (0.201)	0.484*** (0.186)	0.583*** (0.198)
SEG_GOV	-0.0103 (0.0449)	-0.0291 (0.0460)	-0.0285 (0.0467)	-0.121** (0.0507)	-0.0975* (0.0504)	-0.0944* (0.0484)
Constante	-0.498* (0.292)	-0.314 (0.305)	-0.517* (0.303)	0.0521 (0.347)	-0.263 (0.347)	-0.275 (0.323)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.217	0.215	0.230	0.234	0.257	0.228

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 15 apresenta os resultados para a terceira métrica de dividendos (DIV_LL), considerando a diferença entre o percentual de ações ordinárias e preferenciais detidas pelo(s) controlador(es) como variável moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados

por *accruals* discricionários. Os resultados seguem na mesma linha dos apresentados pela Tabela anterior, ou seja, ausência de relação significativa das variáveis de interesse. Embora duas interações, uma no modelo (1) e outra no modelo (3) tenham apresentado significância estatística, tais resultados devem ser observados com ressalva. De toda forma, os resultados, mais uma vez, sugerem a rejeição de todas as hipóteses da pesquisa.

Tabela 15 - Resultados para a métrica DIV_LL, considerando a métrica CTRL_ON como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1) DIV_LL	(2) DIV_LL	(3) DIV_LL	(4) DIV_LL	(5) DIV_LL	(6) DIV_LL
AD_JMROA	-0.0930 (0.333)			0.391 (0.377)		
ON_PN_CTRL	-0.00147 (0.00106)	-0.000555 (0.00151)	-0.00170 (0.00112)	-0.000415 (0.00147)	-0.00151 (0.00102)	-0.000234 (0.00143)
AD_JMROAxON_PN_CTRL	0.0413* (0.0238)			0.00433 (0.0116)		
AD_JMACCR		-0.278 (0.370)			-0.0743 (0.357)	
AD_JMACCRxON_PN_CTRL		0.0252 (0.0272)			-0.00190 (0.00794)	
AD_KS			-0.0512 (0.313)			-0.162 (0.336)
AD_KSxON_PN_CTRL			0.0411** (0.0183)			0.00570 (0.0105)
TAM	0.0403*** (0.0151)	0.0322** (0.0159)	0.0424*** (0.0154)	0.0135 (0.0164)	0.0256 (0.0165)	0.0254 (0.0160)
MTB	0.00887 (0.00886)	0.00597 (0.00785)	0.0123 (0.00818)	0.0466*** (0.00931)	0.0486*** (0.0105)	0.0347*** (0.0101)
ALAV	-0.00226 (0.00468)	-0.00429 (0.00466)	-0.00598 (0.00428)	-0.0144*** (0.00408)	-0.0142*** (0.00353)	-0.0122*** (0.00366)
DISP_AT	0.600*** (0.204)	0.594*** (0.202)	0.680*** (0.208)	0.508* (0.290)	0.394 (0.325)	0.428 (0.293)
RES_AT	0.425** (0.214)	-0.00734 (0.202)	0.00500 (0.219)	0.311 (0.193)	0.588*** (0.210)	0.555*** (0.199)
ROA_t1	1.170*** (0.239)	2.015*** (0.334)	1.898*** (0.313)	0.615*** (0.196)	0.477*** (0.178)	0.579*** (0.193)
SEG_GOV	-0.0436 (0.0459)	-0.0472 (0.0467)	-0.0640 (0.0461)	-0.124** (0.0489)	-0.134*** (0.0487)	-0.112** (0.0480)
Constante	-0.509* (0.306)	-0.304 (0.323)	-0.578* (0.320)	0.0526 (0.344)	-0.236 (0.342)	-0.253 (0.321)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.221	0.216	0.236	0.234	0.260	0.229

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 16 apresenta os resultados para a terceira métrica de dividendos (DIV_LL), considerando a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e ordinárias como variável

moderadora da sua relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Os resultados apresentados assemelham-se aos ilustrados pelas Tabelas 10 e 13, ou seja, a variável PN_ON_FF apresentou sinal negativo e significativo de forma consistente. Além disso, pôde-se mais uma vez observar que a relação parece ser mais forte quando se consideram somente observações com *accruals* discricionários negativos. Assim, os resultados sugerem a rejeição das hipóteses da pesquisa, exceto da hipótese 2, mais precisamente, da sub-hipótese 2-C.

Tabela 16 - Resultados para a métrica DIV_LL, considerando a métrica PN_ON_FF como variável moderadora da relação com os *accruals* discricionários

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL
AD_JMROA	0.161 (0.347)			0.762* (0.410)		
PN_ON_FF	-0.00453* (0.00267)	-0.00631** (0.00298)	-0.0105*** (0.00322)	-0.0155*** (0.00379)	-0.0119*** (0.00357)	-0.00715** (0.00337)
AD_JMROAxPN_ON_FF	0.0103 (0.0456)			-0.0653* (0.0346)		
AD_JMACCR		-0.173 (0.400)			0.0987 (0.382)	
AD_JMACCRxPN_ON_FF		0.0160 (0.0512)			-0.0352 (0.0261)	
AD_KS			0.0372 (0.336)			-0.0101 (0.359)
AD_KSxPN_ON_FF			0.0661 (0.0540)			-0.00201 (0.0311)
TAM	0.0338** (0.0140)	0.0273* (0.0146)	0.0325** (0.0142)	0.00869 (0.0159)	0.0202 (0.0163)	0.0215 (0.0160)
MTB	0.00831 (0.00892)	0.00476 (0.00788)	0.0125 (0.00820)	0.0447*** (0.00936)	0.0486*** (0.0106)	0.0334*** (0.0102)
ALAV	-0.00267 (0.00466)	-0.00450 (0.00463)	-0.00720* (0.00428)	-0.0145*** (0.00426)	-0.0146*** (0.00363)	-0.0122*** (0.00373)
DISP_AT	0.594*** (0.201)	0.581*** (0.198)	0.676*** (0.200)	0.543* (0.279)	0.445 (0.312)	0.431 (0.287)
RES_AT	0.472** (0.218)	0.0507 (0.206)	0.0697 (0.221)	0.325* (0.189)	0.553*** (0.204)	0.599*** (0.200)
ROA_t1	1.206*** (0.238)	2.059*** (0.327)	1.879*** (0.309)	0.663*** (0.198)	0.503*** (0.179)	0.592*** (0.191)
SEG_GOV	-0.0700 (0.0458)	-0.0891* (0.0462)	-0.100** (0.0454)	-0.191*** (0.0512)	-0.168*** (0.0515)	-0.148*** (0.0502)
Constante	-0.352 (0.296)	-0.148 (0.313)	-0.309 (0.308)	0.240 (0.342)	-0.0861 (0.343)	-0.120 (0.332)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	553	506	508
R-Quadrado	0.215	0.217	0.236	0.251	0.268	0.235

Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nota: Os modelos 1, 2 e 3 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **positiva**, enquanto que os modelos 4, 5 e 6 consideram apenas as observações quando a métrica de Gerenciamento de Resultados é **negativa**.

Fonte: dados da pesquisa.

Resumindo os resultados das Tabelas 14, 15 e 16, que apresentam modelos de regressão que utilizam a mesma métrica de dividendos (DIV_LL) como variável dependente, pôde-se observar que quase todas as hipóteses levantadas pela pesquisa foram rejeitadas, dado que a maioria das variáveis de interesse da pesquisa não apresentou significância estatística nos modelos de regressão de forma consistente. Porém, pela terceira vez pôde-se observar uma exceção em relação à métrica PN_ON_FF que, condizente com o aventado pela hipótese 2, mais precisamente, pela sub-hipótese 2-C, apresentou sinal negativo e significativo em quase todos os modelos estimados. Essa relação foi mais significativa nos modelos que consideram apenas as observações quando a métrica de gerenciamento de resultados é negativa. Assim, pode-se indicar que a sub-hipótese 2-C não deve ser rejeitada.

Sobre as variáveis de controle, de um modo geral, os resultados apresentados foram condizentes com o esperado, com todas as variáveis quase sempre apresentando significância estatística e com o sinal dentro do esperado. Dentre os resultados que apresentaram algo relativamente diferente do esperado, pode-se citar que o tamanho somente tende a ser significativo e apresentar sinal positivo (relacionado com um maior pagamento de dividendos) na presença de *accruals* discricionários positivos, podendo apresentar sinal significativo e negativo (relacionado com um menor pagamento de dividendos) na presença de *accruals* discricionários negativos. Além disso, quando significativa, a *dummy* de segmento de governança que indica a presença da companhia no segmento Novo Mercado apresentou sinal negativo, especialmente na presença de *accruals* discricionários negativos.

4.2. TESTES ADICIONAIS

Objetivando dar maior robustez aos resultados, testes adicionais foram realizados para verificar a consistência dos achados da pesquisa. Assim, os mesmos modelos foram estimados com os erros padrões clusterizados por ano e por setor, num procedimento semelhante ao sugerido por Petersen (2009) e por Thompson (2011). O objetivo deste procedimento é evitar estimadores viesados devido à correlação do erro entre os anos e entre os setores da amostra. Os resultados mostraram-se basicamente os mesmos que os apresentados na subseção anterior. Por simplicidade, optou-se por ilustrar nesta subseção apenas os

relacionados com a métrica PN_ON_FF, que foi a única que apresentou significância estatística nestes testes adicionais, tal como ocorrido nos modelos apresentados na subseção anterior. Porém, os APÊNDICES A, B, C e D apresentam os resultados dos testes adicionais contendo as métricas CTRL_ON e ON_PN_CTRL.

Como pode ser observado na Tabela 17, que considera somente observações com *accruals* discricionários positivos, dentre os nove modelos estimados, somente em três deles a métrica PN_ON_FF foi significativa, sempre a 5% e com o sinal negativo, conforme o esperado. Ainda na Tabela 17, é possível observar que nenhuma outra variável de interesse foi significativa e, além disso, algumas variáveis de controle também não apresentaram-se significativas como nos modelos estimados na subseção anterior. Na Tabela 18, que conta somente com observações com *accruals* discricionários negativos, a métrica PN_ON_FF foi significativa em cinco dos nove modelos, sempre com o sinal negativo e a 1% em quatro das cinco vezes. As variáveis de controle apresentaram-se mais significativas que nas estimações da Tabela 17, que contava somente com observações com *accruals* discricionários positivos.

Na Tabela 19 apresenta-se modelos com dados empilhados (*pooled*) considerando as 1.083 observações companhia/ano, ou seja, tanto as observações com *accruals* discricionários positivos quanto negativos. Os mesmos modelos com os erros padrão clusterizados por ano e por setor são apresentados no APÊNDICE E. Os resultados para estas estimações que contam com todas as observações além de serem muito semelhantes, evidenciam a relação significativa e negativa da métrica PN_ON_FF com as métricas de dividendos, visto que ela foi significativa a 1% e apresentou o sinal negativo, conforme o esperado, em todos os modelos.

Além disso, inseriu-se nestes modelos apresentados na Tabela 19 todas as três métricas de concentração acionária e, mais uma vez, somente a PN_ON_FF mostrou-se significativa, confirmando a força dessa relação. Ressalta-se também que nestas estimações manteve-se as métricas de *accruals* discricionários com seus valores originais, porém foi criada uma *dummy* com valor 1 para o caso de *accruals* discricionários negativos (D_AD_JMROA, D_AD_JMACCR e D_AD_KS). A *dummy* D_AD_JMROA foi significativa sugerindo que companhias que gerenciam o lucro para baixo poderiam pagar, em média, menos dividendos que companhias que gerenciam o lucro para cima. Porém, como esse resultado não ocorreu com as demais métricas de gerenciamento de resultados e foi ausente quando se utilizou métricas contínuas, é preciso considerá-lo com certa cautela.

Tabela 17 – Resultados adicionais: métrica PN_ON_FF moderando a relação entre os dividendos e os *accruals* discricionários positivos

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL
AD_JMROA	0.0118 (0.0138)			0.313 (0.241)			0.131 (0.313)		
PN_ON_FF	-0.000174 (0.000257)	-0.000262 (0.000265)	-0.000453** (0.000209)	-0.000111 (0.00277)	-0.00166 (0.00248)	-0.00202 (0.00266)	-0.00296 (0.00225)	-0.00414** (0.00194)	-0.00777** (0.00328)
AD_JMROAxPN_ON_FF	-0.00245 (0.00265)			-0.0221 (0.0207)			0.0145 (0.0446)		
AD_JMACCR		0.0104			0.210 (0.208)			-0.184 (0.394)	
AD_JMACCRxPN_ON_FF		-0.00413 (0.00250)			-0.0151 (0.0224)			0.0184 (0.0565)	
AD_KS			0.0145 (0.0110)			0.260 (0.224)			0.0238 (0.404)
AD_KSxPN_ON_FF			0.000675 (0.00168)			0.00471 (0.0200)			0.0658 (0.0619)
TAM	-0.000251 (0.000567)	-0.00180 (0.00122)	-0.00181 (0.00129)	-0.000702 (0.00837)	-0.00420 (0.00772)	6.38e-06 (0.0105)	0.0289* (0.0149)	0.0209 (0.0180)	0.0258 (0.0176)
MTB	0.00317** (0.00150)	0.00444** (0.00175)	0.00585*** (0.00213)	0.00368 (0.00880)	0.00221 (0.00786)	0.00457 (0.00987)	0.00775 (0.00965)	0.00395 (0.00698)	0.0109 (0.00871)
ALAV	-0.00128* (0.000693)	-0.00197** (0.000917)	-0.00249*** (0.000931)	-0.00325 (0.00342)	-0.00501 (0.00380)	-0.00636* (0.00332)	-0.00236 (0.00549)	-0.00408 (0.00543)	-0.00628* (0.00375)
DISP_AT	0.0283*** (0.00930)	0.0226** (0.0112)	0.0261* (0.0143)	0.571*** (0.0544)	0.517*** (0.0919)	0.556*** (0.0947)	0.593** (0.243)	0.582** (0.254)	0.677** (0.292)
RES_AT	0.0613*** (0.0223)	0.0394 (0.0299)	0.0338 (0.0302)	0.536*** (0.178)	0.347** (0.161)	0.364** (0.149)	0.455* (0.262)	0.0231 (0.249)	0.0610 (0.186)
ROA_t1	0.0922*** (0.0226)	0.187*** (0.0346)	0.169*** (0.0328)	0.795*** (0.220)	1.335*** (0.247)	1.211*** (0.231)	1.200*** (0.295)	2.025*** (0.419)	1.843*** (0.404)
Constante	0.0140 (0.0156)	0.0460 (0.0293)	0.0461 (0.0279)	0.159 (0.184)	0.260 (0.172)	0.139 (0.222)	-0.281 (0.313)	-0.0579 (0.354)	-0.215 (0.375)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	530	577	575	530	577	575
R-Quadrado	0.356	0.437	0.475	0.321	0.338	0.337	0.211	0.212	0.229

Erros-padrão clusterizados por ano e por setor nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 18 – Resultados adicionais: métrica PN_ON_FF moderando a relação entre os dividendos e os *accruals* discricionários negativos

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL
AD_JMROA	-0.0444** (0.0206)			0.127 (0.216)			0.591 (0.486)		
PN_ON_FF	-0.000295 (0.000249)	-0.000200 (0.000189)	-0.000217 (0.000139)	-0.00543*** (0.00126)	-0.00343*** (0.00108)	-0.00345** (0.00152)	-0.00832*** (0.00243)	-0.00567*** (0.00170)	-0.00283
AD_JMROAxPN_ON_FF	0.00286 (0.00192)			-0.0201* (0.0108)			-0.0458* (0.0257)		
AD_JMACCR		-0.0546** (0.0264)			-0.117 (0.240)			-0.0139 (0.541)	
AD_JMACCRxPN_ON_FF		0.00239 (0.00169)			-0.00756 (0.0130)			-0.0220 (0.0192)	
AD_KS			-0.0601** (0.0300)			-0.0689 (0.217)			-0.00679 (0.417)
AD_KSxPN_ON_FF			0.00290 (0.00256)			-0.00347 (0.0188)			-0.00183 (0.0285)
TAM	-0.00455*** (0.00146)	-0.00282* (0.00155)	-0.00235 (0.00145)	-0.00673 (0.00985)	-0.000634 (0.0103)	-0.00425 (0.0116)	0.00178 (0.0208)	0.0145 (0.0168)	0.0150 (0.0221)
MTB	0.00906*** (0.00147)	0.00860*** (0.00185)	0.00646*** (0.00156)	0.0168* (0.00884)	0.0181* (0.00948)	0.0132 (0.00821)	0.0415*** (0.0118)	0.0464*** (0.0141)	0.0332*** (0.0114)
ALAV	-0.00239*** (0.000616)	-0.00236*** (0.000548)	-0.00202*** (0.000729)	-0.00930*** (0.00311)	-0.00812*** (0.00261)	-0.00751** (0.00315)	-0.0129*** (0.00361)	-0.0132*** (0.00314)	-0.0117** (0.00470)
DISP_AT	0.0139 (0.0151)	0.0200 (0.0141)	0.0273*** (0.00995)	0.329** (0.138)	0.269** (0.121)	0.322** (0.135)	0.530 (0.386)	0.426 (0.437)	0.425 (0.406)
RES_AT	0.0718** (0.0294)	0.0697*** (0.0246)	0.0776*** (0.0188)	0.683*** (0.172)	0.822*** (0.162)	0.773*** (0.139)	0.310 (0.195)	0.569*** (0.151)	0.567*** (0.199)
ROA_t1	0.0578*** (0.0205)	0.0482*** (0.0148)	0.0559*** (0.0200)	0.425*** (0.121)	0.343*** (0.0807)	0.395*** (0.121)	0.623*** (0.194)	0.478*** (0.173)	0.569*** (0.186)
Constante	0.0942*** (0.0273)	0.0585** (0.0289)	0.0463* (0.0268)	0.261 (0.195)	0.107 (0.197)	0.188 (0.226)	0.276 (0.381)	-0.0584 (0.296)	-0.0633 (0.357)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	553	506	508	553	506	508	553	506	508
R-Quadrado	0.489	0.473	0.402	0.314	0.325	0.309	0.230	0.250	0.221

Erros-padrão clusterizados por ano e por setor nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 19 – Resultados adicionais: Modelos considerando todas as observações companhia/ano da amostra

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL
AD_JMROA	-0.0153 (0.0184)			0.197 (0.140)			0.302 (0.240)		
D_AD_JMROA	0.00652** (0.00263)			0.0581*** (0.0207)			0.111*** (0.0385)		
AD_JMACCR		-0.0331* (0.0188)			0.0287 (0.132)			-0.113 (0.239)	
D_AD_JMACCR		0.000816 (0.00258)			0.0103 (0.0205)			0.00358 (0.0385)	
AD_KS			-0.0323** (0.0160)			0.00687 (0.126)			-0.0387 (0.218)
D_AD_KS			-0.000269 (0.00233)			0.0165 (0.0199)			0.0212 (0.0375)
CTRL_ON	-1.03e-06 (3.46e-05)	1.26e-06 (3.47e-05)	3.24e-06 (3.46e-05)	0.000190 (0.000293)	0.000209 (0.000295)	0.000206 (0.000295)	0.000852* (0.000498)	0.000886* (0.000501)	0.000888* (0.000501)
ON_PN_CTRL	-3.07e-05 (3.45e-05)	-3.22e-05 (3.44e-05)	-3.02e-05 (3.49e-05)	-0.000154 (0.000308)	-0.000172 (0.000308)	-0.000167 (0.000307)	-0.000162 (0.000656)	-0.000206 (0.000655)	-0.000185 (0.000655)
PN_ON_FF	-0.000466*** (0.000109)	-0.000467*** (0.000108)	-0.000462*** (0.000108)	-0.00431*** (0.00103)	-0.00433*** (0.00101)	-0.00439*** (0.00102)	-0.00770*** (0.00193)	-0.00774*** (0.00192)	-0.00780*** (0.00191)
TAM	-0.00204*** (0.000709)	-0.00196*** (0.000703)	-0.00183*** (0.000694)	-0.000571 (0.00559)	0.000291 (0.00559)	0.000850 (0.00556)	0.0228** (0.0105)	0.0247** (0.0105)	0.0254** (0.0105)
MTB	0.00642*** (0.000729)	0.00646*** (0.000747)	0.00649*** (0.000747)	0.0117*** (0.00311)	0.0119*** (0.00319)	0.0119*** (0.00317)	0.0265*** (0.00621)	0.0266*** (0.00638)	0.0269*** (0.00632)
ALAV	-0.00232*** (0.000308)	-0.00232*** (0.000316)	-0.00234*** (0.000317)	-0.00814*** (0.00139)	-0.00818*** (0.00142)	-0.00820*** (0.00141)	-0.0112*** (0.00277)	-0.0111*** (0.00280)	-0.0113*** (0.00279)
DISP_AT	0.0256** (0.0106)	0.0257** (0.0104)	0.0260** (0.0106)	0.452*** (0.0855)	0.451*** (0.0851)	0.450*** (0.0854)	0.561*** (0.163)	0.554*** (0.164)	0.559*** (0.164)
RES_AT	0.0643*** (0.0130)	0.0657*** (0.0133)	0.0639*** (0.0134)	0.623*** (0.0952)	0.629*** (0.0966)	0.630*** (0.0970)	0.413*** (0.145)	0.422*** (0.147)	0.423*** (0.148)
ROA_t1	0.0695*** (0.0165)	0.0748*** (0.0181)	0.0739*** (0.0174)	0.517*** (0.112)	0.516*** (0.118)	0.521*** (0.117)	0.783*** (0.178)	0.802*** (0.193)	0.792*** (0.188)
SEG_GOV	-0.00344 (0.00240)	-0.00326 (0.00241)	-0.00328 (0.00241)	-0.0553*** (0.0202)	-0.0534*** (0.0203)	-0.0535*** (0.0203)	-0.0994*** (0.0363)	-0.0959*** (0.0366)	-0.0959*** (0.0366)
Constante	0.0476*** (0.0147)	0.0484*** (0.0148)	0.0469*** (0.0146)	0.145 (0.117)	0.151 (0.118)	0.138 (0.118)	-0.211 (0.219)	-0.198 (0.221)	-0.219 (0.219)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083
R-Quadrado	0.421	0.415	0.414	0.305	0.300	0.301	0.219	0.212	0.212

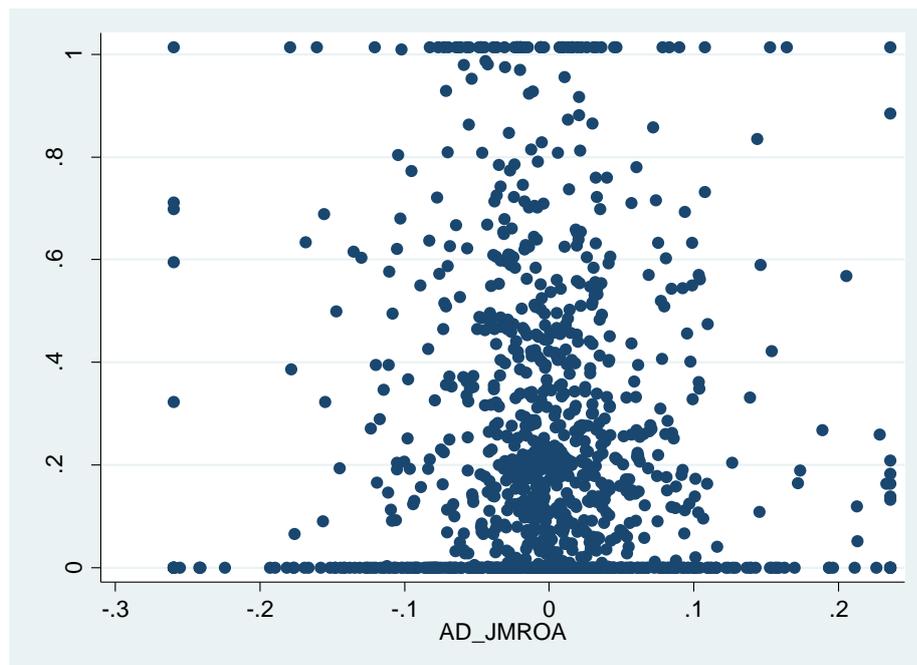
Erros-padrão robustos nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: dados da pesquisa.

Adicionalmente, objetivando apurar se as relações eram passíveis de serem observadas visualmente, gráficos de dispersão foram gerados para investigar a relação das métricas de dividendos com as métricas de gerenciamento de resultados, e das métricas de dividendos com as métricas de concentração acionária. Em relação aos dividendos e o gerenciamento de resultados, os gráficos de dispersão não sugeriram nenhuma relação entre as variáveis, ou seja, tal como encontrado nos resultados da pesquisa, as práticas de gerenciamento de resultados não parecem ser relacionadas com o pagamento de dividendos. A Figura 1 apresenta o gráfico entre a métrica DIV_EBIT e a métrica AD_JMROA como forma de exemplificar estes resultados encontrados. Os demais gráficos com as outras métricas de dividendos e de gerenciamento de resultados são apresentados no APÊNDICE F e sinalizam o mesmo aspecto.

Figura 1 – Resultados adicionais: gráfico de dispersão da relação entre as métricas DIV_EBIT e AD_JMROA



Gerou-se também gráficos de dispersão entre as métricas de dividendos e de concentração acionária. Os gráficos que relacionam as métricas de dividendos com as métricas CTRL_ON e ON_PN_CTRL não são claros e corroboram a ausência de relação encontrada pela maioria das estimações apresentadas nas duas subseções anteriores. No APÊNDICE G pode-se observar estes gráficos que foram omitidos desta seção por simplicidade. Porém, os gráficos das métricas de dividendos com a variável PN_ON_FF apresentaram-se mais claros acerca da presença de uma relação entre estas variáveis, conforme já identificado nos resultados da pesquisa.

Como pode ser observado nas Figuras 2, 3 e 4, aparentemente o aumento da diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias está associado a um menor nível de dividendos. Pode-se verificar que o segundo quadrante (maior PN_ON_FF e maior distribuição de dividendos) sempre apresenta pouquíssimas observações, enquanto que o maior pagamento de dividendos parece estar associado a uma menor diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias (primeiro quadrante).

Figura 2 – Resultados adicionais: gráfico de dispersão da relação entre as métricas DIV_AT e PN_ON_FF

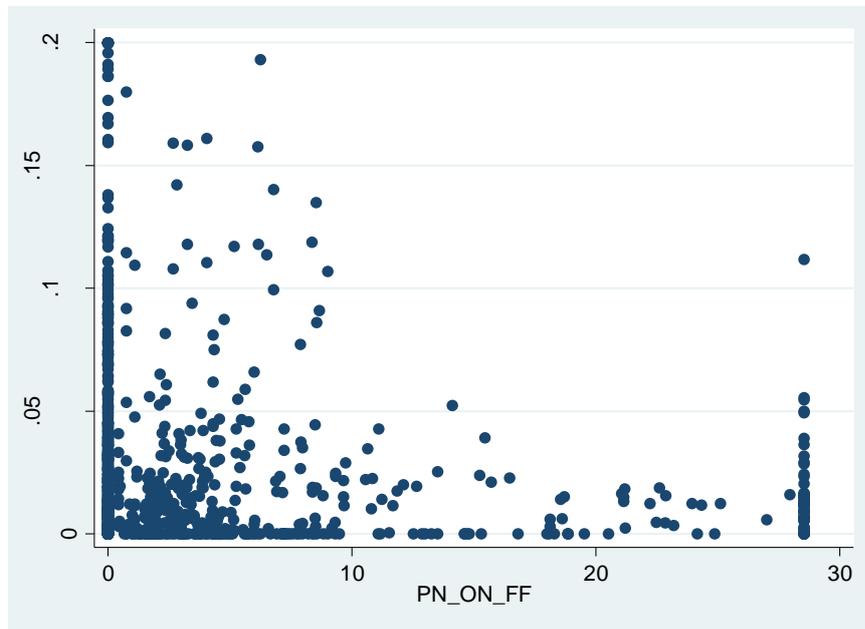


Figura 3 – Resultados adicionais: gráfico de dispersão da relação entre as métricas DIV_EBIT e PN_ON_FF

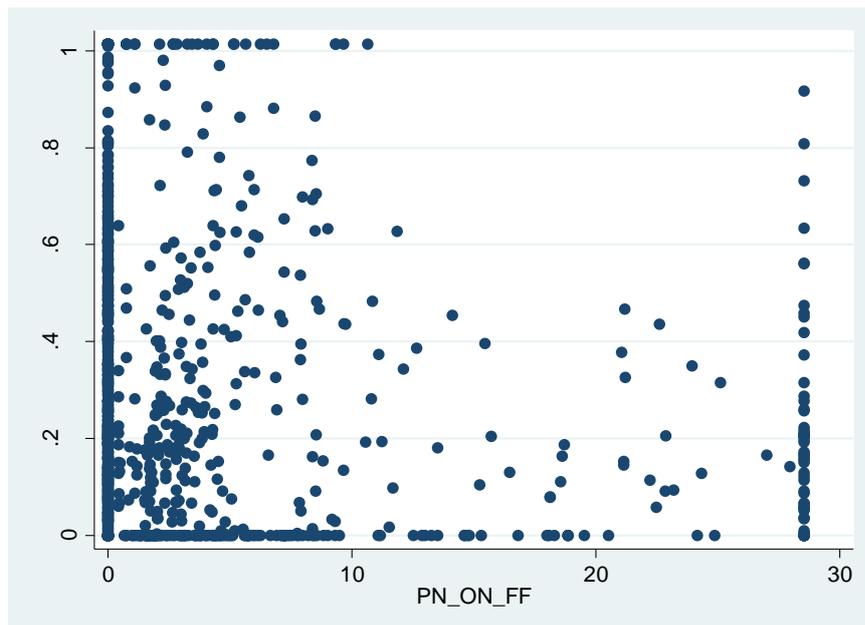
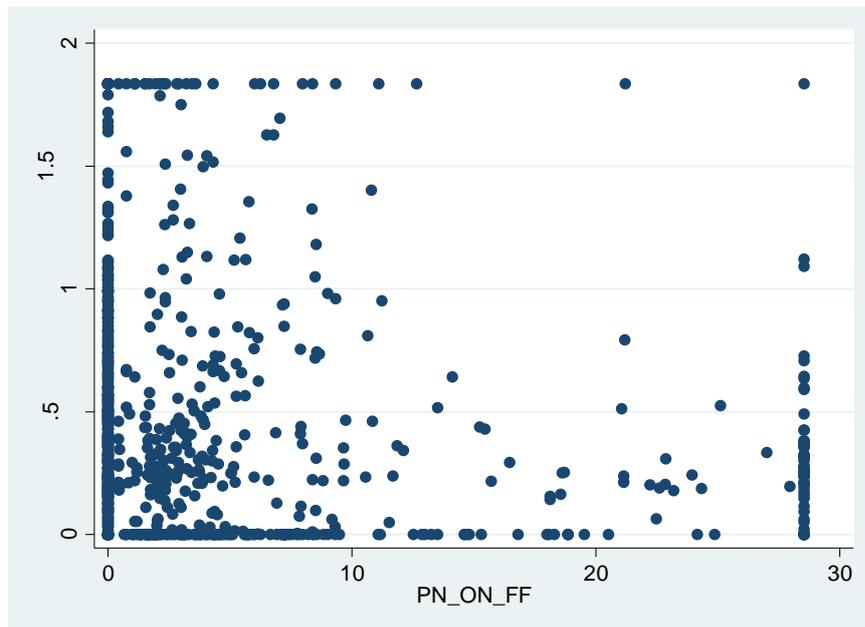


Figura 4 – Resultados adicionais: gráfico de dispersão da relação entre as métricas DIV_LL e PN_ON_FF



Portanto, os testes adicionais das análises de regressão e dos gráficos de dispersão indicam consistência nos resultados encontrados pela pesquisa, ou seja, as métricas de gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários positivos e negativos) não apresentam relação com as métricas de dividendos e, em relação às métricas de concentração acionária, somente a métrica PN_ON_FF (diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias) apresenta uma relação negativa com as métricas de dividendos, conforme o esperado pela hipótese 2-C da pesquisa. Além disso, pode-se supor que as interações entre as métricas de gerenciamento de resultados e de concentração acionária, que caracterizavam a tentativa de capturar o efeito moderador destas últimas, não são significativas muito provavelmente devido à ausência de relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos pagos pelas companhias.

4.3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 20 apresenta o resultado dos testes das hipóteses aventadas pela pesquisa. Como pode ser observado, todas as hipóteses foram rejeitadas, com exceção da hipótese 2 que foi parcialmente rejeitada, devido ao fato de que a sub-hipótese 2-C não foi rejeitada. Ressalta-se

que até esta seção, a abordagem foi eminentemente quantitativa, no entanto, a análise, a interpretação e a discussão dos resultados da pesquisa são qualitativas permitindo, portanto, outras possibilidades de interpretações. Neste sentido, entende-se que os resultados encontrados indicam pelo menos três aspectos relevantes, quais sejam: i) o gerenciamento de resultados não parece estar associado ao pagamento de dividendos; ii) o aumento na diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias está associado a um menor nível de pagamento de dividendos, mas outros aspectos que caracterizam a concentração acionária podem não estar relacionados com os dividendos e; iii) ainda que as companhias estejam em um contexto de concentração acionária, inclusive considerando a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e ordinárias, a prática de gerenciamento de resultados tende a continuar sem relação com o pagamento de dividendos.

Tabela 20 – Resultado do teste das hipóteses aventadas pela pesquisa

Hipótese	Resultado	Sub-Hipótese	Resultado
Hipótese 1: A relação entre os <i>accruals</i> discricionários e o pagamento de dividendos nas companhias difere-se entre os <i>accruals</i> discricionários positivos e os <i>accruals</i> discricionários negativos.	Rejeitada	1-A	Rejeitada*
		1-B	Rejeitada
Hipótese 2: A concentração acionária possui uma relação negativa com os dividendos, ou seja, o aumento nesta concentração está associado a um menor pagamento de dividendos.	Parcialmente rejeitada	2-A	Rejeitada
		2-B	Rejeitada
		2-C	Não rejeitada
Hipótese 3: Em um contexto corporativo de maior concentração acionária, os <i>accruals</i> discricionários positivos possuem uma relação negativa com os dividendos, ou seja, o aumento “manipulado” do lucro, neste contexto de concentração acionária, está associado a um menor pagamento de dividendos.	Rejeitada	3-A	Rejeitada
		3-B	Rejeitada
		3-C	Rejeitada
Hipótese 4: Em um contexto corporativo de maior concentração acionária, os <i>accruals</i> discricionários negativos possuem uma relação positiva com os dividendos, ou seja, a redução “manipulada” do lucro, neste contexto de concentração acionária, está associada a um menor pagamento de dividendos.	Rejeitada	4-A	Rejeitada
		4-B	Rejeitada
		4-C	Rejeitada

*: Apesar da ausência de relação ter sido identificada para os *accruals* discricionários positivos, o argumento da hipótese 1 foi totalmente rejeitado.

Fonte: elaboração própria.

Para discutir o primeiro desses três aspectos, que indica que ao se utilizarem de práticas de gerenciamento de resultados os gestores das companhias brasileiras não parecem estar interessados em impactar os dividendos, é necessário retomar aspectos teóricos relacionados com os determinantes dos dividendos e também com os incentivos para a prática de

gerenciamento de resultados nas companhias. Em relação aos determinantes dos dividendos, a maioria das pesquisas internacionais e nacionais, tais como Daniel, Denis e Naveen (2008), Gill, Biger e Tibrewala (2010), Viana Junior e Ponte (2016) e Joshi (2019) indicam variáveis que foram utilizadas nesta tese como variáveis de controle, tais como o endividamento, o índice *market-to-book* (identificado muitas vezes como oportunidade de crescimento), o retorno sobre os ativos (ROA) ou o sobre o patrimônio líquido (ROE), dentre outras, como a quantidade de lucros retidos (reservas de lucro) e de caixa (disponibilidades).

De fato, como apresentado nas duas subseções anteriores, as variáveis de controle apresentaram-se significativas e com sinal dentro do esperado na grande maioria das estimações. Esse aspecto corrobora a perspectiva que tais aspectos determinam os dividendos. Porém, os resultados sugerem que os *accruals* discricionários não fazem parte deste grupo de variáveis determinantes do pagamento de dividendos. Para entender melhor esta questão, é preciso retomar os apontamentos de Healy e Wahlen (1999) que sugerem que os gestores utilizam práticas de gerenciamento de resultados com o intuito de enviesar os usuários das informações contábeis sobre a realidade econômica da companhia e/ou para obter alguma vantagem em relações contratuais influenciadas pelos números contábeis.

Portanto, uma possível explicação para este resultado encontrado pela pesquisa é o fato de que a decisão sobre os dividendos tende a ser influenciada por aspectos mais condizentes com a realidade econômica e/ou financeira das companhias. Neste sentido, a ausência de relação entre os dividendos e o gerenciamento de resultados poderia ser explicada justamente porque este ambiciona enviesar a realidade das companhias, enquanto que aquele é definido justamente a partir desta realidade. Logo, o primeiro tende a estar desconectado do segundo. Por exemplo, companhias que não tenham uma situação operacional avaliada internamente e/ou externamente como boa podem ter incentivos para aumentar os lucros via *accruals* discricionários objetivando enviesar tal realidade econômica e/ou financeira. Porém, no momento de distribuir dividendos tendem a optar pela prudência considerando a sua real situação e, portanto, distribuí-los próximo do mínimo indicado pelo estatuto ou pela Lei. Assim, não haveria uma relação entre o gerenciamento de resultados e o pagamento de dividendos pelo fato do primeiro estar relacionado com o enviesado e o segundo com o real.

Uma segunda possível explicação complementar para esta ausência de relação encontrada pela pesquisa e, portanto, não mutuamente excludente em relação à primeira, ancora-se no fato de que como boa parte das companhias brasileiras apresentam uma estrutura de

propriedade concentrada em poucos acionistas (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; SILVA; LEAL, 2006; BRANCO; BALASSIANO, 2013), é possível que ao mesmo tempo em que estes acionistas exerçam uma grande influência sobre as decisões corporativas, os acionistas minoritários apresentem uma capacidade muito reduzida para influenciar tais decisões. Ademais, esta falta de influência dos minoritários também pode ser acompanhada por uma incapacidade de cobrança por decisões corporativas em favor deles, como por exemplo, nas deliberações sobre os dividendos. Neste sentido, considerando a concentração de poder dos majoritários e a dificuldade dos minoritários em cobrar e pressionar o conselho de administração e a diretoria, as decisões sobre os dividendos tendem a ser tomadas nas companhias brasileiras sem a necessidade de serem muito justificadas para o mercado. Assim, ao gerenciar os resultados, os gestores das companhias brasileiras podem ter diversos incentivos, como apontam Healy e Wahlen (1999), mas utilizar o gerenciamento de resultados para justificar os dividendos tende a não ser um deles, visto que as decisões sobre os dividendos podem não necessitar de muita explicação, ou seja, de muita justificativa. O fraco ambiente institucional brasileiro (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004; SILVEIRA, 2015) também tende a contribuir para este aspecto.

Evidentemente, pode haver situações em que haja relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos, inclusive conforme levantado pelas hipóteses da pesquisa. Por exemplo, uma companhia pode ter o interesse de apresentar uma situação econômica e/ou financeira pior que a realidade devido a custos políticos (WATTS; ZIMERMAN, 1986), assim, poderia se utilizar de *accruals* discricionários para reduzir o lucro. Ainda com o desejo de apresentar uma situação pior que o real, poderia optar por reduzir o valor habitualmente pago em dividendos, inclusive para sinalizar lucros menores no futuro (MILLER; MODIGLIANI, 1961). Neste contexto, poder-se-ia observar uma relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos, porém, embora o lucro possa ser visto com bastante atenção pela mídia e por demais agentes, ou seja, “ser notícia”, a manutenção da política de dividendos pode não ter tanta evidência assim. Neste caso, a companhia poderia reduzir o lucro e, em outros momentos ao longo do ano, manter a sua habitual distribuição de dividendos, de maneira que não haveria uma relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos.

Portanto, apesar de terem uma variável relacional comum, o lucro (resultado), a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos pode não ser contumaz, mas apenas eventual, visto que os incentivos e os determinantes destas escolhas gerenciais podem ser diferentes e,

consequentemente, tais escolhas podem não se relacionadas. Como metodologicamente a pesquisa quantitativa busca generalizar os resultados, ou seja, detectar o relacionamento entre variáveis que ocorre de forma consistente, e considerando os argumentos supracitados sobre a provável não relação habitual entre o gerenciamento de resultados e os dividendos, entende-se ser plausível a não detecção dessa relação por métodos quantitativos, tal como ilustrado nos resultados da pesquisa.

O segundo aspecto relevante que os resultados sinalizam refere-se ao fato de que o aumento na diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias está associado a um menor nível de pagamento de dividendos, embora outros aspectos que caracterizam a concentração acionária possam não estar. Sobre a diferença entre os *free floats*, pesquisas anteriores, como Crisóstomo e Brandão (2016), Reina (2017), Atmaja (2017) e Moin, Guney e El Kalak (2019) já apontavam que tal aspecto representa um potencial de expropriação dos acionistas minoritários a partir da retenção de dinheiro na companhia para uso com despesas e/ou projetos de interesse privado dos acionistas controladores. Considerando aspectos que historicamente forjaram a cultura do empresariado brasileiro, como o patronato político e o patrimonialismo, Gonçalves (2000, p. 8) aponta para a existência da lógica “dinheiro em dois bolsos, mas de um dono só” nas companhias brasileiras, ou seja, os empresários captam recursos com terceiros, mas a alocação destes é realizada somente buscando atender aos seus próprios interesses.

Essa perspectiva é condizente com a hipótese de expropriação dos minoritários por meio da retenção de caixa nas companhias ao se pagar menos dividendos do que se poderia (JOHNSON et al., 2000; LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001). Porém, variáveis como o percentual de ações ordinárias e a diferença entre o percentual das ações ordinárias e preferenciais detida(s) pelo(s) controlador(es) não foram significativas. Esse resultado surpreendeu porque dentro desta mesma lógica de expropriação dos minoritários, faria sentido que a concentração de ações ordinárias do(s) controlador(es), assim como a diferença entre os direitos de votos e os direitos de fluxos de caixa do(s) controlador(es), fossem condições relacionadas com um menor pagamento de dividendos.

Uma possível explicação para esses achados é que o fato de que pode haver uma hierarquia entre estas métricas de concentração acionária utilizadas pela pesquisa e, além disso, esta hierarquia pode influenciar no potencial de interesse de expropriação dos controladores. Por exemplo, a redução do *free float* de ações ordinárias juntamente com o aumento do *free float*

das ações preferenciais pode caracterizar um interesse maior de concentrar o poder sobre a companhia por parte deste(s) acionista(s) controlador(es) que manter, em sua posse, mais ações ordinárias que preferenciais. Evidentemente, há uma proximidade entre essas práticas, porém, a primeira pode representar um controle sobre a companhia maior que a segunda. Por exemplo, um controlador pode deter 70% das ações ordinárias ($CTRL_ON = 70,00$) e manter um *free float* de 30% destas ações, ainda que detenha somente 6% de preferenciais ($ON_PN_CTRL = 11,66$) e permita 94% de *free float* destas últimas ($PN_ON_FF = 3,13$).

Admita-se uma outra possibilidade em que um controlador deteria 70% das ações ordinárias ($CTRL_ON = 70,00$) e um outro acionista não controlador deteria 26% destas ações, enquanto que apenas 4% das ações ordinárias ficariam como *free float*. Além disso, o controlador deteria 6% das ações preferenciais ($ON_PN_CTRL = 11,66$), de maneira que os outros 94% ficariam como *free float* ($PN_ON_FF = 23,50$). Embora possa se considerar que há concentração acionária na primeira companhia exemplificada, certamente a existência de 30% de *free float* de ações ordinárias tenderia a criar uma pressão por participação dos minoritários no conselho de administração muito maior que na companhia do segundo exemplo, que possui um *free float* das ações ordinárias de apenas 4%. Logo, é possível que o controle sobre a companhia do(s) controlador(es) seja maior a partir da redução (restrição) do *free float* das ações ordinárias do que pela própria posse dessas ações por parte desse(s) controlador(es). Isso pode ser útil para captar recursos com um ou dois investidores, fornecendo a estes um pequeno percentual de ações ordinárias e, eventualmente, também de preferenciais, de maneira que o *free float* de ordinárias seja bem pequeno e o de preferenciais seja alto.

Assim, a significância da métrica PN_ON_FF e não significância das métricas $CTRL_ON$ e ON_PN_CTRL poderiam ser explicadas pelo fato de haver uma hierarquia entre estas métricas em relação à capacidade e ao interesse dos controladores em concentrar o poder sobre as decisões nas companhias, sendo a PN_ON_FF mais capaz de captar este interesse que as outras e, conseqüentemente, este interesse também tenderia a estar relacionado com o potencial de expropriação dos minoritários por parte dos controladores. Assim, justificar-se-ia o fato de somente a PN_ON_FF influenciar negativamente os dividendos, ou seja, o elemento central é o *free float* dos tipos de ações. Sobre este aspecto, ressalta-se a importância do segmento Novo Mercado da bolsa brasileira não permitir a negociação de ações preferenciais. Porém, talvez fosse interessante que os segmentos Nível 1 e Nível 2 tivessem alguma regra que

restringisse a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o das ordinárias. Atualmente, os segmentos especiais de listagem Nível 1 e Nível 2 exigem apenas 25% de *free float* total. Se considerarmos a empresa do segundo exemplo apresentado no parágrafo anterior, seu *free float* total seria de 49% caso ela tivesse o mesmo número de ações ordinárias e preferenciais.

Portanto, tal exigência pode ser inócua em relação à mitigação do potencial de expropriação dos minoritários por meio da retenção de dividendos. Os resultados desta tese sugerem que este aspecto poderia ser revisto, com a inclusão, por exemplo, de uma regra de proporção entre os *free floats* das ações preferenciais e ordinárias para as companhias listadas nos segmentos especiais Nível 1 e Nível 2. Por exemplo, poder-se-ia exigir que para cada 3 ações preferenciais em circulação, deveria haver pelo menos 1 ação ordinária também em circulação. Assim, uma empresa que possui 90% de *free float* de ações preferenciais deveria apresentar, pelo menos, 30% de *free float* de ações ordinárias. Evidentemente, essa relação de 3 preferenciais para 1 ordinária é apenas um exemplo e não faz parte do escopo desta tese desenvolver um estudo sobre isso, apenas sinalizar que esta poderia ser uma boa prática para os segmentos Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa da bolsa brasileira.

O terceiro aspecto relevante que os resultados da pesquisa sinalizam está relacionado com o objetivo principal da pesquisa (hipóteses 3 e 4), qual seja, o fato de que ainda que as companhias estejam em um contexto de concentração acionária, inclusive considerando a diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o das ações ordinárias, que foi a única métrica sobre este aspecto significativa, o gerenciamento de resultados, mensurado por *accruals* discricionários, continuou sem apresentar relação com o pagamento de dividendos. Esse achado, portanto, reforça a noção de ausência de relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos, como foi discutido anteriormente, visto que mesmo considerando uma métrica que já possuíamos evidências de que teria uma relação negativa com os dividendos, qual seja, a métrica PN_ON_FF, ainda assim as interações entre as métricas de gerenciamento de resultados e métrica PN_ON_FF não apresentaram significância estatística de forma consistente. Duas possíveis explicações não mutuamente excludentes foram elencadas para este resultado, a primeira sugere que o gerenciamento de resultados representa decisões que objetivam enviesar a percepção do mercado sobre a realidade econômica e financeira das companhias, enquanto que a decisão sobre os dividendos é influenciada por esta realidade. A segunda possibilidade sugere que as companhias não possuem muitos

incentivos para justificar os dividendos e, portanto, as escolhas relativas às práticas de gerenciamento de resultados podem ter diversas finalidades, mas influenciar ou justificar os dividendos não tende a ser uma delas.

5. CONCLUSÃO

Esta tese objetivou identificar qual é o efeito moderador exercido pela concentração acionária na relação entre o gerenciamento de resultados por accruals discricionários e os dividendos em companhias brasileiras listadas na [B]³. Para o alcance do objetivo proposto, realizou-se uma pesquisa descritivo-exploratória com abordagem quantitativa e fez-se uso da pesquisa bibliográfica e *ex-post-facto* como procedimentos técnicos. Os dados utilizados foram coletados a partir da plataforma *Comdinheiro*, além de outras fontes secundárias, como os relatórios financeiros das companhias. A amostra da pesquisa contemplou 1.083 observações companhia/ano durante o período de 2011 a 2018, representando uma média de aproximadamente 135 companhias para cada ano da amostra. A técnica estatística de análise de regressão foi utilizada para testar o relacionamento entre as variáveis.

Os resultados indicaram que a concentração acionária não modera a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos e acredita-se que tal resultado tenha ocorrido devido à ausência de relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos nas companhias brasileiras. Entende-se que este resultado tem potencial para prover implicações teóricas, visto que lançam luz sobre duas possíveis realidades nas companhias brasileiras, quais sejam: i) as decisões sobre o gerenciamento de resultados e sobre os dividendos possuem determinantes diferentes e não relacionados e; ii) há uma baixa necessidade dos gestores de justificar as decisões sobre os dividendos, inclusive devido à uma baixa capacidade de pressão dos minoritários em relação a isto. É possível que estes aspectos sejam reflexos do ambiente institucional brasileiro, caracterizado por uma fraca proteção legal aos acionistas minoritários, baixo nível de *enforcement*, dotado de uma cultura empresarial patrimonialista e de um baixo nível de monitoramento dos agentes reguladores e de mercado (FERNANDES, 1976; GONÇALVES, 2000; GORGA, 2004; SILVEIRA, 2015). Neste sentido, os resultados sugerem que é preciso levar em conta tais aspectos no desenvolvimento

de hipóteses sobre os dividendos e, também, sobre a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos em companhias brasileiras, visto que tal relação pode ser mais forte ou mais fraca, dependendo do ambiente institucional investigado.

Adicionalmente, encontrou-se uma relação entre a concentração acionária e os dividendos, mais precisamente, observou-se que o aumento na diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias está relacionado com uma redução no pagamento de dividendos. Considerou-se que este achado é condizente com a premissa de que os acionistas majoritários possuem incentivos para expropriar os acionistas minoritários por meio da redução do pagamento de dividendos, de modo a manter mais dinheiro disponível no caixa da companhia para uso de interesse privado dos majoritários, aspecto que está de acordo com a literatura sobre o tema (JOHNSON et al., 2000; LA PORTA et al., 2000a; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001). Portanto, este achado também tem potencial para prover importantes implicações teóricas, uma vez que entende-se que a redução no *free float* das ações ordinárias reduz ainda mais a participação dos minoritários nas decisões corporativas e, conseqüentemente, aumenta a concentração acionária, condição que pode facilitar a expropriação dos minoritários nestas companhias.

A pesquisa também é capaz de prover contribuições metodológicas à medida que propõe que a concentração acionária modera a relação entre o gerenciamento de resultados e os dividendos. A maioria das pesquisas aborda os mecanismos e as características da estrutura de governança das companhias como determinantes para as escolhas e políticas corporativas. Evidentemente, tal abordagem é coerente, no entanto, entende-se que tais mecanismos e características da estrutura de governança também tendem a influenciar a relação entre diversas escolhas e políticas corporativas, tal como abordado por esta tese, que investigou a relação entre as escolhas relativas ao gerenciamento de resultados e aos dividendos. Portanto, espera-se que este estudo encoraje os pesquisadores a empreender desenhos metodológicos semelhantes, com o objetivo de aumentar a compreensão da comunidade científica sobre as escolhas e práticas corporativas e sobre os efeitos da governança nessas relações.

Ademais, entende-se que os resultados da pesquisa também são capazes de prover implicações práticas à medida que contribuem para um melhor entendimento da temática abordada e, conseqüentemente, podem contribuir para a tomada de decisão de diversos agentes do mercado, como investidores e acionistas em geral, gestores de companhias brasileiras, conselheiros de administração, em especial, os independentes, analistas de

mercado, auditores, consultores, órgãos reguladores, dentre outros. Em relação aos órgãos reguladores, sugere-se que os achados da pesquisa podem trazer uma contribuição especial para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e para a [B³] acerca dos efeitos de uma considerável diferença entre o *free float* das ações preferenciais e o *free float* das ações ordinárias. A CVM poderia analisar tal aspecto relacionando-o com a possibilidade de expropriação dos minoritários por meio de diversas situações e decisões corporativas e, eventualmente, restringir tal diferença a um determinado nível. De forma semelhante, a [B³] poderia analisar se não seria interessante restringir esta diferença também a um determinado nível para companhias dos segmentos especiais de listagem Nível 1 e Nível 2. Atualmente, a exigência mínima de 25% de *free float* nestes segmentos é referente a todos os tipos de ações e, como ilustrado na subseção de discussão dos resultados, tal exigência pode ser inócua.

Considerando que a pesquisa apresenta uma característica exploratória, sugere-se que novas pesquisas sejam realizadas com outros delineamentos metodológicos com o objetivo de fornecer evidências adicionais acerca, primeiramente, da relação (ou não) entre o gerenciamento de resultados e os dividendos e, em segunda instância, da capacidade da concentração acionária de moderar tal relação. Sugere-se fortemente que novas métricas sejam utilizadas, assim como outros procedimentos econométricos. Acredita-se que as evidências desta pesquisa possuem características preliminares no contexto brasileiro e, portanto, novas investigações seriam úteis para um melhor entendimento da temática abordada. Ademais, sugere-se também que outros aspectos da estrutura de governança, como as características do conselho de administração e da diretoria executiva, sejam utilizados como variáveis moderadoras.

Considerando os resultados encontrados a respeito da diferença entre o *free float* das ações preferenciais e ordinárias, achado que suscitou, inclusive, uma recomendação para que a CVM e para que a [B³] façam uma avaliação acerca da possibilidade e dos potenciais benefícios de alguma restrição desta diferença, sugere-se também que novos estudos busquem inferir os efeitos desta diferença em demais políticas e escolhas corporativas que possam ter relação com a expropriação dos acionistas minoritários (*tunneling*), seja a expropriação dos fluxos de caixa, dos ativos e/ou patrimonial, conforme classificam Bhaumik e Gregoriou (2010) e Atanasov, Black e Ciccotello (2014). Outra sugestão neste sentido refere-se à uma investigação nos estatutos sociais das companhias de capital aberto para verificar se o

aumento na referida diferença entre os *free floats* estaria relacionado com um percentual mais baixo do lucro a ser distribuído aos acionistas na forma de dividendo mínimo obrigatório.

REFERÊNCIAS

ACHLEITNER, A. K.; GÜNTHERA, N.; KASERERA, C.; SICILIANO, G. Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. **European Accounting Review**, Londres, v. 23, n. 3, p. 431-461, 2014.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ATANASOV, V.; BLACK, B.; CICCOTELLO, C. S. Unbundling and measuring tunneling. **University of Illinois Law Review**, Champaign, v. 2014, n. 5, p. 1697-1738, 2014.

ATMAJA, L. S. The impact of family control on dividend policy: evidence from Indonesia. **International Research Journal of Business Studies**, [S. l.], v. 9, n. 3, p. 147-156, 2017.

AZEVEDO, Y. G. P.; TORTOLI, J. P.; STANZANI, L. M. L.; GAIO, L. E. Dividend payment and earnings management practices in Brazilian public firms. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 13., 2013, São Paulo. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <http://anpcont.org.br/pdf/2019_CUE353.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2020.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. Nova Iorque: Macmillan, 1932.

BESIM, S.; ADAOGLU, C. Dividend payouts: majority control and rent extraction. **Journal of Business Economics and Management**, Londres, v. 19, n. 4, p. 648-672, 2018.

BHAUMIK, S.; GREGORIOU, A. 'Family' ownership, tunnelling and earnings management: a review of the literature. **Journal of Economic Surveys**, [S. l.], v. 24, n. 4, p. 705-730, 2010.

BRANCO, L.; BALASSIANO, M. Principal versus principal conflicts in the Brazilian context. **Investment Management and Financial Innovations**, Sumy, v. 10, n. 4, p. 80-87, 2013.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1970-1979/lei-6404-15-dezembro-1976-368447-norma-actualizada-pl.pdf>>. Acesso em: 11 nov. 2019.

BROWN, P.; BEEKES, W.; VERHOEVEN, P. Corporate governance, accounting and finance: a review. **Accounting & finance**, [S. l.], v. 51, n. 1, p. 96-172, 2011.

BRUGNI, T. V.; BORTOLON, P. M.; ALMEIDA, J. E. F.; PARIS, P. K. S. Corporate governance: a panoramic view of Brazilian boards of directors. **International Journal of Disclosure and Governance**, [S. l.], v. 10, n. 4, p. 406–421, 2013.

BRUGNI, T. V.; FÁVERO, L. P. L.; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Conselhos de administração brasileiros: uma análise à luz dos formulários de referência. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v.11, n.1, p. 146 - 165, 2018.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, Nova York, v. 32, n. 1-3, p. 237-333, 2001.

CARVALHOSA, M. A **Nova Lei das Sociedades Anônimas**. 2. ed. São Paulo: Paz e Terra, 1977.

CHEN, A.; KAO, L.; TSAO, M.; WU, C. Building a corporate governance index from the perspectives of ownership and leadership for firms in Taiwan. **Corporate Governance: An International Review**, Kaohsiung, v. 15, n. 2, p. 251-261, 2007.

CHEN, C.; HUANG, S.; FAN, H. Complementary association between real activities and accruals-based manipulation in earnings reporting. **Journal of Economic Policy Reform**, Londres, v. 15, n. 2, p. 93-108, 2012.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, Filadélfia, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 58, n. 1, p. 81-112, 2000.

CRISÓSTOMO, V. L; BRANDÃO, J. W. Ownership concentration affects dividend policy of the Brazilian firm. **Revista de Finanças Aplicadas**, São Paulo, v. 7, n.3, p. 1-22, 2016.

DANIEL, N. D; DENIS, D. J.; NAVEEN, L. Do firms manage earnings to meet dividend thresholds, **Journal of Accounting and Economics**, Nova York, v. 45, n. 1, p. 2-26, 2008.

DAVIS, J.; SCHOORMAN, R.; DONALDSON, L. Towards a stewardship theory of management. **The Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 22, n. 1, p. 20-47, 1997.

DEANGELO, L. Discussion of evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 26, n. 1, p. 32-40, 1988.

DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; KIM, J. H.; SLOAN, R. G. Detecting earnings management: a new approach. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 50, n. 2, p. 275-334. 2012.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 13, n. 1, p. 1-36, 1996.

- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 70, n. 2, p. 193-225. 1995.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 93, n. 6, p. 1155–1177, 1985.
- DEUTSCH, Y.; KEIL, T.; LAAMANEN, T. A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 32, n. 1, p. 212–227, 2010.
- DONALDSON, L.; DAVIS, J. H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. **Australian Journal of Management**, [S. l.], v. 16, n. 1, p. 49-65, 1991.
- EWERT, R.; WAGENHOFER, A. Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 80, n. 4, p. 1101-1124, 2005.
- FACCIO, M.; LANG, L. H. P.; YOUNG, L. Dividends and expropriation. **The American Economic Review**, Pitsburgo, v. 91, n. 1, p. 54-78, 2001.
- FAMA, E. F.; BABIAK, H. Dividend policy: an empirical analysis. **Journal of the American Statistical Association**, [S. l.], v. 63, n. 324, p. 1132-1161, 1968.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, [S. l.], v. 26, n. 2, p. 301-325. 1983.
- FERNANDES, F. **A revolução burguesa no brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1976.
- FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**. Nova York, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, 2001.
- FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.
- FREEMAN, R. E. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.
- FREEMAN, R. E.; REED, D. L. Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance. **California Management Review**, Berkeley, v. 25, n. 3, p. 88-106, 1983.
- FRIEDMAN, M. **Capitalismo e liberdade**. Rio de Janeiro: LTC, 2014.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- GILL, A.; BIGER, N.; TIBREWALA, R. Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States. **The Open Business Journal**, [S. l.], v. 3, n. 1, p. 8-14, 2010.
- GONÇALVES, J. S. R. C. As empresas familiares no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 7, n. 1, p. 7-12, 2000.

GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, [S. l.], v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

GORGA, É. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, 2004.

GRAHAM, J. R.; LEARY M. T. A review of empirical capital structure research and directions for the future. **Annual Review of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, n. 1, p. 309-345, 2011.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. Porto Alegre: Bookman, 2011.

HAIR JR., J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HALL, P. A.; SOSKICE, D. **Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2001.

HE, W.; NG, L. K.; ZAIATS, N. S.; ZHANG, B. Dividend policy and earnings management across countries. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 42, n. 1, p. 267-286, 2017.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, Nova York, v. 7, n. 1, p. 85-107, 1985.

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

IM, C. C.; KIM, J. H.; CHOI, M. K. Dividend policy and earnings management: based on discretionary accruals and real earnings management. **International Journal of u- and e-Service, Science and Technology**, [S. l.], v. 9, n. 2, p. 137-150, 2016.

ISAKOV, D. A.; WEISSKOPF, J. Pay-out policies in founding family firms. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 33, n. 1, p. 330-344, 2015.

IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C.; FARIA, A. C. **Introdução a teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

JANGGU, T.; DARUS, F.; MOHAMED ZAIN, M.; SAWANI, Y. Does good corporate governance lead to better sustainability reporting? An analysis using structural equation modeling. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, [S. l.], v. 145, n. 1, p. 138-145, 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, [S. l.], v. 7, no. 2, p. 4-19, 1994.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. **American Economic Review Papers & Proceedings**, Pittsburgh, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000.

- JOSHI, R. S. Evaluating the effect of earnings management on dividend policy of selected Indian companies. **Research Review International Journal of Multidisciplinary**, [S. l.], v. 4, n. 1, p. 482-485, 2019.
- KALM, M.; GÓMEZ-MEJÍA, L. R. Socioemotional wealth preservation in family firms. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 51, n. 1, p. 409-411, 2016.
- KANG, D. C. **Crony capitalism**: corruption and development in South Korea and the Philippines. Cambridge: Cambridge University Press: 2002.
- KANG, S.; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.
- KONRAHT, J. M.; CARMARGO, R. V. W.; VICENTE, E. F. R. Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, v. 35, n. 2, p. 105-121, 2016.
- KOTHARI, S. P.; LEONE, A.; WASLEY, C. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, Nova York, v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, Filadélfia, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, Filadélfia, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000a.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000b.
- LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Maringá, v. 6, n. 1, p. 07-18, 2002.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.
- LOPES, A. B.; WALKER, M. Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance arrangements: new evidence from Brazil. **The British Accounting Review**, [S. l.], v. 44, n. 2, p. 53-67, 2012.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- MARTINEZ, A. L. Earnings management in Brazil: a survey of the literature. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 10, n. 4, p. 1-29, 2013.

- MARTINS, T. C.; NOVAES, W. Mandatory dividend rules: do they make it harder for firms to invest? **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 18, n. 4, p. 953–967, 2012.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, [S. l.], v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MOH'D, M. A.; PERRY, L. G.; RIMBEY, J. N. An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy. *The Financial Review*, [S. l.], v. 30, n. 2, p. 367-385, 1995.
- MOIN, A.; GUNEY, Y.; EL KALAK, I. The effects of ownership structure, sub-optimal cash holdings and investment inefficiency on dividend policy: evidence from Indonesia. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [S. l.], p. 1-44, 2019.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 20, n. 1-2, p. 293-315, 1988.
- MORCK, R.; YEUNG, B. Agency problems and the fate of capitalism. In: MUELLER, D. C. (org.). **The Oxford handbook of capitalism**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2012. p. 328-370.
- PALHARES, C. M. G.; CARMO, C. H. S.; FERREIRA, M. P.; RIBEIRO, A. M. Efeitos da concentração de propriedade e da estrutura do conselho de administração nos covenants de debêntures emitidas pelas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 13, n. 1, p. 1-16, 2019.
- PETERSEN, M. A. Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. **Review of Financial Studies**, [S. l.], v. 22, n. 1, p. 435-480, 2009.
- PINDADO, J. REQUEJO, I. TORRE, C. Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the Euro zone. **Corporate Governance: An International Review**, [S. l.], v. 20, n. 4, p. 413-431, 2012.
- REYNA, J. M. S. M. Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. **Contaduría y Administración**, Cidade do México, v. 62, n. 4, p. 1199-1213, 2017.
- RODRIGUES, A. L.; MALO, M. C. Estruturas de governança e empreendedorismo coletivo: o caso dos doutores da alegria. **Revista de Administração Contemporânea**, Maringá, v. 10, n. 3, p. 29-50, 2006.
- RONEN, J.; YAARI, V. **Earnings management: emerging insights in theory, practice, and research**. Nova Iorque: Springer, 2008.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, Nova York, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.
- SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SETIA-ATMAJA, L.; TANEWSKI, G. A.; SKULLY, M. The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, [S. l.], v. 36, n. 7, p. 863–898, 2009.

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

SHAH, S. Z. A; YUAN, H.; ZAFAR, N. Earnings management and dividend policy an empirical comparison between Pakistani listed companies and Chinese listed companies. **International Research Journal of Finance and Economics**, Victoria, v. 35, n. 1, p. 51-60, 2010.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. **Corporate Ownership and Control**, [S. l.], v. 4, n. 1, p. 300-308, 2006.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

SLOAN, R. G. Financial accounting and corporate governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**, Nova York, v. 32, n.1, p. 335-347, 2001.

Smith, A. **An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Lausana: Metalibri, 2007.

SOUSA, R. A. M.; MARTINS, O. S.; GIRÃO, L. F. A. P.; NAKAMURA, W. T. Dividends persistence and earnings management in Latin American capital markets. In: USP International Conference in Accounting, 18., 2018, São Paulo. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <<https://congressosp.fipecafi.org/anais/Anais2018/ArtigosDownload/854.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2019.

THOMPSON, S. B. Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 99, n. 1, p. 1–10, 2011.

TRIPODI, T.; PHILLIP, F.; MEYER, H. **Análise da pesquisa social**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1975.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; PONTE, V. M. R. Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 12, n. 1, p. 25-44, 2016.

VIDIGAL, A. As origens da empresa familiar no Brasil. In: MARTINS, I. G.; MENEZES, P. L.; BERNHOEFT, R. (Orgs.). **Empresas familiares brasileiras: perfil e perspectivas**. São Paulo: Negócio, 1999.

VON NEUMANN, J.; MORGENSTERN, O. **Theory of games and economic behavior**. 3. ed. Princeton: Princeton University Press, 1953.

WATTS, R. The information content of dividends. **The Journal of Business**, [S. l.], v. 46, n. 2, p. 191-211, 1973.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prantice-Hall, 1986.

XU'NAN, F. Dividends and tunneling: evidence from family firms in China. **China Finance Review International**, [S. l.], v. 1, n. 2, p. 152-167, 2011.

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012.

APÊNDICES

APÊNDICE A - Resultados adicionais: métrica CTRL_ON moderando a relação entre os dividendos e os *accruals* discricionários positivos

VARIÁVEIS	(1) DIV_AT	(2) DIV_AT	(3) DIV_AT	(4) DIV_EBIT	(5) DIV_EBIT	(6) DIV_EBIT	(7) DIV_LL	(8) DIV_LL	(9) DIV_LL
AD_JMROA	0.0150 (0.0400)			0.602 (0.420)			0.389 (0.784)		
CTRL_ON	3.57e-05 (7.67e-05)	-2.28e-05 (8.21e-05)	-5.62e-06 (8.80e-05)	0.00105* (0.000619)	0.000641 (0.000605)	0.000241 (0.000557)	0.00148 (0.00118)	0.000965 (0.000945)	0.00101 (0.000713)
AD_JMROAxCTRL_ON	-0.000168 (0.000792)			-0.00682 (0.00787)			-0.00341 (0.0133)		
AD_JMACCR		-0.0166 (0.0265)			0.330 (0.419)			-0.243 (0.786)	
AD_JMACCRxCTRL_ON		0.000271 (0.000694)			-0.00320 (0.00664)			0.00282 (0.0101)	
AD_KS			0.00125 (0.0366)			0.214 (0.414)			0.00496 (0.654)
AD_KSxCTRL_ON			0.000324 (0.000647)			0.00125 (0.00574)			0.00480 (0.00810)
TAM	0.000158 (0.000736)	-0.00121 (0.00141)	-0.00130 (0.00146)	0.00134 (0.00787)	-0.000457 (0.00885)	0.00274 (0.0102)	0.0342** (0.0163)	0.0276 (0.0205)	0.0342 (0.0211)
MTB	0.00318** (0.00150)	0.00455** (0.00178)	0.00591*** (0.00212)	0.00297 (0.00856)	0.00230 (0.00753)	0.00443 (0.00961)	0.00650 (0.00924)	0.00357 (0.00622)	0.00986 (0.00770)
ALAV	-0.00126* (0.000701)	-0.00196** (0.000939)	-0.00245** (0.000949)	-0.00298 (0.00312)	-0.00495 (0.00359)	-0.00610* (0.00333)	-0.00172 (0.00508)	-0.00374 (0.00523)	-0.00539 (0.00390)
DISP_AT	0.0281*** (0.00922)	0.0229* (0.0132)	0.0260* (0.0153)	0.565*** (0.0459)	0.511*** (0.0953)	0.553*** (0.0953)	0.592** (0.232)	0.574** (0.258)	0.671** (0.298)
RES_AT	0.0587** (0.0233)	0.0357 (0.0321)	0.0313 (0.0325)	0.516*** (0.188)	0.318* (0.167)	0.347** (0.155)	0.416 (0.279)	-0.0256 (0.259)	0.0155 (0.211)
ROA_t1	0.0898*** (0.0237)	0.182*** (0.0371)	0.168*** (0.0344)	0.790*** (0.226)	1.337*** (0.238)	1.219*** (0.213)	1.202*** (0.301)	2.049*** (0.405)	1.883*** (0.398)
Constante	0.00249 (0.0163)	0.0328 (0.0308)	0.0330 (0.0302)	0.0654 (0.170)	0.139 (0.196)	0.0578 (0.227)	-0.484 (0.309)	-0.274 (0.418)	-0.485 (0.461)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	530	577	575	530	577	575
R-Quadrado	0.352	0.428	0.470	0.328	0.337	0.337	0.217	0.214	0.229

Erros-padrão clusterizados por ano e por setor nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: dados da pesquisa.

APÊNDICE B - Resultados adicionais: métrica CTRL_ON moderando a relação entre os dividendos e os *accruals* discricionários negativos

VARIÁVEIS	(1) DIV_AT	(2) DIV_AT	(3) DIV_AT	(4) DIV_EBIT	(5) DIV_EBIT	(6) DIV_EBIT	(7) DIV_LL	(8) DIV_LL	(9) DIV_LL
AD_JMROA	-0.0471 (0.0473)			-0.121 (0.433)			0.180 (0.991)		
CTRL_ON	-3.72e-05 (0.000102)	1.43e-05 (6.42e-05)	-4.76e-06 (4.71e-05)	-0.000129 (0.000825)	0.000372 (0.000670)	0.000603 (0.000685)	0.000801 (0.00155)	0.00143 (0.00100)	0.00110 (0.000949)
AD_JMROAxCTRL_ON	0.000223 (0.000859)			0.00282 (0.00726)			0.00449 (0.0150)		
AD_JMACCR		-0.0654 (0.0428)			-0.454 (0.304)			-0.494 (0.684)	
AD_JMACCRxCTRL_ON		0.000376 (0.000612)			0.00537 (0.00472)			0.00731 (0.00721)	
AD_KS			-0.0736* (0.0397)			-0.477			-0.226 (0.467)
AD_KSxCTRL_ON			0.000362 (0.000466)			0.00645** (0.00278)			0.00329 (0.00573)
TAM	-0.00438** (0.00167)	-0.00268* (0.00157)	-0.00211 (0.00150)	-0.00407 (0.0114)	0.00105 (0.0105)	-0.000956 (0.0128)	0.00701 (0.0226)	0.0187 (0.0177)	0.0193 (0.0218)
MTB	0.00919*** (0.00153)	0.00870*** (0.00188)	0.00654*** (0.00158)	0.0184** (0.00912)	0.0191* (0.00965)	0.0147* (0.00809)	0.0443*** (0.0117)	0.0484*** (0.0143)	0.0350*** (0.0112)
ALAV	-0.00239*** (0.000633)	-0.00235*** (0.000566)	-0.00201*** (0.000732)	-0.00953*** (0.00312)	-0.00818*** (0.00271)	-0.00754** (0.00320)	-0.0133*** (0.00323)	-0.0133*** (0.00306)	-0.0118** (0.00466)
DISP_AT	0.0147 (0.0191)	0.0209 (0.0166)	0.0283** (0.0132)	0.326** (0.161)	0.268** (0.134)	0.321** (0.145)	0.504 (0.403)	0.413 (0.444)	0.411 (0.409)
RES_AT	0.0713** (0.0323)	0.0695** (0.0272)	0.0765*** (0.0221)	0.681*** (0.181)	0.822*** (0.175)	0.750*** (0.157)	0.286 (0.182)	0.543*** (0.164)	0.526** (0.206)
ROA_t1	0.0580*** (0.0219)	0.0478*** (0.0159)	0.0554*** (0.0207)	0.415*** (0.123)	0.340*** (0.0862)	0.393*** (0.128)	0.617*** (0.192)	0.477*** (0.175)	0.573*** (0.187)
Constante	0.0909** (0.0350)	0.0539* (0.0315)	0.0396 (0.0287)	0.184 (0.268)	0.0350 (0.224)	0.0683 (0.270)	0.0905 (0.473)	-0.239 (0.358)	-0.217 (0.359)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	553	506	508	553	506	508	553	506	508
R-Quadrado	0.485	0.470	0.397	0.307	0.322	0.305	0.225	0.251	0.222

Erros-padrão clusterizados por ano e por setor nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: dados da pesquisa.

APÊNDICE C - Resultados adicionais: métrica ON_PN_CTRL moderando a relação entre os dividendos e os *accruals* discricionários positivos

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL
AD_JMROA	0.00805 (0.00868)			0.241* (0.131)			-0.0978 (0.205)		
ON_PN_CTRL	-3.39e-05 (2.47e-05)	6.71e-05 (6.66e-05)	-4.97e-05 (5.63e-05)	9.88e-05 (0.000406)	0.000597 (0.000397)	4.47e-07 (0.000559)	-0.00117 (0.000793)	-0.000215 (0.00126)	-0.00119* (0.000679)
AD_JMROAxON_PN_CTRL	-0.000522* (0.000301)			0.00190 (0.00573)			0.0408 (0.0289)		
AD_JMACCR		0.0139*** (0.00272)			0.230*** (0.0798)			-0.269 (0.269)	
AD_JMACCRxON_PN_CTRL		-0.00218** (0.000887)			-0.00699 (0.00809)			0.0244 (0.0281)	
AD_KS			0.0141 (0.0134)			0.253 (0.201)			-0.0393 (0.359)
AD_KSxON_PN_CTRL			0.000268 (0.00115)			0.00371			0.0396*** (0.0141)
TAM	0.000129 (0.000753)	-0.00139 (0.00146)	-0.00126 (0.00159)	0.000680 (0.00731)	-0.00197 (0.00802)	0.00236 (0.00947)	0.0354** (0.0176)	0.0269 (0.0216)	0.0356 (0.0234)
MTB	0.00312** (0.00149)	0.00451** (0.00180)	0.00588*** (0.00218)	0.00415 (0.00934)	0.00320 (0.00843)	0.00502 (0.0105)	0.00881 (0.00928)	0.00575 (0.00569)	0.0115 (0.00956)
ALAV	-0.00125* (0.000696)	-0.00195** (0.000935)	-0.00245** (0.000952)	-0.00328 (0.00355)	-0.00503 (0.00399)	-0.00620* (0.00360)	-0.00222 (0.00513)	-0.00420 (0.00508)	-0.00555 (0.00439)
DISP_AT	0.0275*** (0.00944)	0.0223* (0.0125)	0.0258* (0.0149)	0.571*** (0.0519)	0.519*** (0.0957)	0.557*** (0.0974)	0.602** (0.248)	0.595** (0.264)	0.684** (0.306)
RES_AT	0.0601*** (0.0226)	0.0364 (0.0312)	0.0320 (0.0307)	0.524*** (0.172)	0.326** (0.154)	0.348** (0.144)	0.418 (0.253)	-0.0162 (0.239)	0.00262 (0.176)
ROA_t1	0.0884*** (0.0226)	0.184*** (0.0360)	0.167*** (0.0331)	0.784*** (0.209)	1.332*** (0.224)	1.216*** (0.207)	1.182*** (0.299)	2.014*** (0.417)	1.893*** (0.371)
Constante	0.00526 (0.0188)	0.0346 (0.0333)	0.0326 (0.0341)	0.128 (0.157)	0.194 (0.177)	0.0762 (0.193)	-0.425 (0.358)	-0.212 (0.436)	-0.461 (0.488)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	530	577	575	530	577	575	530	577	575
R-Quadrado	0.354	0.432	0.470	0.320	0.336	0.336	0.220	0.214	0.233

Erros-padrão clusterizados por ano e por setor nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: dados da pesquisa.

APÊNDICE D - Resultados adicionais: métrica ON_PN_CTRL moderando a relação entre os dividendos e os *accruals* discricionários negativos

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL
AD_JMROA	-0.0533*** (0.0149)			-0.0284 (0.219)			0.314 (0.428)		
ON_PN_CTRL	9.11e-05 (8.21e-05)	2.73e-05 (5.61e-05)	6.42e-05 (5.92e-05)	0.000300 (0.000708)	-0.000168 (0.000722)	0.000195 (0.000579)	0.000625 (0.00101)	-0.000407 (0.000705)	0.000537 (0.00103)
AD_JMROAxON_PN_CTRL	0.00145** (0.000575)			0.00540 (0.00355)			0.00722 (0.0112)		
AD_JMACCR		-0.0595** (0.0251)			-0.194 (0.242)			-0.136 (0.495)	
AD_JMACCRxON_PN_CTRL		0.000817 (0.000505)			0.00187 (0.00215)			0.000537 (0.00702)	
AD_KS			-0.0690** (0.0271)			-0.173 (0.205)			-0.135 (0.412)
AD_KSxON_PN_CTRL			0.00108** (0.000526)			0.00390*** (0.00146)			0.00631 (0.0101)
TAM	-0.00441*** (0.00154)	-0.00269* (0.00153)	-0.00211 (0.00138)	-0.00397 (0.0106)	0.00131 (0.0103)	-0.00126 (0.0124)	0.00568 (0.0222)	0.0177 (0.0185)	0.0173 (0.0228)
MTB	0.00929*** (0.00155)	0.00869*** (0.00192)	0.00662*** (0.00160)	0.0188* (0.00949)	0.0187* (0.0101)	0.0145* (0.00858)	0.0446*** (0.0110)	0.0472*** (0.0139)	0.0348*** (0.0106)
ALAV	-0.00242*** (0.000634)	-0.00236*** (0.000568)	-0.00203*** (0.000728)	-0.00964*** (0.00315)	-0.00818*** (0.00274)	-0.00762** (0.00319)	-0.0134*** (0.00346)	-0.0133*** (0.00323)	-0.0120** (0.00458)
DISP_AT	0.0145 (0.0170)	0.0209 (0.0156)	0.0297*** (0.0102)	0.322** (0.152)	0.260** (0.127)	0.327** (0.146)	0.520 (0.415)	0.408 (0.456)	0.439 (0.429)
RES_AT	0.0694** (0.0306)	0.0688** (0.0267)	0.0745*** (0.0221)	0.673*** (0.184)	0.825*** (0.182)	0.748*** (0.162)	0.295 (0.184)	0.578*** (0.168)	0.541** (0.206)
ROA_t1	0.0571** (0.0218)	0.0473*** (0.0158)	0.0552** (0.0210)	0.411*** (0.128)	0.336*** (0.0877)	0.392*** (0.130)	0.600*** (0.199)	0.469** (0.177)	0.566*** (0.192)
Constante	0.0888*** (0.0303)	0.0547* (0.0289)	0.0385 (0.0262)	0.175 (0.215)	0.0547 (0.206)	0.101 (0.245)	0.147 (0.409)	-0.142 (0.342)	-0.139 (0.365)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	553	506	508	553	506	508	553	506	508
R-Quadrado	0.487	0.472	0.400	0.307	0.322	0.304	0.225	0.247	0.220

Erros-padrão clusterizados por ano e por setor nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: dados da pesquisa.

APÊNDICE E - Resultados adicionais: modelos considerando todas as observações companhia/ano (erros clusterizados por ano e por setor)

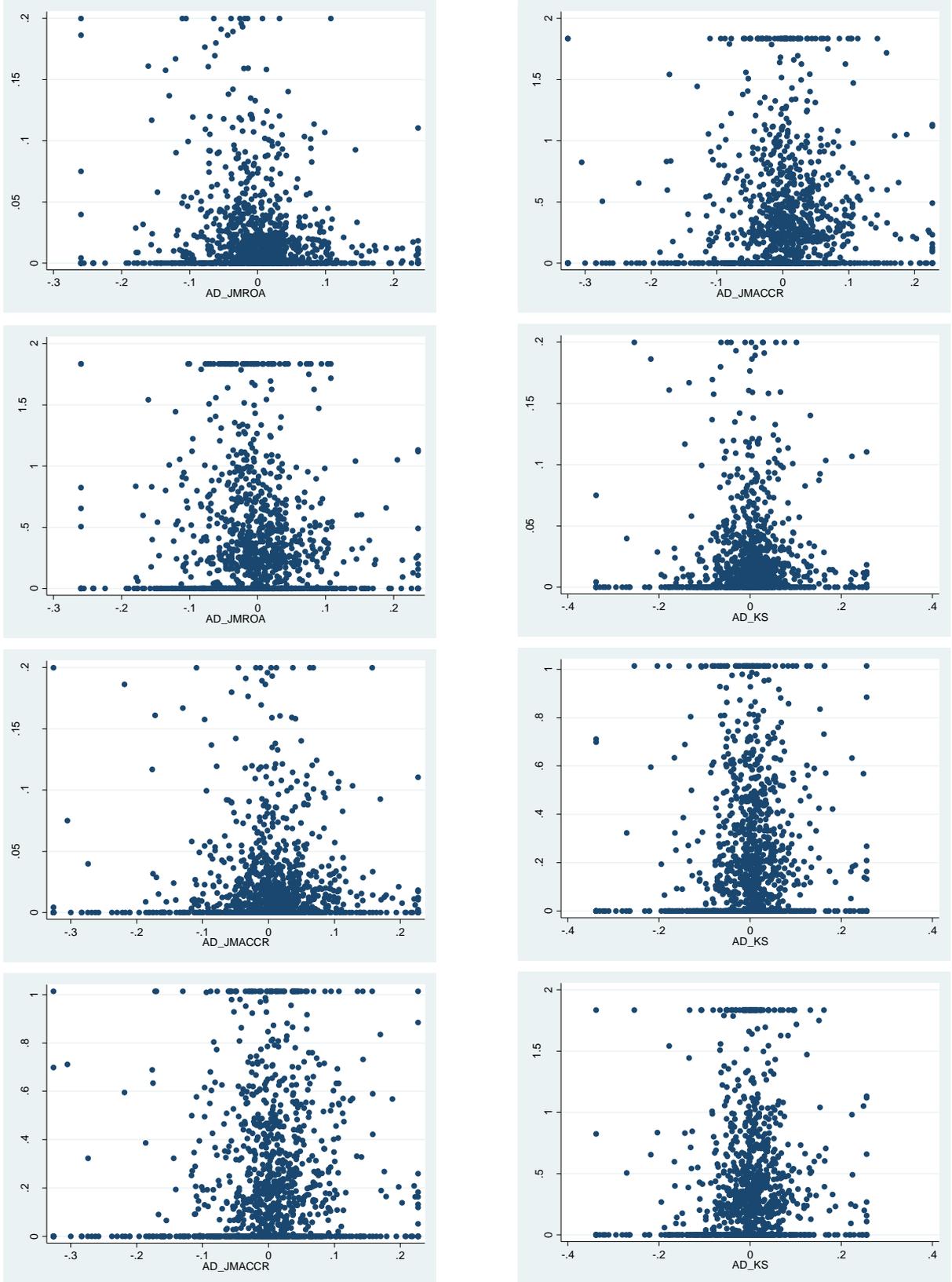
VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	DIV_AT	DIV_AT	DIV_AT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_EBIT	DIV_LL	DIV_LL	DIV_LL
AD_JMROA	-0.0153 (0.0111)			0.197			0.302		
D_AD_JMROA	0.00652*** (0.00232)			0.0581*** (0.0150)			0.111*** (0.0401)		
AD_JMACCR		-0.0331			0.0287 (0.0635)			-0.113 (0.116)	
D_AD_JMACCR		0.000816 (0.00194)			0.0103 (0.0201)			0.00358 (0.0420)	
AD_KS			-0.0323** (0.0161)			0.00687 (0.143)			-0.0387 (0.144)
D_AD_KS			-0.000269 (0.00223)			0.0165 (0.0157)			0.0212 (0.0375)
CTRL_ON	-1.03e-06 (4.10e-05)	1.26e-06 (4.38e-05)	3.24e-06 (4.32e-05)	0.000190 (0.000340)	0.000209 (0.000354)	0.000206 (0.000355)	0.000852* (0.000505)	0.000886 (0.000549)	0.000888 (0.000548)
ON_PN_CTRL	-3.07e-05 (3.27e-05)	-3.22e-05 (3.46e-05)	-3.02e-05 (3.33e-05)	-0.000154 (0.000350)	-0.000172 (0.000342)	-0.000167 (0.000341)	-0.000162 (0.000869)	-0.000206 (0.000858)	-0.000185 (0.000832)
PN_ON_FF	-0.000466*** (4.35e-05)	-0.000467*** (5.99e-05)	-0.000462*** (6.26e-05)	-0.00431*** (0.000634)	-0.00433*** (0.000727)	-0.00439*** (0.000723)	-0.00770*** (0.000863)	-0.00774*** (0.000844)	-0.00780*** (0.000846)
TAM	-0.00204** (0.000803)	-0.00196** (0.000800)	-0.00183** (0.000791)	-0.000571 (0.00776)	0.000291 (0.00773)	0.000850 (0.00779)	0.0228* (0.0129)	0.0247* (0.0127)	0.0254* (0.0130)
MTB	0.00642*** (0.00180)	0.00646*** (0.00184)	0.00649*** (0.00182)	0.0117 (0.00927)	0.0119 (0.00942)	0.0119 (0.00941)	0.0265*** (0.00897)	0.0266*** (0.00904)	0.0269*** (0.00925)
ALAV	-0.00232*** (0.000729)	-0.00232*** (0.000730)	-0.00234*** (0.000727)	-0.00814*** (0.00263)	-0.00818*** (0.00260)	-0.00820*** (0.00264)	-0.0112*** (0.00291)	-0.0111*** (0.00279)	-0.0113*** (0.00313)
DISP_AT	0.0256* (0.0129)	0.0257* (0.0137)	0.0260* (0.0136)	0.452*** (0.106)	0.451*** (0.107)	0.450*** (0.107)	0.561* (0.304)	0.554* (0.309)	0.559* (0.306)
RES_AT	0.0643** (0.0244)	0.0657** (0.0255)	0.0639** (0.0256)	0.623*** (0.129)	0.629*** (0.134)	0.630*** (0.132)	0.413*** (0.148)	0.422*** (0.155)	0.423*** (0.148)
ROA_t1	0.0695*** (0.0206)	0.0748*** (0.0210)	0.0739*** (0.0214)	0.517*** (0.118)	0.516*** (0.113)	0.521*** (0.111)	0.783*** (0.180)	0.802*** (0.191)	0.792*** (0.178)
SEG_GOV	-0.00344 (0.00392)	-0.00326 (0.00395)	-0.00328 (0.00401)	-0.0553* (0.0322)	-0.0534 (0.0322)	-0.0535* (0.0318)	-0.0994*** (0.0314)	-0.0959*** (0.0302)	-0.0959*** (0.0298)
Constante	0.0476*** (0.0163)	0.0484*** (0.0163)	0.0469*** (0.0168)	0.145 (0.166)	0.151 (0.168)	0.138 (0.169)	-0.211 (0.231)	-0.198 (0.234)	-0.219 (0.236)
Controle por ano e setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083	1,083
R-Quadrado	0.421	0.415	0.414	0.305	0.300	0.301	0.219	0.212	0.212

Erros-padrão clusterizados por ano e por setor nos parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: dados da pesquisa.

APÊNDICE F - Resultados adicionais: gráficos de dispersão entre as métricas de dividendos e as de gerenciamento de resultados



APÊNDICE G - Resultados adicionais: gráficos de dispersão entre as métricas de dividendos e as demais métricas de concentração acionária (CTRL_ON e ON_PN_CTRL)

