



Persistência dos dividendos e gerenciamento de resultados em mercados emergentes*

Orleans Silva Martins¹

 <https://orcid.org/0000-0002-4966-0347>
E-mail: orleansmartins@ccsa.ufpb.br

Raíssa Aglé Moura de Sousa²

 <https://orcid.org/0000-0001-9302-5087>
E-mail: raissa.agle@ufba.br

Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão³

 <https://orcid.org/0000-0002-3639-7340>
E-mail: felipe.pontes@tc.com.br

¹ Universidade Federal da Paraíba, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Finanças e Contabilidade, João Pessoa, PB, Brasil

² Universidade Federal da Bahia, Faculdade de Ciências Contábeis, Salvador, BA, Brasil

³ TC TradersClub S.A., Diretoria Educacional e de Pesquisa & Desenvolvimento, São Paulo, SP, Brasil

Recebido em 28.08.2020 – Desk aceite em 21.09.2020 – 4ª versão aprovada em 27.05.2021 – Ahead of print em 25.10.2021

Editor-Chefe: Fábio Frezatti

Editora Associada: Fernanda Finotti Cordeiro

RESUMO

Investigamos a relação entre persistência dos dividendos e gerenciamento de resultados, considerando os níveis de desempenho econômico e de risco em países emergentes. Os resultados [lucros] são importantes para os modelos de avaliação de empresas e os dividendos apresentam evidências que sugerem maior persistência; entretanto, não há evidências sobre o efeito do gerenciamento de resultados sobre a persistência dos dividendos em países emergentes. Apesar do crescimento expressivo dos mercados emergentes nas últimas décadas, os graus de eficiência informacional e de proteção legal aos investidores são inferiores aos dos países desenvolvidos, e esses são riscos potenciais para os investidores que preferem receber dividendos como forma de evitar a expropriação por gestores que podem gerenciar os resultados das empresas. Nós mostramos que a redução da volatilidade macroeconômica e das incertezas quanto ao desempenho e risco de um país melhoram a persistência dos dividendos. Assim, mesmo em face das manipulações de resultados, os dividendos são melhores dados de entrada [*inputs*] para os modelos de *valuation*. Usando os modelos de persistência de Dechow e Schrand (2004) e Lintner (1956), interagimos a persistência dos dividendos com o gerenciamento de resultados das empresas e com alguns indicadores de desempenho econômico e de risco dos países, para 7.536 empresas de capital aberto em 20 países, incluídas no Índice de Mercados Emergentes Morgan Stanley Capital International (MSCI) entre 2000 e 2016. Descobrimos que, nos países emergentes, os dividendos são mais persistentes do que os lucros. Se uma empresa paga 1,00 dólar americano (USD) em dividendos, então, em média, US\$ 0,89 persistirão nos dividendos do próximo ano (para lucros, persistem apenas US\$ 0,76). Descobrimos que, além dos dividendos anteriores e dos lucros correntes apresentados por Lintner (1956), os dividendos correntes são uma função do volume de gerenciamento de resultados porque esse evento reduz a persistência dos dividendos.

Palavras-chave: persistência de lucros, pagamento de dividendos, *accruals* discricionários.

Endereço para correspondência

Orleans Silva Martins

Universidade Federal da Paraíba, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Finanças e Contabilidade
Via Expressa Padre Zé, 289 – CEP 58051-900
Castelo Branco III – João Pessoa – PB – Brasil

*Trabalho recebeu menção honrosa no Prêmio CFA Society Brasil de Inovação Financeira, São Paulo, SP, Brasil, agosto de 2019.



1. INTRODUÇÃO

A discussão em torno de dividendos iniciou-se com a teoria da relevância dos dividendos (Gordon, 1963; Lintner, 1956), a qual afirma, amplamente, que a distribuição de lucros é um fator de relevância na avaliação de empresas. A visão assumida é que as decisões de reter lucros corporativos, ao invés de distribuí-los, seriam mais arriscadas para o investidor, que não sabe se esses lucros retidos serão aplicados em bons projetos que irão gerar ganhos de capital futuros. Em mercados emergentes, o grau de eficiência informacional e de proteção legal para investidores é inferior ao dos países desenvolvidos (La Porta et al., 1997, 2000), e menor atenção é dedicada ao exame de seu ambiente de informação, apesar do crescimento substancial dos mercados emergentes (Ghysels et al., 2016).

Nesse sentido, o objetivo deste estudo é investigar a relação entre a persistência dos dividendos e o gerenciamento de resultados das empresas, especialmente no que diz respeito aos diferentes níveis de desempenho econômico e de risco em países emergentes. Para isso, utilizamos o argumento da teoria do pássaro na mão, que pressupõe que os investidores acreditam que é melhor ter um pássaro na mão agora, que seriam os dividendos recebidos, do que os ganhos de capital no futuro, que representam o incerteza de um possível aumento de seu patrimônio no futuro (Gordon, 1963; Lintner, 1956). Ademais, essa teoria também apoia o argumento de que os investidores preferem receber os dividendos, em lugar de desistir de seu pagamento em períodos correntes em troca de retornos futuros.

Esse argumento é contrário à teoria da irrelevância de dividendos (Miller & Modigliani, 1961), a qual sustenta que os investidores não se importam em abrir mão de dividendos no período atual para ganhos de capital futuros, uma vez que a avaliação das ações de uma empresa no futuro compensaria a abdicação de receber dividendos no período corrente. Nosso argumento é contrário; primeiro, porque a irrelevância de Miller e Modigliani (1961) requer as premissas de nenhuma taxa de corretagem, custos de transação e impostos, também não diferenças fiscais entre lucros distribuídos e não distribuídos, ou entre dividendos e ganhos de capital. Em segundo lugar, porque as características de risco do país, como recessão econômica e risco soberano, podem influenciar a preferência dos acionistas por dividendos atuais ou ganhos de capital futuros (Dimitras et al., 2015; Oshiro & Saruwatari, 2005). Na prática, esses elementos fazem diferença.

Nesse sentido, aumentar o pagamento de dividendos sem garantir que os lucros aumentem continuamente

pode ser insensato, uma vez que existe a possibilidade de os dividendos serem reduzidos no futuro, seja por uma crise financeira ou pelo alto risco de um país, o que pode provocar descontentamento entre os investidores (Marsh & Merton, 1987). No entanto, para manter os acionistas satisfeitos, os administradores podem preservar certos níveis de pagamentos de dividendos constantemente, o que torna a distribuição de dividendos persistente ao longo dos períodos, uma vez que reduzir esses dividendos não seria uma decisão aceitável para os acionistas (Chan et al., 2018).

Podemos conceituar a persistência dos dividendos como a sustentabilidade dos dividendos ao longo do tempo, o que também é importante para os modelos de avaliação de empresas com base em desconto de dividendos. Isso está em linha com a literatura sobre a persistência dos lucros, que aponta que “persistência” é um conceito que se refere à sustentabilidade dos lucros ao longo do tempo (Dechow & Schrand, 2004) e que lucros persistentes são melhores entradas (*inputs*) para os modelos de avaliação patrimonial (Dechow et al., 2010).

Nesse contexto, se lucros persistentes são importantes para modelos de *valuation* (Dechow et al., 2010) e os dividendos devem ser mais persistentes do que os lucros, porque os gestores tendem a preservar pagamentos de dividendos constantes para satisfazer os acionistas (Chan et al., 2018), a nossa motivação é examinar comparativamente a persistência dos dividendos em países emergentes, onde os investidores podem encontrar recessões econômicas, um risco soberano mais alto e menos proteção legal do que em países desenvolvidos. Assim, uma vez que é evidente na literatura a importância de *inputs* mais persistentes (seja lucro ou dividendos) para os modelos de avaliação (Dechow et al., 2010; Damodaran, 2012), esclarecemos que neste estudo analisamos o elemento persistência, e não o seu efeito nos modelos de avaliação.

Nesse contexto, os lucros podem ser geridos para obter dividendos mais persistentes. De acordo com Dechow et al. (2010), o gerenciamento de resultados ocorre quando os gerentes exercem julgamento sobre as informações financeiras e atividades operacionais de uma empresa para alterar suas informações contábeis para atender aos interesses dos gerentes. Além disso, um interesse dos gestores pode ser a influência na avaliação do patrimônio da empresa, uma vez que os lucros podem ser geridos para atingir um nível mais alto de satisfação do acionista, o que prolonga a sua permanência na empresa (Chan et al., 2018).

No entanto, em troca dessa satisfação, os gestores podem estar destruindo valor da empresa ao gerarem

benefícios privados, especialmente quando também são acionistas da empresa, porque têm maiores incentivos para administrar os lucros e manter a persistência dos dividendos. Com o tempo, o pagamento de níveis constantes de dividendos pode impedir a empresa de investir em novos projetos e pode parar de agregar valor ao negócio. Nesse contexto, o objetivo deste estudo é investigar a relação entre a persistência dos dividendos e o gerenciamento de resultados das empresas em mercados emergentes, considerando o desempenho econômico e o risco dos países.

De uma perspectiva econômica e de proteção ao investidor, La Porta et al. (1997) destacam que os países emergentes não possuem o nível de eficiência informacional e proteção jurídica dos países desenvolvidos e, por isso, os mercados emergentes possuem um ambiente de informação mais frágil. No entanto, La Porta et al. (2000) observam que as empresas utilizam os dividendos para garantir sua reputação e moderar a riqueza dos acionistas, partindo do pressuposto de que o pagamento de dividendos substitui a boa reputação, representando uma boa proteção aos acionistas.

Isso tende a ser mais pronunciado em países com pior desempenho econômico, crises financeiras ou riscos mais altos (Dimitras et al., 2015; Marsh & Merton, 1987). Além disso, Al-Najjar (2009) afirma que o comportamento dos dividendos corporativos em países emergentes revela que existem taxas-alvo de pagamento de dividendos, ao contrário dos países desenvolvidos, e que os preços tendem a se ajustar a essas taxas-alvo, o que aumenta a persistência dos dividendos em países emergentes. Apesar dessas evidências isoladas e da visível relevância de se estudar a associação entre persistência dos dividendos e o gerenciamento de resultados em países emergentes, até onde sabemos, este é o primeiro estudo a investigar esses fenômenos juntos, o que aumenta a sua relevância e originalidade.

2. DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

A literatura sobre persistência de lucros relata que os lucros são mais persistentes quando são sustentáveis ao longo do tempo (Dechow et al., 2010; Dechow & Schrand, 2004). De acordo com Dechow e Schrand (2004), é possível prever os resultados futuros por meio dos resultados passados, e se essas previsões forem minimamente perturbadas pelos valores esperados, pode-se considerar que a informação contábil tem uma qualidade melhor. Assim, lucros mais persistentes são melhores dados de entrada [*inputs*] para modelos de avaliação patrimonial, consistentes com a visão de Graham e Dodd, em que os

Por esse motivo, estudamos uma amostra de 7.536 empresas de 20 países emergentes, incluídas no Índice de Mercados Emergentes do Morgan Stanley Capital International (MSCI), entre 2000 e 2016. Podemos observar que, em geral, a proporção de distribuição de dividendos depende das características do país e da empresa. Ainda assim, os dividendos são mais persistentes do que os lucros. Ademais, esse achado pode ser extraído de toda a amostra para a maioria dos países analisados individualmente (14 de 20). Considerando o modelo de Lintner's (1956), é possível verificar que os dividendos também persistem com a influência negativa do gerenciamento de resultados. Finalmente, o crescimento do produto interno bruto (PIB) de um país afeta positivamente a persistência dos dividendos e a melhoria do nível de risco soberano (SRI) do país aumenta a previsibilidade dos dividendos corporativos.

Contribuímos para a literatura ao demonstrarmos que as empresas em países emergentes tendem a gerenciar seus lucros para atender às expectativas do mercado, especialmente no que diz respeito ao desempenho da empresa, o que tem um efeito negativo sobre a persistência dos dividendos. Além dos dividendos anteriores e lucros correntes apontados por Lintner (1956), descobrimos que os dividendos correntes são uma função do gerenciamento de resultados. Os dividendos têm sua persistência reduzida pelo gerenciamento de resultados, mas permanecem menos voláteis do que os lucros corporativos, o que qualifica os dividendos como um melhor dado de entrada [*input*] para os modelos de avaliação. Isso é especialmente verdade porque a redução da volatilidade macroeconômica e das incertezas quanto ao desempenho e o risco de um país melhoram a previsibilidade do desempenho corporativo e aumentam a persistência dos dividendos ao longo do tempo.

Além desta introdução, este estudo apresenta o desenvolvimento das hipóteses na seção 2, o método na seção 3, os resultados na seção 4 e a conclusão na seção 5.

lucros são uma métrica resumida dos fluxos de caixa esperados (Dechow et al., 2010). Além disso, ao considerar a persistência dos lucros como uma qualidade importante da informação contábil, Dechow et al. (2010) observam que essa qualidade pode estar positivamente associada à eficiência do investimento.

A persistência dos dividendos pode ser entendida como a sustentabilidade do dividendo ao longo do tempo. Nesse sentido, Lintner (1956) observa que os dividendos não são ajustados a lucros temporários, com maior tendência a permanecerem constantes ao longo do tempo, ou seja, a

serem mais persistentes do que os lucros, embora variações temporárias nos lucros possam levar à volatilidade dos dividendos. Além disso, Chan et al. (2018) argumentam que os dividendos são mais suavizados do que os lucros e, portanto, tendem a ser mais persistentes, porque as empresas tendem a manter seus volumes de dividendos e apenas aumentar o volume de distribuição de lucros se os resultados apresentarem aumentos significativos, o que torna os resultados mais voláteis do que os dividendos. Consequentemente, as empresas fazem ajustes parciais aos pagamentos de dividendos devido às mudanças recentes nos lucros. A ideia é que uma variação maior nos dividendos, sobre a variação anterior em resultados, seria um sinal claro de que os gestores tendem a preservar o pagamento de dividendos constantes para satisfazer os acionistas (Chan et al., 2018).

Nesse contexto, podemos ver que lucros e dividendos podem ser chaves importantes para os investidores decidirem se investem ou não em uma empresa (Dechow et al., 2010), com a expectativa de que os dividendos sejam mais persistentes do que os lucros (Chan et al., 2018). Com base nesses argumentos, apresentamos a primeira hipótese deste estudo:

H₁: Nos mercados emergentes, os dividendos são mais persistentes do que os lucros.

Paralelamente à persistência dos lucros, também devemos considerar a volatilidade dos lucros. Quando os lucros são voláteis, a previsão dos fluxos de caixa futuros de uma empresa fica comprometida, uma vez que a volatilidade dos lucros está inversamente relacionada à persistência dos lucros (Dichev & Tang, 2009). Esses autores também afirmam que a volatilidade dos lucros pode estar ligada ao gerenciamento de resultados à medida que as empresas alisam seus lucros para que o desempenho da empresa seja mais previsível.

Os lucros também podem ser gerenciados para tornar os dividendos mais persistentes. A persistência dos dividendos promove uma melhor reputação para a empresa e modera a riqueza dos acionistas, especialmente quando assumimos que os pagamentos de dividendos são substitutos de uma boa reputação. Esses pagamentos substituem a boa proteção, especialmente em mercados emergentes, porque apresentam graus mais baixos de eficiência informacional e proteção legal para os investidores (La Porta et al., 1997, 2000). Além disso, os gestores precisam manter acesso ao mercado de capitais, o que justifica o motivo pelo qual uma empresa busca preservar essa reputação relacionada ao pagamento de dividendos (La Porta et al., 2000).

A intervenção discricionária da gestão pode até condicionar a persistência dos dividendos, uma vez que os lucros podem ser geridos em maior ou menor medida, pois os gestores consideram que o mercado tende a recompensar

uma empresa com melhor valor devido aos bons resultados reportados, por ser mais previsível e por gerir os lucros para exceder as expectativas dos analistas (Damodaran, 2012). A fim de gerenciar os lucros, para a avaliação da empresa ou do investimento, os analistas financeiros geralmente realizam reconciliações nos lucros relatados pelas empresas que estão sendo avaliadas. A ideia considerada pelos analistas é que esses resultados passaram por um processo de julgamento, ou seja, das escolhas dos gestores, para assim não revelar o real desempenho econômico-financeiro da empresa e, consequentemente, o real valor agregado ou destruído para os acionistas pela empresa (Damodaran, 2012).

Os *accruals* discricionários nos lucros pode influenciar negativamente a persistência dos lucros de uma empresa e, consequentemente, a persistência dos dividendos. Para Daniel et al. (2008), os gerentes tratam o nível de dividendos esperados como um limite para o gerenciamento de resultados. Assim, Rodrigues Sobrinho et al. (2014) constataram no Brasil que empresas com maior distribuição de dividendos também administraram lucros em níveis mais elevados e que empresas que pagam dividendos com maior frequência também apresentaram maior gerenciamento de resultados. Nesse sentido, Srikanth e Durga Prasad (2015) afirmam que as empresas pagadoras de dividendos na Índia tendem a manter um registro constante da distribuição dos lucros e, por isso, procuram evitar grandes oscilações nesses pagamentos.

De acordo como Daniel et al. (2008), os gerentes das empresas tendem a gerenciar seus lucros para cima quando estão abaixo dos níveis de dividendos esperados. Em contraste, é possível criar uma reserva de *accruals* quando os lucros estão acima dos níveis de dividendos esperados. Assim, esperamos que:

H₂: Em mercados emergentes, a persistência dos dividendos está negativamente associada ao gerenciamento de resultados.

O pagamento de dividendos em qualquer empresa geralmente está vinculado à política de investimento adotada pela empresa. Esse fato se justifica porque a opção de distribuir ou não os lucros e o aumento ou diminuição dessas distribuições podem implicar em uma reação negativa do mercado quanto ao valor das ações (Lintner, 1956). Adicionalmente, considerando que aumentos correntes nos lucros não podem ser acompanhados por aumentos correntes nos dividendos, Chan et al. (2018) argumentam que, de acordo com o conceito de lucros permanentes introduzido por Marsh e Merton (1987), se não houver tendência para aumentos permanentes nos lucros, os aumentos nos pagamentos de dividendos poderão ser freqüentemente suspensos.

Uma vez que as suspensões ou reduções de pagamentos de dividendos causariam insatisfação entre os investidores, que não reagem favoravelmente aos cortes de dividendos, tais

circunstâncias podem levar a administração de uma empresa a suavizar os dividendos ao longo dos períodos, o que os torna mais persistentes (Chan et al., 2018). E o contexto econômico do país também determina a persistência de lucros e dividendos, porque a persistência de lucros e os coeficientes de resposta de lucros estão positivamente associados ao crescimento econômico (Johnson, 1999).

Nos mercados emergentes, a volatilidade macroeconômica é um fenômeno mais presente do que nos mercados desenvolvidos, o que se reflete nas flutuações e imprevisibilidade das variáveis de desempenho das empresas (Malik & Temple, 2009). Isso sugere que os países com economias mais voláteis e contextos mais arriscados oferecem um ambiente menos propício à persistência de lucros e dividendos. No mercado brasileiro, por exemplo, em períodos de crises globais ou locais, os modelos utilizados para estimar o gerenciamento de resultados e a persistência das informações podem apresentar comportamentos distintos (Silva et al., 2014). Isso está em linha com o fenômeno observado para as empresas europeias quando o PIB de um país é menor (Dimitras et al., 2015). Nesse sentido, apresentamos nossa terceira hipótese de pesquisa:

H₃: Em mercados emergentes, a persistência dos dividendos está positivamente associada ao crescimento do PIB.

Esse contexto é coerente com Marsh e Merton (1987), que observam que uma redução no pagamento de dividendos pode provocar descontentamento entre os investidores, e com La Porta et al. (2000), que observam que as empresas usam o pagamento de dividendos para melhorar suas reputações e reduzir o risco dos investidores. Isso é especialmente verdadeiro quando um país tem um ambiente de investimento mais arriscado, pois há uma maior propensão para gerenciar seus lucros para atender às expectativas dos investidores, o que pode afetar a persistência dos lucros e a preferência dos investidores por dividendos atuais em lugar de ganhos de capital futuros (Dimitras et al., 2015).

Nesse contexto, Oshiro e Saruwatari (2005) observam que o SRI das agências de classificação de crédito são boas referências para o risco de um país porque essas agências conduzem entrevistas exclusivas tanto com políticos quanto com executivos no país e fazem previsões macroeconômicas com base em informações confidenciais. Portanto, como o aumento da instabilidade e do risco em um país pode afetar negativamente o desempenho de uma empresa localizada nesse país (Malik & Temple, 2009), a nossa última hipótese prevê que:

H₄: Em mercados emergentes, a persistência dos dividendos está positivamente associada a uma pontuação [*score*] de SRI mais alta.

3. MÉTODO

Nossa amostra é composta por empresas públicas que têm ações negociadas nas principais bolsas de valores de países emergentes incluídas no Índice de Mercados Emergentes do MSCI. São excluídas da amostra as empresas sem informação sobre pelo menos uma variável analisada em cada ano. Bancos e instituições financeiras também são excluídos porque têm especificidades em sua estrutura de capital que influenciam e iludem a análise. Nessas condições, analisamos empresas de 20 países, a saber, Brasil, Chile, China, Colômbia, República Tcheca, Egito, Grécia, Hungria, Índia, México, Peru, Polônia, Catar, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Coreia do Sul, Taiwan, Turquia e Emirados Árabes Unidos.

A amostra final é composta de 7.536 firmas não financeiras de 2000 a 2016, com um total de 68.038 empresas-ano. Mantivemos as empresas que apresentavam todas as informações necessárias para a análise em pelo menos um ano. É importante ressaltar que o principal motivo da redução da amostra inicial são as variáveis sobre “dividendos” uma vez que a maioria das firmas não divulga informações de dividendos nos anos analisados, seja por não pagarem dividendos ou por terem prejuízo na maioria dos períodos. Todas as informações financeiras são coletadas em dólares dos Estados Unidos (USD), da Thomson Reuters Eikon (TRE).

3.1 Estimativa de Modelos e Gerenciamento de Resultados

Para as análises das relações neste estudo, usamos modelos de regressão por mínimos quadrados ordinários (OLS) com efeitos fixos de ano, indústria e país, com erros agrupados no nível da empresa e com erros padrão robustos à heterocedasticidade e autocorrelação por Newey-West. Usamos essa abordagem porque há uma preocupação comum sobre essa estratégia empírica, onde os erros do modelo podem ser correlacionados dentro de cada país, e possivelmente estão correlacionados dentro de cada indústria (Dong & Stettler, 2011). A dependência de erro pode existir na estrutura do painel porque os erros provavelmente são autocorrelacionados dentro das empresas, e choques macroeconômicos em nossas variáveis podem produzir correlação de erro transversal (Petersen, 2009).

A presença de erros correlacionados viola os pressupostos padrão dos estimadores OLS. Para resolver esse problema, em nossos modelos, incluímos efeitos fixos de ano, setor e país. Esses controles combinados possibilitam a estimativa de erros padrão robustos às fontes mencionadas de correlação de erros e formas arbitrárias de heterocedasticidade (Petersen, 2009). O uso dessa

especificação permite o isolamento de efeitos comuns sobre as variáveis dependentes de choques macroeconômicos durante o período analisado, controlando os efeitos da indústria invariante no tempo e as características do país. Finalmente, *winsorizamos* as variáveis em 1%.

A primeira característica que se relaciona à persistência dos dividendos é o gerenciamento de resultados de uma empresa. Para estimarmos o gerenciamento de resultados, usamos o modelo de Dechow et al. (2012), que ajusta o modelo de Jones modificado, incluindo acumulações defasadas para capturar sua reversão natural em períodos subsequentes.

Na equação 1, para cada empresa i no país j e no ano t , o *accrual* de capital de giro é calculado por $WC_ACC_{ijt} = (\Delta CA_{ijt} - \Delta CL_{ijt} - \Delta Cash_{ijt} + \Delta STD_{ijt})/A_{ijt-1}$, em que ΔCA_{ijt} é a mudança no ativo circulante do ano $t - 1$ para o ano t , ΔCL_{ijt} é a mudança no passivo circulante do ano $t - 1$

$$WC_ACC_{ijt} = \beta_{0i} + \beta_1(1/A_{ijt-1}) + \beta_2(\Delta REV_{ijt} - \Delta REC_{ijt}) + \beta_3(PPE_{ijt}) + \beta_4(WC_ACC_{ijt-1}) + IFRSexp_{jt} + \delta_t + \gamma_s + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad 1$$

Estimamos a equação 1 com 66.603 observações empresa-ano e obtemos uma estatística F de 6,00 ($p < 0.01$) e um R^2 de 0,7258. Especificamente, seguindo outros estudos relevantes (Doukakis, 2014; Enomoto et al., 2015), definimos $|EM|_{ijt}$ como o valor absoluto de acumulações discricionárias (ε_{ijt}), o que indica a magnitude do gerenciamento de resultados, seja ele positivo ou negativo. Esse procedimento capta a magnitude em cada período, independentemente se a gestão aumenta ou diminui os lucros desse período (o gestor pode gerir os lucros para mais para aumentar a sua distribuição de dividendos nesse período ou pode gerir os lucros para menos num período com média de lucros acima para formar “reservas de lucros” para períodos futuros). Estamos interessados nas empresas que geriram mais lucros, não em como as empresas praticam essa gestão (seja para reduzir ou aumentar os lucros).

3.2 Lucros e Persistência dos Dividendos

Para testar H_1 , estimamos a persistência dos lucros usando o modelo de Dechow e Schrand (2004) (modelo DS). Estimamos o modelo DS original para analisar a persistência dos lucros e duas versões modificadas com base no modelo original para estimar a persistência do patrimônio e a persistência dos dividendos (equação 2).

$X_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 X_{ijt-1} + \beta_2 IFRSexp_{jt} + \delta_t + \gamma_s + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad 2$
em que, para cada empresa i no país j e no ano t , X_{ijt} são as vendas por ação (modelo 1), o lucro por ação (modelo 2) ou o dividendo por ação (modelo 3) no ano t , X_{ijt-1} são as vendas por ação (modelo 1), o lucro por ação (modelo 2), ou o dividendo por ação (modelo 3) no ano $t - 1$,

para o ano t , $\Delta Cash_{ijt}$ é a mudança em caixa do ano $t - 1$ para o ano t , ΔSTD_{ijt} é a mudança na dívida de curto prazo do ano $t - 1$ para o ano t e A_{ijt-1} é o total de ativos no ano $t - 1$, ΔREV_{ijt} é a mudança em receita do ano $t - 1$ para o ano t ponderada por A_{ijt-1} , ΔREC_{ijt} é a mudança nos realizáveis do ano $t - 1$ para o ano t ponderada por A_{ijt-1} e PPE_{ijt} é o ativo imobilizado ponderado por A_{ijt-1} . Alternativamente, uma variável que indica o número de anos de adoção obrigatória das International Financial Reporting Standards (IFRS) [Normas Internacionais de Relatório Financeiro] é usada ($IFRSexp_{jt}$), porque a adoção obrigatória das IFRS tem um efeito restritivo sobre o gerenciamento de resultados (Pelucio-Grecco et al., 2014), e a experiência com as IFRS pode influenciar as informações contábeis (Houque & Monem, 2016). δ_t , γ_s , e θ_j são os efeitos fixos, e ε_{ijt} são os *accruals* discricionários (equação 1).

$IFRSexp_{jt-1}$ é o número de anos de adoção obrigatória das IFRS, que pode influenciar as informações contábeis (Houque & Monem, 2016), δ_t , γ_s e θ_j são os efeitos fixos, e ε_{it} é o erro idiossincrático do modelo.

Se o coeficiente β_1 na equação 2 for próximo de 1, é fácil prever que as informações das empresas (patrimônio líquido, lucros ou dividendos) são persistentes em uma estrutura de avaliação de ativos padrão (Dechow et al., 2010; Dechow & Schrand, 2004). Igualmente, se os dividendos tendem a ser mais persistentes do que os lucros, porque as empresas tendem a manter seus volumes de dividendos apenas modificando o volume de distribuição de lucros quando os lucros são voláteis (Chan et al., 2018), esperamos um coeficiente maior para dividendos do que para lucros ($\beta_1^{DPS} > \beta_1^{EPS}$).

3.3 Persistência dos Dividendos e Gestão de Lucros

Lintner (1956) argumenta que os dividendos tendem a ser mais persistentes do que os lucros, porque os lucros são geralmente o ponto de partida da administração para considerar se os dividendos devem mudar. Portanto, além dos dividendos anteriores, Lintner (1956) observa que os lucros correntes são um fator determinante da persistência dos dividendos. Nesse sentido, a gestão exerce maior influência sobre os dividendos do que sobre o lucro. Para analisar H_2 , utilizamos o modelo de Lintner, conforme explicado na equação 3, comumente utilizado na literatura. Estimamos três versões modificadas do modelo; um inclui o efeito do gerenciamento de resultados sobre os dividendos (equação 4), e os outros

dois modelos interagindo com os efeitos da magnitude do gerenciamento de resultados com a persistência dos

dividendos (o valor absoluto de EM na equação 5 e o DP [SD] de EM na equação 6).

$$DPS_{ijt} = \varnothing_0 + \varnothing_1 EPS_{ijt} + \varnothing_2 DPS_{ijt-1} + \varnothing_3 IFRSexp_{jt-1} + \delta_t + \gamma_s + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad \boxed{3}$$

$$DPS_{ijt} = \varnothing_0 + \varnothing_1 EPS_{ijt} + \varnothing_2 DPS_{ijt-1} + \varnothing_3 IFRSexp_{jt-1} + \varnothing_4 EM_{ijt-1} + \delta_t + \gamma_s + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad \boxed{4}$$

$$DPS_{ijt} = \varnothing_0 + \varnothing_1 EPS_{ijt} + \varnothing_2 DPS_{ijt-1} + \varnothing_3 IFRSexp_{jt-1} + \varnothing_4 |EM|_{ijt-1} + \varnothing_5 (EPS_{ijt} \times |EM|_{ijt-1}) + \varnothing_6 (DPS_{ijt-1} \times |EM|_{ijt-1}) + \delta_t + \gamma_s + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad \boxed{5}$$

$$DPS_{ijt} = \varnothing_0 + \varnothing_1 EPS_{ijt} + \varnothing_2 DPS_{ijt-1} + \varnothing_3 IFRSexp_{jt-1} + \varnothing_4 SD(EM)_{ijt-1} + \varnothing_5 (EPS_{ijt} \times SD(EM)_{ijt-1}) + \varnothing_6 (DPS_{ijt-1} \times SD(EM)_{ijt-1}) + \delta_t + \gamma_s + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad \boxed{6}$$

Nesses modelos, para cada empresa i no país j e no ano t , DPS_{ijt} é o dividendo por ação no ano t , EPS_{ijt} é o lucro por ação, DPS_{ijt-1} é o dividendo por ação no ano $t - 1$, e $IFRSexp_{jt-1}$ é o número de anos de adoção obrigatória das IFRS. EM_{ijt-1} são os *accruals* discricionários estimadas na equação 3 e, alternativamente, $|EM|_{ijt-1}$ é o valor absoluto dos *accruals* discricionários (Doukakis, 2014; Enomoto et al., 2015) e $SD(EM)_{ijt-1}$ é a magnitude dos *accruals* discricionários, indicados pelo DP [SD] (Choi et al., 2011). δ_t , γ_s e θ_j são os efeitos fixos, e ε_{it} é o erro idiossincrático do modelo.

A expectativa para o modelo Lintner é que o coeficiente de persistência do dividendo seja positivo e significativo ($\varnothing_2 > 0$), por ex., que o dividendo pago no ano $t - 1$ (DPS_{ijt-1}) explique os dividendos pagos no ano corrente (DPS_{ijt}), assim como EPS_{ijt} deve influenciar positivamente DPS_{ijt} ($\varnothing_1 > 0$). Quando os lucros são manipulados, tanto os lucros atuais quanto os futuros são afetados (Martinez, 2008), e os gerentes corporativos tendem a administrar seus lucros, especialmente quando estão abaixo dos níveis de dividendos esperados (Daniel et al., 2008). Portanto, esperamos um coeficiente de interação negativo e significativo ($\varnothing_6 < 0$).

3.4 Persistência dos Dividendos e as Características dos Países

Finalmente, analisamos os efeitos das características dos países na persistência dos dividendos, especificamente o crescimento do PIB (H_3) e o risco soberano (H_4), de acordo com as equações 7 e 8. O desempenho econômico de um país também pode afetar a qualidade das informações contábeis (Silva et al., 2014) e modificar a percepção de risco de um país por causa das flutuações e imprevisibilidade nas variáveis de desempenho das empresas, especialmente em países emergentes onde há mais volatilidade macroeconômica (Malik & Temple, 2009). Portanto, é natural esperar que lucros e dividendos sejam influenciados por essas variáveis.

Assim, consideramos que a volatilidade macroeconômica reflete flutuações e imprevisibilidade no desempenho das empresas (Malik & Temple, 2009), especialmente em países emergentes, onde geralmente há mais volatilidade no desempenho econômico do país e onde o PIB do país é menor (Dimitras et al., 2015). Ainda assim, a mudança no grau de risco soberano de um país pode afetar o volume de dividendos pagos como meio de melhorar a reputação de uma empresa e reduzir o risco do investidor (La Porta et al., 2000).

$$DPS_{ijt} = \varnothing_0 + \varnothing_1 EPS_{ijt} + \varnothing_2 DPS_{ijt-1} + \varnothing_3 IFRSexp_{jt-1} + \varnothing_4 PIB_{jt-1} + \varnothing_5 (EPS_{ijt} \times PIB_{jt-1}) + \varnothing_6 (DPS_{ijt-1} \times PIB_{jt-1}) + \varnothing_7 (IFRSexp_{jt-1} \times PIB_{jt-1}) + \delta_t + \gamma_s + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad \boxed{7}$$

$$DPS_{ijt} = \varnothing_0 + \varnothing_1 EPS_{ijt} + \varnothing_2 DPS_{ijt-1} + \varnothing_3 IFRSexp_{jt-1} + \varnothing_4 SRI_{jt-1} + \varnothing_5 (EPS_{ijt} \times SRI_{jt-1}) + \varnothing_6 (DPS_{ijt-1} \times SRI_{jt-1}) + \varnothing_7 (IFRSexp_{jt-1} \times SRI_{jt-1}) + \delta_t + \gamma_s + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad \boxed{8}$$

em que, para cada empresa i no país j e no ano t , PIB_{jt-1} é a porcentagem do PIB entre anos $t-2$ e $t-1$, e SRI_{jt-1} é o indicador de risco soberano do país. As variáveis DPS , $EPSI$, e $IFRSexp$, conforme definido anteriormente. Ainda, δ_i , γ_s , e θ_j são os efeitos fixos e ε_{ijt} é o termo de erro. Esperamos que os coeficientes \varnothing_1 e \varnothing_2 sejam positivos (Lintner, 1956). O coeficiente de crescimento do PIB deve ser positivo e significativo ($\varnothing_4^{PIB} > 0$), o que associa o crescimento do dividendo com o crescimento da economia do país emergente (Dimitras et al., 2015). Esperamos que a persistência dos dividendos seja maior em países com maior crescimento do PIB ($\varnothing_6^{PIB} > 0$).

Em relação ao risco soberano, existe a possibilidade de que os dividendos sejam reduzidos quando o país emergente passa por uma crise financeira ou mesmo que mude continuamente sua política de dividendos quando o risco é maior (Marsh & Merton, 1987). Portanto, não há uma direção clara na relação entre o SRI e os dividendos pagos. No entanto, a persistência dos dividendos em países emergentes com menor risco soberano tende a ser maior devido à maior estabilidade dos lucros das empresas e menor volatilidade dos dividendos (Chan et al., 2018). Portanto, esperamos um efeito positivo do SRI na persistência dos dividendos ($\varnothing_6^{SRI} > 0$).

4. RESULTADOS

Nossos achados mostram que, em média, uma empresa típica da amostra tem vendas anuais por ação (SPS) de USD 12,36, um lucro anual por ação (EPS) de USD 0,49, um dividendo anual por ação (DPS) de USD 0,12, e uma taxa de distribuição de dividendos (DP) de 25,91%. A média dos *accruals* discricionários é 0,0309, o que representa o gerenciamento de resultados de uma empresa. Podemos notar a presença de valores negativos de EPS (USD -3,59) entre as empresas, o que culmina em um pagamento de dividendos extremamente negativo e atinge um valor mínimo de -152,84%.

Observamos que o menor *accrual* anual é -0,6415, e que o maior é 0,5705, o que indica que as firmas tendem a administrar seus resultados para menos ou mais, com tendência de reversão dos *accruals* nos períodos seguintes, conforme observado por Dechow et al. (2010). Por isso, nos modelos estimados, são considerados o volume de *accruals* discricionários e o DP, independentemente de a gestão estar em queda ou em alta. A média do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é de 10,58%, o que considera

apenas as empresas com patrimônio líquido positivo. A média do market-to-book (MB) é 1,79, o que indica que as empresas de mercado emergente têm um valor de mercado superior ao seu valor contábil. A média da alavancagem das empresas de 0,68 indica que as empresas usam dívida na proporção de 0,68 vezes seu patrimônio. Além disso, o tamanho médio da empresa é de US\$ 944 milhões.

Em relação aos indicadores de país, podemos notar, na Tabela 1, que a média de anos de experiência com IFRS totais dos países é de 1,07 anos, o que considera todos os países (inclusive aqueles países que ainda não adotaram as IFRS totais). O país com mais experiência em IFRS possui 13 anos de experiência, e há um país que não adotou as IFRS. A média anual de crescimento do PIB é 4,60%, e a média da pontuação do risco soberano do país (SRI) é 10,99, o que equivale à nota "A-". Essa pontuação teve por base Oshiro e Saruwatari (2005) e foi codificada conforme segue: AAA = 17; AA+ = 16; AA = 15; AA- = 14; ...; BB = 6; BB- = 5; B+ = 4; B = 3; B- = 2; CCC+ = 1; e CCC e abaixo = 0.

Tabela 1

Estatística descritiva, 2000-2016

Variável	#Obs.	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
SPS	68.038	12,3612	39,9582	1,9121	0,0033	301,3166
EPS	68.038	0,4889	1,9028	0,0853	-3,5907	13,8845
DPS	68.038	0,1214	0,3426	0,0195	0,0001	2,4865
DP	68.038	25,9126	60,5874	10,9986	-152,8434	399,1587
DA	66.603	0,0309	0,2128	0,0349	-0,6415	0,5705
ROE	68.038	10,5832	24,5983	9,4162	-83,3804	102,2957
MB	68.038	1,7883	2,0261	1,1521	0,1241	13,2586
Lev	68.038	0,6775	0,9627	0,3772	0,0000	6,1626
Size	68.038	944,0000	2.820,0000	130,0000	3,3542	20.200,0000
IFRSexp	68.038	1,0660	2,2407	0,0000	0,0000	13,0000

Tabela 1

Cont.

Variável	#Obs.	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
PIB	68.038	4,6030	3,2189	4,1000	-9,1325	26,1703
SRI	68.038	10,9889	3,0043	12,0000	0,0000	15,0000

Nota: Para cada empresa i no país j e no ano t , SPS_{ijt} são as vendas por ação, EPS_{ijt} são os lucros por ação, DPS_{ijt} é o dividendo por ação, DP_{ijt} é o índice de distribuição de dividendos, que é representado pela porcentagem do lucro distribuído, DA_{ijt} é o accrual discricionário, ROE_{ijt} é o retorno sobre o patrimônio líquido, MB_{ijt} é o índice market-to-book, Lev_{ijt} é a alavancagem, que é representada pela relação dívida-patrimônio, $Size_{ijt}$ é o total de vendas (em milhões de dólares), $IFRSexp_{ijt}$ é o número de anos desde a obrigatoriedade de adoção das International Financial Reporting Standards (IFRS) [Normas Internacionais de Relatório Financeiro] de cada país, PIB_{ijt} é a porcentagem do crescimento do produto interno bruto (PIB), e SRI_{ijt} é o indicador de risco soberano para cada país da Standard & Poor's.

Fonte: Elaborado pelos autores.

As médias das variáveis analisadas em toda a amostra são diferentes entre os países, o que justifica a inclusão de controles para anos, indústria e país nos modelos estimados e o uso de *clusters* [agrupamentos] ao nível da empresa. Entre os 20 países analisados, Coréia do Sul (25,5%), Índia (24,9%) e Taiwan (24,1%) são os mais representativos, enquanto cada um dos demais países representa menos de 4% da amostra analisada. Por esse motivo, fizemos testes adicionais excluindo Índia, Coréia do Sul e Taiwan da análise para ver se esses países estavam conduzindo nossos resultados e descobrimos que os resultados para essa subamostra são semelhantes. Isso pode ser visto na Tabela 5 (relatada posteriormente), que mostra os resultados individuais por país, e nas tabelas A, B e C do Apêndice. Como os achados não mudam, não detalhamos essa análise para economizar espaço.

A República Tcheca é o país com as médias mais elevadas de SPS (USD 51,02), EPS (USD 0,44) e DPS (USD 1,44) porque, na amostra analisada, as empresas desse país têm o menor número de ações em circulação. Em contrapartida, médias inferiores de SPS (USD 0,48), EPS (0,04), e DPS (USD 0,01) são observadas na China, que apresenta um maior número de ações em circulação. As maiores médias de lucros distribuídos são observadas na República Tcheca ($DS = 63,8\%$) e na Colômbia ($DP = 60\%$). Os países com os menores dividendos pagos são Índia (14,5%) e Coréia do Sul (16,2%). Com relação ao

gerenciamento de resultados, o país em que as empresas geriram seus resultados de forma mais negativa de 2000 a 2016 foi o Brasil ($EM = -0,4831$), enquanto a África do Sul apresentou o maior gerenciamento positivo ($EM = 0,1427$).

No tocante às características das empresas, as empresas da África do Sul apresentam a média mais elevada de ROE (26,1%), e as empresas com ROE mais baixos são da Grécia (3,7%). As empresas árabes têm a média mais alta de MB (2,89), e as empresas colombianas, a média mais baixa de MB (1,20). As empresas com maior nível médio de alavancagem são da Grécia, com dívidas equivalentes a 1,15 vezes seu patrimônio líquido ($Lev = 1,15$), enquanto as empresas menos alavancadas são da República Tcheca ($Lev = 0,37$). No tocante ao tamanho das empresas, a Rússia tem empresas maiores com vendas totais médias de US\$ 6.070 milhões, enquanto o Egito tem empresas menores com vendas totais médias equivalentes a US\$ 445 milhões, de acordo com a Tabela 2.

As características dos países mostram que quatro dos 20 países analisados ainda não adotaram as IFRS totais. Nessa amostra, o primeiro país a promover a adoção obrigatória das IFRS é o Catar em 2003, e o último país é a Colômbia em 2015. Considerando a média de crescimento anual do PIB , o Catar apresenta a maior média (9,8%), seguido por China (8,7%) e Índia (7,3%). A Grécia é o único país com uma média de crescimento negativo do PIB (-1,8%).

Tabela 2

Médias das variáveis analisadas por país, 2000-2016

País	#Obs.	SPS	EPS	DPS	D/E	EM	ROE	MB	Lev	Size	IFRS	PIB	SRI
Brasil	1.648	18,1490	0,7160	0,3190	32,7057	-0,4831	13,0374	2,2506	0,9946	3.370,00	2010	2,0282	7,6044
Chile	1.691	11,5654	0,4319	0,1722	44,0173	0,1374	7,2014	1,5970	0,4990	1.770,00	2011	3,9172	12,8865
China	2.605	0,4767	0,0359	0,0108	22,1020	0,0171	15,8223	2,0475	0,5131	1.820,00	Nenhum	8,6835	13,3866
Colômbia	167	4,5544	0,4383	0,1653	60,0116	-0,0088	8,5317	1,1950	0,4798	3.690,00	2015	4,1608	8,3174
República Tcheca	77	51,0194	5,2681	1,4439	63,8157	-0,3376	15,2107	1,5572	0,3698	4.650,00	2005	2,6685	12,6623
Egito	653	4,4683	0,4067	0,2136	57,0204	-0,0058	19,0925	1,9874	0,4604	445,00	Nenhum	4,0534	4,6064

Tabela 2

Cont.

País	#Obs.	SPS	EPS	DPS	D/E	EM	ROE	MB	Lev	Size	IFRS	PIB	SRI
Grécia	1.360	11,9468	0,3167	0,1598	20,5733	-0,0098	3,7449	1,2856	1,1471	860,00	2005	-1,8133	6,9059
Hungria	192	15,4603	1,0240	0,3279	22,4079	0,0139	8,3577	1,6811	0,4937	1.800,00	2005	1,6042	8,6042
Índia	16.997	4,2626	0,2738	0,0454	14,4820	0,1225	16,7916	2,0742	0,9882	602,00	Nenhum	7,3365	7,7267
México	840	4,0249	0,1965	0,0473	24,1125	-0,0036	11,0392	1,9950	0,6896	2.810,00	2012	2,1188	9,2190
Peru	149	1,7061	0,3978	0,1108	49,4309	0,0213	23,2118	2,1870	0,5939	691,00	2012	4,8416	8,4430
Polônia	2.727	16,2175	0,6446	0,1847	25,7407	0,0151	11,4268	1,9151	0,4284	513,00	2005	3,6068	10,7422
Catar	173	7,7609	1,4928	0,7810	52,4016	-0,0076	20,1953	2,3238	0,6670	3.230,00	2003	9,7992	14,6127
Rússia	768	17,9009	1,4773	0,2917	22,4896	-0,0069	15,1227	1,7973	0,9389	6.070,00	2012	2,3933	8,4570
Arábia Saudita	867	4,3437	0,5617	0,3656	53,8962	0,0058	15,3089	2,8888	0,4427	2.040,00	Nenhum	4,0385	13,3460
África do Sul	1.176	4,6016	0,4242	0,1296	25,4345	0,1427	26,1367	2,6134	0,4958	1.160,00	2012	2,7782	9,1879
Coreia do Sul	17.367	33,9741	1,1302	0,2202	16,1804	0,0136	4,7829	1,3775	0,6357	818,00	2014	3,7310	12,3844
Taiwan	16.402	1,1562	0,0432	0,0368	42,2559	0,0074	7,9556	1,7387	0,4573	555,00	2013	3,4191	14,0117
Turquia	1.766	5,2233	0,2857	0,1436	30,7768	0,0164	9,5652	1,8845	0,5716	865,00	2005	5,3708	5,6586
Emirados Árabes Unidos	413	1,6704	0,0739	0,0379	41,8956	-0,0042	11,0379	1,5332	0,5534	2.120,00	2015	3,6419	14,8450
Total	68.038	12,3612	0,4889	0,1214	25,9126	0,0309	10,5832	1,7883	0,6775	944,0000	-	4,6030	10,9889

Nota: #Obs. é o número total de observações, SPS são as vendas por ação, EPS é o lucro por ação, DPS é o dividendo por ação, D/E é o índice de distribuição de dividendos, que é representado pela porcentagem do lucro distribuído, EM é o gerenciamento de resultados, ROE é o retorno sobre patrimônio líquido, MB é o índice market-to-book, Lev é a alavancagem, Size é o total de vendas (em milhões de dólares), IFRS indica o ano em que as International Financial Reporting Standards (IFRS) [Normas Internacionais de Relatório Financeiro] se tornaram obrigatórias, PIB é o percentual do crescimento do produto interno bruto (PIB), e SRI é o indicador de risco soberano da Standard & Poor's.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Em 8 dos 17 anos analisados, o PIB grego diminuiu, com as quedas mais marcantes em 2011 e 2012 (-9,1% e -7,3%, respectivamente). O país com maior média de SRI são os Emirados Árabes Unidos ($SRI = 14,85$), o que indica menor risco, enquanto o Egito apresenta a menor pontuação média do período ($SRI = 4,61$), o que indica alto risco. Em países com pior desempenho econômico ou riscos mais elevados, as empresas tendem a pagar mais dividendos (Dimitras et al., 2015; Marsh & Merton, 1987). Enfim, podemos observar na Tabela 2 que 74,6% das observações estão concentradas em três países (Coreia do Sul, Índia e Taiwan). Por esse motivo, estimamos modelos individuais para esse grupo de países, para garantir que nossas descobertas não sejam motivadas por eles (consulte o Apêndice).

Para verificar o nível de associação entre as variáveis, analisamos seus coeficientes de correlação, apresentados na Tabela 3. O aumento das vendas está positivamente associado ao aumento do lucro (0,6492) e ao aumento dos dividendos (0,6124). Por um lado, é natural que as empresas mais lucrativas apresentem maior crescimento nas vendas e que haja um aumento na distribuição dos resultados aos acionistas (Jabbouri, 2016). Por outro,

o aumento das vendas está negativamente associado ao aumento do pagamento de dividendos (-0,0311), o que é típico, visto que normalmente o aumento das vendas representa o crescimento da empresa e para crescer as empresas precisam distribuir menos lucros, o que resulta em uma taxa de pagamento mais baixa (Jabbouri, 2016). Igualmente, no período analisado, os *accruals* discricionários têm relação negativa com vendas (-0,0448), lucro (-0,0307) e dividendos (-0,1008), o que indica que as empresas que gerenciam seus lucros tendem a ter vendas menores, tendem a ser menos lucrativas e tendem a distribuir menos dividendos.

O aumento das vendas está negativamente associado ao ROE (-0,0066), enquanto o aumento do lucro está positivamente associado ao aumento dos dividendos (0,2418). O aumento do ROE também está positivamente associado ao aumento dos dividendos (0,1124) e ao pagamento de dividendos (0,0634). Esses achados são consistentes com Jabbouri (2016). O aumento do MB está positivamente relacionado a aumentos nos lucros (0,0093) e dividendos (0,0471). Em contrapartida, o aumento da alavancagem está negativamente associado

ao lucro (-0,1150) e aos dividendos (-0,0721), visto que maior alavancagem leva a maior despesa financeira e menor volume de lucros, de acordo com Al-Kuwari (2009).

Adicionalmente, as empresas com um tamanho maior tendem a ter maior patrimônio (0,1784), lucros (0,1755), dividendos (0,2088), e os índices de *DP* (0,0148).

Tabela 3

Matriz de correlação das variáveis analisadas, 2000-2016

Variáveis	SPS_{ijt}	EPS_{ijt}	DPS_{ijt}	D/E_{ijt}	EM_{ijt}	ROE_{ijt}	MB_{ijt}	Lev_{ijt}	$Size_{ijt}$	$IFRSexp_{ijt}$	PIB_{jt}
EPS_{ijt}	0,6492***										
DPS_{ijt}	0,6124***	0,6822***									
D/E_{ijt}	-0,0311***	0,0082***	0,1342***								
EM_{ijt}	-0,0448***	-0,0307***	-0,1008***	-0,0458***							
ROE_{ijt}	-0,0066***	0,2418***	0,1124***	0,0634***	0,1327***						
MB_{ijt}	-0,0546***	0,0093***	0,0471***	-0,0015***	0,1077***	0,2142***					
Lev_{ijt}	-0,0596***	-0,1150***	-0,0721***	-0,1055***	-0,0418***	-0,2557***	0,0557***				
$Size_{ijt}$	0,1908***	0,1755***	0,2088***	0,0148***	-0,1374***	0,0453***	-0,0084***	0,0979***			
$IFRSexp_{ijt}$	0,0037***	0,0169***	0,0771***	0,0267***	-0,1752***	-0,0293***	0,0202***	-0,0349***	0,0271***		
PIB_{jt}	-0,0652***	-0,0209***	-0,0738***	-0,0685***	0,2646***	0,1725***	0,1104***	0,0437***	-0,0327***	-0,2342***	
SRI_{jt}	0,0490***	0,0192***	0,0170***	0,0974***	-0,0833***	-0,1246***	-0,0522***	-0,1790***	-0,0140***	-0,0633***	-0,2136***

Nota: Para cada empresa *i* no país *j* e no ano *t*, SPS_{ijt} são as vendas por ação, EPS_{ijt} são os lucros por ação, DPS_{ijt} são os dividendos por ação, D/E_{ijt} é o índice de distribuição de dividendos, que é representado pela porcentagem dos lucros distribuídos, EM_{ijt} é o gerenciamento de resultados, ROE_{ijt} é o retorno sobre o patrimônio líquido, MB_{ijt} é o índice market-to-book, Lev_{ijt} é a alavancagem, $Size_{ijt}$ é o tamanho da empresa, que é representado pelo logaritmo das vendas totais, $IFRSexp_{ijt}$ é o número de anos desde a obrigatoriedade de adoção das International Financial Reporting Standards (IFRS) [Normas Internacionais de Relatório Financeiro] de cada país, PIB_{jt} é a porcentagem de crescimento do produto interno bruto (PIB), e SRI_{jt} é o indicador de risco soberano para cada país da Standard & Poor's.

, * = significativo a 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com respeito às características do país, a experiência de IFRS está positivamente associada a maiores lucros (0,0169) e negativamente associada aos *accruals* discricionários (-0,1752). Esse resultado indica que as empresas dos países emergentes analisados apresentam uma tendência maior de *accruals* negativos, o que se explica pela criação de “reservas de lucros” pelas empresas quando seus resultados são superiores ao esperado para serem compensados em períodos futuros, quando os resultados possíveis estão abaixo das expectativas (Dechow & Schrand, 2004). Não obstante, isso é consistente com Ismail et al. (2013), que observam que as IFRS obrigatórias tende a diminuir o gerenciamento de resultados.

O crescimento do *PIB* de um país está negativamente associado ao crescimento dos dividendos (-0,0738) e a taxa de *DP* (-0,0685), o que sugere que, em períodos de maior crescimento na economia de um país, as empresas tendem a reter mais lucros para apoiar o seu crescimento. Isso é consistente com a associação positiva de crescimento do *PIB* com alavancagem corporativa (0,0437), o que indica que as empresas também buscam mais dívidas para financiar seu crescimento. Esses achados são consistentes com os resultados identificados por Dimitras et al. (2015) para a Irlanda. Por fim,

pontuações mais altas [*scores*] de *SRI* estão positivamente associadas a dividendos mais altos (0,0170) e uma taxa de *DP* mais elevada (0,0974).

A testagem da primeira hipótese deste estudo (H_1), a Tabela 4 apresenta os achados em que os dividendos são mais persistentes do que os lucros. Para essa análise, usamos o modelo DS, onde os autores previram um coeficiente de persistência dos lucros de 0,71 para uma amostra de empresas nos Estados Unidos da América, um país desenvolvido, de 1987 a 2002. Em sua análise, Dechow e Schrand (2004) também apresentam persistência de vendas, com coeficiente de 0,85.

A Tabela 4 apresenta os coeficientes estimados neste estudo para a persistência de *SPS*, *EPS* e *DPS* em países emergentes. O modelo 1 mostra que as vendas anteriores estão positiva e significativamente associadas às vendas atuais ($\beta_i^{SPS} = 0,9441$), o que indica a persistência das vendas. Isso significa que se uma empresa ganha US\$ 1,00 em vendas, então, em média, 94 centavos persistirão nas vendas do próximo ano. Esse coeficiente é maior do que o coeficiente observado anos atrás por Dechow e Schrand (2004) para as empresas em um país desenvolvido (0,84).

No tocante aos lucros, o modelo 2 demonstra que os lucros anteriores apresentam associação positiva e

significativa com os lucros atuais ($\beta_1^{EPS} = 0,7561$). Isso significa a persistência de lucros entre empresas em países emergentes, onde se uma empresa ganha US\$ 1,00 de lucro, então, em média, 76 centavos persistirão no lucro do próximo ano. Assim como em Dechow e Schrand (2004), esse coeficiente é inferior ao coeficiente de vendas; entretanto, o coeficiente de lucros encontrado neste estudo é superior ao coeficiente observado no estudo de Dechow e Schrand. Igualmente, o modelo 3 revela que os dividendos são realmente persistentes ($\beta_1^{EPS} = 0,8912$) e demonstra que se uma empresa pagar US\$ 1,00 de dividendos, então, em média, 89 centavos persistirão nos dividendos do próximo ano.

Continuando a examinar a Tabela 4 e comparando os modelos estimados para a mesma amostra, podemos verificar que, de fato, nos mercados emergentes, os dividendos são mais persistentes do que os lucros ($\beta_1^{DPS} > \beta_1^{EPS}$). Esse achado confirma H_1 , que é consistente com Chan et al. (2018), que argumenta que os dividendos são mais suavizados do que os lucros. Acrescentamos essa evidência da proporção de vendas e persistência de lucros, e apresentamos novas evidências da persistência dos dividendos em países emergentes. Assim, demonstramos que essas descobertas recentes para os mercados emergentes são maiores do que os resultados encontrados no mercado dos EUA por Dechow e Schrand (2004).

Tabela 4

Regressões para vendas, lucros e persistência dos dividendos, 2000-2016

Variável	Modelo 1 (SPS)	Modelo 2 (EPS)	Modelo 3 (DPS)
(β_0) Constante	-1,2993** (0,5378)	-0,0765 (0,0580)	0,0234*** (0,0087)
(β_1) X_{it-1}	0,9441*** (0,0054)	0,7561*** (0,0148)	0,8912*** (0,0088)
(β_2) $IFRSexp_{it-1}$	0,0271 (0,0358)	0,0075** (0,0034)	0,0026*** (0,0007)
(δ_i) <i>Dummies</i> de Ano	Sim	Sim	Sim
(γ_s) <i>Dummies</i> de Indústria	Sim	Sim	Sim
(θ_j) <i>Dummies</i> de País	Sim	Sim	Sim
Estatística F	2.064,93***	219,29***	687,57***
R ² Ajustado	0,9367	0,5967	0,7731
Empresas	7.536	7.536	7.536
Observações	68.038	68.038	68.038

Nota: Esta tabela mostra as estimativas de coeficiente e erros padrão (entre parênteses) das regressões de mínimos quadrados ordinários (OLS, ordinary least squares). Os erros são agrupados no nível da empresa e a estimativa dos erros padrão é robusta para heterocedasticidade e as correlações de erro no nível da empresa, indústria e país. Para cada empresa i no país j e no ano t , X são as vendas por ação (modelo 1), o lucro por ação (modelo 2) ou o dividendo por ação (modelo 3), $IFRSexp$ é o número de anos de adoção da obrigatoriedade das International Financial Reporting Standards (IFRS) [Normas Internacionais de Relatório Financeiro], e δ_i , γ_s e θ_j representam os efeitos fixos do ano, da indústria e do país, respectivamente.

** , *** = significativo a 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Como análise de robustez, excluimos a Coreia do Sul, Índia e Taiwan da amostra, individualmente e em conjunto, e constatamos, em geral, que os coeficientes β_1 dos modelos na Tabela 4 permanecem positivos e significativos (ver Tabela A no Apêndice). No entanto, para detalhar a análise no nível do país, a equação 4 é reestimada para cada país na Tabela 5. Observe que a única exceção é a China, em todos os outros países os resultados permanecem (coeficientes positivos e significativos), seja para SPS, EPS ou DPS. Isso confirma a conclusão de que

os resultados do estudo não são conduzidos pela Coreia do Sul, Índia e Taiwan.

A Tabela 5 mostra que, em todos os demais países emergentes, os modelos DS estimados para vendas, lucros e dividendos confirmam a persistência identificada nos modelos completos (Tabela 4) nos níveis estatísticos convencionais. Exceto na China, de fato, em todos os outros países, o coeficiente de persistência de vendas é maior do que o coeficiente de persistência de lucros ($\beta_1^{SPS} > \beta_1^{EPS}$).

Tabela 5*Regressões para persistência de patrimônio, lucros e dividendos por país, 2000-2016*

País	Amostra	Modelo 1 (SPS)	Modelo 2 (EPS)	Modelo 3 (DPS)
Brasil	$i = 190$ $n = 1.648$	0,8929*** (0,8851)	0,5820*** (0,3113)	0,7614*** (0,5685)
Chile	$i = 137$ $n = 1.691$	0,9849*** (0,9773)	0,7978*** (0,5229)	0,8216*** (0,5813)
China	$i = 392$ $n = 2.605$	0,0837 (0,0620)	0,1723 (0,0653)	0,1008*** (0,0157)
Colômbia	$i = 32$ $n = 167$	1,0160*** (0,9810)	1,0041*** (0,9926)	0,9852*** (0,8980)
República Tcheca	$i = 7$ $n = 77$	0,9119*** (0,9656)	0,9058*** (0,8683)	0,9175*** (0,8474)
Egito	$i = 78$ $n = 653$	0,9282*** (0,8853)	0,7962*** (0,6913)	0,8023*** (0,6646)
Grécia	$i = 157$ $n = 1.360$	0,8975*** (0,8200)	0,5987*** (0,4060)	0,7904*** (0,5702)
Hungria	$i = 22$ $n = 192$	0,9408*** (0,9378)	0,8543*** (0,7068)	0,7450*** (0,8364)
Índia	$i = 2.079$ $n = 16.997$	0,8927*** (0,8410)	0,7563*** (0,5236)	0,7187*** (0,4759)
México	$i = 82$ $n = 860$	0,9526*** (0,9769)	0,9537*** (0,8776)	0,5884*** (0,2180)
Peru	$i = 27$ $n = 149$	0,9855*** (0,9511)	0,9687*** (0,2477)	0,4326** (0,0518)
Polônia	$i = 346$ $n = 2.727$	0,9719*** (0,9077)	0,8393*** (0,6565)	0,8929*** (0,6917)
Catar	$i = 20$ $n = 173$	1,0449*** (0,9365)	0,9149*** (0,7072)	0,8625*** (0,6134)
Rússia	$i = 107$ $n = 768$	0,9505*** (0,8897)	0,8680*** (0,7330)	0,9121*** (0,7059)
Arábia Saudita	$i = 112$ $n = 867$	1,0138*** (0,8971)	0,8790*** (0,6143)	0,8938*** (0,7337)
África do Sul	$i = 138$ $n = 1.176$	1,0083*** (0,9394)	0,7251*** (0,4370)	0,7467*** (0,4970)
Coreia do Sul	$i = 1.705$ $n = 17.367$	0,9416*** (0,9333)	0,7459*** (0,5677)	0,9257*** (0,8216)
Taiwan	$i = 1.648$ $n = 16.402$	0,8117*** (0,8183)	0,5928*** (0,4063)	0,7861*** (0,5630)
Turquia	$i = 213$ $n = 1.766$	0,8843*** (0,7719)	0,6856*** (0,4949)	0,8530*** (0,6658)
Emirados Árabes Unidos	$i = 44$ $n = 413$	0,9555*** (0,7843)	0,1644*** (0,0123)	0,7958*** (0,4489)

Nota: Esta tabela mostra o coeficiente de persistência (β_1) e o R^2 ajustado (entre parênteses) das regressões de mínimos quadrados ordinários (OLS) para cada país, de acordo com a equação 4 adaptada. Os erros são agrupados no nível da empresa e a estimativa dos erros padrão é robusta para heterocedasticidade e as correlações de erro no nível da empresa, e da indústria. Para cada empresa i no ano t , X é a venda por ação (modelo 1), o lucro por ação (modelo 2), ou o dividendo por ação (modelo 3), $IFRS_{exp}$ é o número de anos de adoção obrigatória das International Financial Reporting Standards (IFRS) [Normas Internacionais de Relatório Financeiro], exceto para os países marcados em negrito, que não adotaram o IFRS no período analisado, e, portanto, essa variável é excluída do modelo, δ_i e γ_s representam os efeitos fixos ano e setor, respectivamente, i é o número de firmas, n é o número de observações-ano. A maior proporção de vendas é observada para o Catar (1,0449), o que sugere que se as empresas no Catar ganham US\$ 1,00 em vendas, então, em média, US\$ 1,05 persistirá nas vendas do próximo ano. O Catar também é o país com o maior crescimento médio do produto interno bruto (PIB) nesta amostra, o que confirma essa evidência e demonstra que o crescimento das vendas corporativas está associado ao crescimento do PIB de um país. Em contraste, o menor coeficiente de persistência de vendas é observado para Taiwan (0,8117), em que cada US\$ 1,00 ganho em vendas no período atual, em média, 82 centavos persistirão nas vendas do próximo ano. Comparado ao Dechow e Schrand (2004) coeficiente encontrado para uma amostra de firmas dos Estados Unidos da América (0,84), neste estudo, apenas China e Taiwan apresentam coeficientes mais baixos, com todos os demais países apresentando maior persistência de vendas.

, * = significativo a 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

O maior coeficiente de persistência de lucros é observado na Colômbia (1,0041), e o menor nos Emirados Árabes Unidos (0,1644). Isso significa que se uma empresa ganha US\$ 1,00 de lucro, então, em média, na Colômbia, US\$ 1,00 persistirá no lucro do próximo ano, mas nos Emirados Árabes Unidos, apenas 16 centavos persistirão no próximo ano. Comparado ao coeficiente de persistência de lucros (0,71) que Dechow e Schrand (2004) encontraram para o mercado dos EUA, o coeficiente deste estudo é menor em 6 dos 20 países (Brasil, China, Grécia, Taiwan, Turquia e Emirados Árabes Unidos), e em nos outros 14 países emergentes, a persistência de lucros é maior do que a persistência de lucros identificada por Dechow e Schrand (2004).

A Tabela 5 também mostra que a persistência dos dividendos é observada em todos os países emergentes, com o maior coeficiente observado na Colômbia (0,9852), e o menor coeficiente na China (0,1008). Portanto, em relação aos dividendos, se uma empresa paga US\$ 1,00 de dividendos, então, em média, na Colômbia, 99 centavos persistirão nos dividendos do próximo ano, mas na China, apenas 10 centavos persistirão no próximo ano. Em geral, ao examinar cada país emergente, notamos que a persistência dos dividendos é maior do que a persistência de lucros ($\beta_1^{DPS} > \beta_1^{EPS}$) em 14 dos 20 países analisados, onde

H_1 também é confirmado individualmente.

Além dos dividendos anteriores (DPS_{it-1}), Lintner (1956) afirma que os lucros presentes (EPS_{it}) afetam a persistência dos dividendos. Para esse autor, espera-se que o lucro tenha uma influência positiva sobre os dividendos do período t . Por esse motivo, estimamos, na Tabela 6, o modelo de Lintner para a amostra de países emergentes (modelo 1), e constatamos que, de fato, o lucro corrente tem relevância na explicação dos dividendos correntes (0,0392). De modo consoante, se uma empresa ganha US\$ 1,00 de lucro, então, em média, 4 centavos desses lucros persistirão nos dividendos do próximo ano. No entanto, no modelo 1, verificamos que mesmo com a inclusão do lucro corrente, os dividendos anteriores permanecem relevantes (0,7603). Para uma amostra de firmas americanas no período de 1918 a 1941, Lintner (1956) identificou um coeficiente maior para o lucro corrente (0,15) e um coeficiente menor para dividendos anteriores (0,70). Assim, podemos inferir que, nos últimos anos, os dividendos anteriores são mais importantes nos países emergentes e os lucros atuais são menos importantes para explicar os dividendos atuais quando comparamos essas descobertas recentes para os países emergentes com as antigas descobertas de Lintner para os Estados Unidos da América (um país desenvolvido).

Tabela 6

Regressões para o modelo Lintner com gerenciamento de resultados, 2000-2016

Variáveis	Modelo Lintner	Modelo Lintner Modificado	Controle	
			$ EM _{ijt-1}$	$SD(EM)_{ijt-1}$
(\emptyset_0) Constante	0,0486*** (0,0074)	0,0537*** (0,0077)	0,0556*** (0,0062)	0,0537*** (0,0061)
(\emptyset_1) EPS_{ijt}	0,0392*** (0,0019)	0,0392*** (0,0019)	0,0362*** (0,0006)	0,0374*** (0,0005)
(\emptyset_2) DPS_{ijt-1}	0,7603*** (0,0107)	0,7604*** (0,0107)	0,7877*** (0,0036)	0,7682*** (0,0030)
(\emptyset_3) $IFRSexp_{jt-1}$	0,0016** (0,0008)	0,0018** (0,0008)	0,0011* (0,0000)	0,0011* (0,0006)
(\emptyset_4) Control		0,0092* (0,0048)	0,0053 (0,0057)	-0,0096** (0,0050)
(\emptyset_5) Control \times EPS_{ijt}			0,0158*** (0,0027)	0,0087*** (0,0014)
(\emptyset_6) Control \times DPS_{it-1}			-0,1407*** (0,0136)	-0,0348*** (0,0073)
(\emptyset_7) Control \times $IFRSexp_{jt-1}$			0,0024 (0,0020)	0,0020* (0,0012)
(δ) Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
(γ) Dummies de Indústria	Sim	Sim	Sim	Sim
(θ) Dummies de País	Sim	Sim	Sim	Sim
Estatística F	727,96***	712,34***	611,31***	628,23***

Tabela 6

Cont.

Variáveis	Modelo Lintner	Modelo Lintner Modificado	Controle	
			EM _{ijt-1}	SD(EM) _{ijt-1}
R ² Ajustado	0,8219	0,8219	0,8235	0,8229
Empresas	7.134	7.134	7.134	7.134
Observações	57.059	57.059	57.059	57.059

Nota: Esta tabela mostra as estimativas de coeficiente e erros padrão (entre parênteses) das regressões de mínimos quadrados ordinários (OLS, ordinary least squares). Os erros são agrupados no nível da empresa e a estimativa dos erros padrão é robusta para heterocedasticidade e as correlações de erro no nível da empresa, indústria e país. Para cada empresa *i* no país *j* e no ano *t*, DPS_{ijt} é o dividendo por ação no ano *t*, EPS_{ijt} é o lucro por ação no ano *t*, DPS_{ijt-1} é o dividendo por ação no ano *t* - 1, $Control_{ijt-1}$ é o controle para gerenciamento de resultados, assumindo os accruals discricionários (EM) no modelo 2, o módulo dos accruals discricionários (|EM|) no modelo 3, e o SD de accruals discricionários (SD(EM)) no modelo 4, $IFRSexp_{jt-1}$ é o número de anos de adoção obrigatória das International Financial Reporting Standards (IFRS) [Normas Internacionais de Relatório Financeiro] e δ_t , γ_s e θ_j representam os efeitos fixos do ano, da indústria e do país, respectivamente.

*, **, *** = significativo a 10, 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Neste estudo, assumimos que, além do lucro corrente considerado no modelo de Lintner, o volume do gerenciamento de resultados pode afetar a persistência dos dividendos (Daniel et al., 2008; Martinez, 2008). Portanto, adicionamos esse ponto a esta discussão. Na Tabela 6, os modelos 2 a 4 consideram os efeitos do gerenciamento de resultados na persistência dos dividendos. No modelo 2, verificamos que o efeito do gerenciamento de resultados passado sobre os dividendos correntes é positivo (0,0092). Quando analisamos os efeitos do volume de gerenciamento de resultados (|EM| no modelo 3) no modelo de Lintner, podemos observar que a relevância do lucro corrente na explicação dos dividendos correntes aumenta (0,0158), enquanto a relevância dos dividendos anteriores diminui (-0,1407). Além disso, quando o SD do gerenciamento de resultados [SD(EM) no modelo 4] é considerado no modelo Lintner, notamos que a relevância do lucro corrente na explicação dos dividendos correntes é aumentada (0,0087), enquanto a relevância dos dividendos anteriores é diminuída (-0,0348).

Esses achados revelam que, com base no modelo de Lintner (1956) em países emergentes, o gerenciamento de resultados tem um efeito positivo sobre os lucros ($\varnothing_5 > 0$), mas um efeito negativo sobre a persistência dos dividendos ($\varnothing_6 < 0$). Nós observamos que a persistência dos dividendos continua mesmo em um cenário com gerenciamento de resultados, o que é consistente com as evidências de Lintner (1956) para os EUA e de Al-Najjar (2009) para a Jordânia. No entanto, esse gerenciamento de resultados tende a diminuir a persistência dos dividendos ao longo do tempo, principalmente pela tendência de reversão dessa gestão, segundo Rodrigues Sobrinho et

al. (2014) e Srikanth e Durga Prasad (2015). Portanto, há evidências em prol de H₂ nos mercados emergentes. Esses achados permanecem mesmo quando a Coreia do Sul, Índia e Taiwan são removidos da amostra (ver Tabela B no Apêndice).

Com base no pressuposto de que a volatilidade macroeconômica de um país pode afetar a persistência dos dividendos das empresas, na Tabela 7, nós reestimamos o modelo original de Lintner (para uma subamostra ajustada pelas variáveis defasadas) e duas versões modificadas para controlar o desempenho econômico e o risco soberano de um país. Novamente, o modelo 1 da Tabela 7 revela que a persistência dos dividendos ($\varnothing_2 > 0$) permanece nos níveis convencionais de significância, com coeficientes semelhantes aos coeficientes identificados no modelo 1 da Tabela 6. No modelo 2, podemos observar que um aumento de 1% no PIB passado está positivamente associado a um aumento de 0,07 centavos nos dividendos do próximo ano ($\varnothing_4^{PIB} = 0,0007$).

Quando moderamos a persistência dos dividendos por crescimento do PIB crescimento, descobrimos que, além da persistência dos dividendos ($\varnothing_2^{PIB} = 0,7157$), se eleva quando o crescimento do PIB de um país aumenta ($\varnothing_6^{PIB} = 0,0106$). Em geral, quando o PIB de um país cresce 1%, em média, 1 centavo a mais persistirá nos dividendos do próximo ano para as empresas. Esse achado revela que a melhoria do desempenho econômico de um país influencia positivamente um aumento no desempenho de uma empresa (Malik & Temple, 2009), o que melhora a previsibilidade de seus lucros e dividendos. Isso está de acordo com H₄, o que se confirma para os países emergentes da amostra.

Tabela 7

Regressões para o modelo Lintner, PIB e SRI, 2000-2016

Variáveis	Modelo Lintner	Controle	
		PIB_{it-1}	SRI_{it-1}
(\emptyset_0) Constante	0,0388*** (0,0076)	0,0409*** (0,0078)	0,0438*** (0,0108)
(\emptyset_1) EPS_{it}	0,0397*** (0,0019)	0,0447*** (0,0035)	0,0628*** (0,0090)
(\emptyset_2) DPS_{it-1}	0,7559*** (0,0109)	0,7157*** (0,0206)	0,6171*** (0,0453)
(\emptyset_3) $IFRSexp_{jt-1}$	0,0017** (0,0007)	0,0013 (0,0010)	0,0012 (0,0020)
(\emptyset_4) Control		0,0007*** (0,0004)	0,0007 (0,0008)
(\emptyset_5) Control \times EPS_{it}		-0,0013* (0,0007)	-0,0020*** (0,0007)
(\emptyset_6) Control \times DPS_{it-1}		0,0106** (0,0043)	0,0128*** (0,0039)
(\emptyset_7) Control \times $IFRSexp_{jt-1}$		-0,0001 (0,0001)	-0,0001 (0,0001)
(δ_i) Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim
(γ_s) Dummies de Indústria	Sim	Sim	Sim
(θ_i) Dummies de País	Sim	Sim	Sim
Estatística F	691,23***	626,73***	686,35***
R ² Ajustado	0,8190	0,8195	0,8197
Empresas	7.137	7.137	7.137
Observações	58.426	58.426	58.426

Nota: Esta tabela mostra as estimativas de coeficiente e erros padrão (entre parênteses) das regressões de mínimos quadrados ordinários (OLS, ordinary least squares). Os erros são agrupados no nível da empresa e a estimativa dos erros padrão é robusta para heterocedasticidade e as correlações de erro no nível da empresa, indústria e país. Para cada empresa i no país j e no ano t , DPS_{ijt} é o dividendo por ação no ano t , EPS_{ijt} é o lucro por ação no ano t , DPS_{ijt-1} é o dividendo por ação no ano $t - 1$, $IFRSexp_{jt-1}$ é o número de anos de adoção obrigatória das International Financial Reporting Standards (IFRS) [Normas Internacionais de Relatório Financeiro], PIB_{jt-1} é a porcentagem de crescimento do produto interno bruto (PIB) de cada país entre os anos $t - 2$ e $t - 1$, SRI_{jt} é o indicador de risco soberano para cada país no ano $t - 1$, δ_i , γ_s e θ_i representam os efeitos fixos do ano, da indústria e do país, respectivamente.

*, **, *** = significativo a 10, 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Finalmente, o modelo 3 da Tabela 7 revela que mesmo em face do controle de risco soberano de um país, a persistência dos dividendos continua ($\emptyset_2^{SRI} = 0,6171$). Individualmente, alterar a classificação de um país para um grau superior ou inferior na escala de risco soberano não mostra nenhum efeito significativo nos dividendos do próximo ano ($\emptyset_4^{SRI} = 0$). No entanto, quando a pontuação SRI é usada para moderar a persistência dos dividendos das empresas, encontramos um efeito positivo da mudança na classificação para uma escala de grau superior (menor risco) na persistência dos dividendos ($\emptyset_6^{SRI} = 0,0128$), o que afirma a suposição

de que a redução da instabilidade econômica de um país emergente apoia a previsibilidade do desempenho das empresas (Malik & Temple, 2009; Oshiro & Saruwatari, 2005).

Neste estudo, em geral, o avanço de um grau na escala de classificação da Standard and Poor's por um país emergente representa, em média, 1 centavo a mais nos dividendos do próximo ano para as empresas. Assim, confirma-se a quarta e última hipótese deste estudo. E, outra vez, observamos que as descobertas não foram conduzidas pela Coréia do Sul, Índia e Taiwan (ver Tabela C no Apêndice).

5. CONCLUSÃO

Os resultados de nosso estudo indicam que, nos principais mercados emergentes, as empresas que distribuem mais dividendos possuem menor gerenciamento de resultados, são mais lucrativas, possuem menor alavancagem financeira e maior volume de vendas. Essas características dos países emergentes também afetam o volume de lucros distribuídos pelas empresas, uma vez que o crescimento do PIB tende a estar associado ao crescimento de uma empresa, o que faz com que a empresa retenha mais do seu faturamento para sustentar seu crescimento. Descobrimos que os lucros são persistentes em mercados emergentes, como em países desenvolvidos, mas, além disso, descobrimos que os dividendos tendem a ser mais persistentes ao longo do tempo.

Esse achado é relevante para mercados emergentes que converge com a literatura de apoio e demonstra que, de fato, os dividendos podem ser um melhor input nos modelos de avaliação em mercados emergentes porque estão menos sujeitos aos efeitos do gerenciamento de resultados. Essa propriedade dos dividendos é especialmente verdadeira porque esses países têm um ambiente de negócios mais arriscado e manter os pagamentos de dividendos menos voláteis é útil para as empresas melhorarem sua reputação e reduzir o risco do investidor.

Lintner demonstra que, em um país desenvolvido, os dividendos correntes pagos pelas empresas são explicados não apenas pelos dividendos anteriores, mas também pelos lucros correntes. Essa é uma condição verdadeira em países emergentes porque, geralmente, o volume de dividendos pagos é uma função dos lucros relatados de uma empresa devido ao índice de DP definido pelos gestores da empresa. A partir disso, contribuimos para a literatura ao demonstrarmos que as empresas em países emergentes tendem a gerenciar

seus lucros para atender às expectativas do mercado, especialmente no que diz respeito ao desempenho da empresa, o que tem um efeito negativo sobre a persistência dos dividendos. Assim, em média, ainda que os dividendos tenham sua persistência reduzida por esse gerenciamento de resultados, ele permanece menos volátil do que o lucro corporativo, o que, novamente, qualifica a persistência dos dividendos como o melhor dado de entrada (*input*) para os modelos de avaliação em países emergentes.

Outra contribuição relevante deste estudo é a confirmação de que, em mercados emergentes, a redução da volatilidade macroeconômica e das incertezas sobre o desempenho e risco de um país melhora a previsibilidade do desempenho corporativo e aumenta a persistência dos dividendos ao longo do tempo. Essa é mais uma evidência que apoia o uso de informações sobre dividendos como um input para modelos de avaliação, especialmente quando há menos incertezas no país emergente e um menor volume de gerenciamento de resultados na empresa.

Finalmente, nossos achados geraram as seguintes questões que não foram abordadas por peculiaridades metodológicas ou DataStream e que sugerimos como desenvolvimentos futuros para esta pesquisa: (i) Como as especificidades legais de cada país afetam a persistência dos dividendos comparando os eventos entre os países? (ii) Como as crises financeiras específicas de cada país influenciam a persistência dos dividendos na presença de gerenciamento de resultados? (iii) Como a forma de gerenciamento de resultados (mais ou menos) afeta a persistência dos dividendos das empresas? (iv) Quais são as motivações que levam as empresas a buscar uma maior persistência dos dividendos, mesmo em períodos em que apresentam prejuízo?

REFERÊNCIAS

- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the dividend policy in emerging stock exchanges: The case of GCC countries. [Determinantes da política de dividendos nas bolsas de valores emergentes: O caso dos países do GCC] *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 38 -63.
- Al-Najjar, B. (2009). Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data [Comportamento de dividendos e suavização de novas evidências de dados de painel da Jordânia]. *Studies in Economics and Finance*, 2(2), 38-63.
- Chan, K. F., Powell, J. G., Shi, J., & Smith, T. (2018). Dividend persistence and dividend behaviour [Persistência dos dividendos e comportamento de dividendos]. *Accounting and Finance*, 58(1), 127-147.
- Choi, J.-H., Kim, J.-B., & Lee, J. J. (2011). Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997-1998 [Relevância do valor das acumulações discricionárias na crise financeira asiática de 1997-1998] *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(2), 166-187.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.) [Ferramentas e técnicas para determinar o valor de qualquer ativo]. Wiley & Sons.
- Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2008). Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? [As empresas gerenciam os lucros para atender aos limites de dividendos?] *Journal of Accounting & Economics*, 45(1), 2-26.

- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants, and their consequences [Entendendo a qualidade dos ganhos: Uma revisão dos proxies, seus determinantes e suas consequências]. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach [Detectando gerenciamento de resultados: Uma nova abordagem]. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334.
- Dechow, P., & Schrand, C. (2004). Earnings quality [Qualidade dos lucros]. *CFA Digest*, 34(4), 82-85.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability [Volatilidade dos lucros e previsibilidade dos lucros]. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1-2), 160-181.
- Dimitras, A. I., Kyriakou, M. I., & Iatridis, G. (2015). Financial crisis, GDP variation, and earnings management in Europe [Crise financeira, variação do PIB e gerenciamento de resultados na Europa]. *Research in International Business and Finance*, 34(C), 338-354.
- Dong, M., & Stettler, A. (2011). Estimating firm-level and country-level effects in cross-sectional analyses: An application of hierarchical modeling in corporate disclosure studies [Estimando os efeitos no nível da empresa e no nível do país em análises transversais: Uma aplicação de modelagem hierárquica em estudos de divulgação corporativa]. *The International Journal of Accounting*, 46(3), 271-303.
- Doukakis, L. C. (2014). The effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities [O efeito da adoção obrigatória das IFRS nas atividades de gerenciamento de resultados com base no real e no regime de competência]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(6), 551-572.
- Enomoto, M., Kimura, F., & Yamaguchi, T. (2015). Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection [Gerenciamento de resultados reais e com base em acréscimos: Uma comparação internacional para proteção do investidor]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 183-198.
- Ghysels, E., Plazzi, A., & Valkanov, R. (2016). Why invest in emerging markets? The role of conditional return asymmetry [Por que investir em mercados emergentes? O papel da assimetria de retorno condicional]. *The Journal of Finance*, 71(5), 2145-2192.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and financing policy [Ótimo Investimento e política de financiamento]. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Houqe, M. N., & Monem, R. M. (2016). IFRS adoption, extent of disclosure, and perceived corruption: A cross-country study [Adoção das IFRS, extensão da divulgação e corrupção percebida: Um estudo entre países]. *The International Journal of Accounting*, 51(3), 363-378.
- Ismail, W. A. W., Kamarudin, K. A., Tony, V. Z., & Dunstan, K. (2013). Earnings quality and the adoption of IFRS-based accounting standards [Qualidade dos resultados e adoção das normas contábeis baseadas nas IFRS]. *Asian Review of Accounting*, 21(1), 53-73.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets [Determinantes da política de dividendos corporativos em mercados emergentes: Provas dos mercados de ações MENA]. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298.
- Johnson, M. (1999). Business cycles and the relation between security returns and earnings [Ciclos de negócios e a relação entre retornos e lucros de títulos]. *Review of Accounting Studies*, 4(2), 93-117.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance [Determinantes jurídicos do financiamento externo]. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world [Problemas de agência e políticas de dividendos em todo o mundo]. *Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes [Distribuição da renda das empresas entre dividendos, lucros retidos e impostos]. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Malik, A., & Temple, J. R. W. (2009). The geography of output volatility [A geografia da volatilidade da produção]. *Journal of Development Economics*, 90(2), 163-178.
- Marsh, T. A., & Merton, R. C. (1987). Dividend behavior for the aggregate stock market [Comportamento dos dividendos para o mercado de ações agregado]. *Journal of Business*, 60(1), 1-40.
- Martinez, A. L. (2008). Detecting earnings management in Brazil: estimating discretionary accruals [Detectando o gerenciamento de resultados no Brasil: estimando as acumulações discricionárias]. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7-17.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares [Política de dividendos, crescimento e valorização das ações]. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Oshiro, N., & Saruwatari, Y. (2005). Quantification of sovereign risk: Using the information in equity market prices [Quantificação do risco soberano: Usando as informações em preços de mercado de ações]. *Emerging Markets Review*, 6(4), 346-362.
- Pelucio-Grecco, M. C., Geron, C. M. S., Grecco, G. B., & Lima, J. P. C. (2014). The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies [O efeito do IFRS no gerenciamento de resultados em empresas públicas não financeiras brasileiras]. *Emerging Markets Review*, 21(C), 42-66.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches [Estimando erros padrão em conjuntos de dados do painel financeiro: Comparando abordagens]. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.
- Rodrigues Sobrinho, W. B., Rodrigues, H. S., & Sarlo, A., Neto. (2014). Dividendos e accruals discricionários: um estudo sobre a relação entre a política de distribuição de dividendos e a qualidade dos lucros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(24), 3-24.
- Silva, A. F. da, Weffort, E. F. J., Flores, E. da S., & Silva, G. P. da. (2014). Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market [Gestão de resultados e crises econômicas no mercado de capitais brasileiro]. *Revista de Administração de Empresas*, 54(3), 268-283.
- Srikanth, P., & Durga Prasad, M. N. (2015). Impact of earnings management on dividend policy: Empirical evidence from India [Impacto do gerenciamento de resultados na política de dividendos: Evidência empírica da Índia]. *Nitte Management Review*, 25(1), 183-205.

APÊNDICE

Tabela A

Sem Índia, Coreia do Sul e Taiwan – regressões para vendas, lucros e persistência dos dividendos, 2000-2016

Variável	Modelo 1 (SPS)	Modelo 2 (EPS)	Modelo 3 (PIB)
(β_0) Constante	-0,4499 (0,3853)	-0,0393 (0,0833)	0,0545*** (0,0162)
$(\beta_1) X_{it-1}$	0,9471*** (0,0119)	0,7527*** (0,0268)	0,8337*** (0,0134)
$(\beta_2) IFRSexp_{jt-1}$	0,0175 (0,0392)	-0,0030 (0,0044)	0,0006 (0,0009)
(δ_i) Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim
(γ_s) Dummies de Indústria	Sim	Sim	Sim
(θ_j) Dummies de País	Sim	Sim	Sim
Estatística F	684,04***	100,91***	358,44***
R ² Ajustado	0,9229	0,5987	0,7207
Empresas	2,104	2,104	2,104
Observações	17,272	17,272	17,272

Nota: Esta tabela mostra as estimativas de coeficiente e erros padrão (entre parênteses) das regressões OLS. Os erros são agrupados ao nível da empresa e a estimativa dos erros padrão é robusta para heterocedasticidade e as correlações de erro ao nível da empresa, indústria e país. Para cada empresa i no país j e no ano t , X são as Vendas por Ação (Modelo 1), os Lucros por Ação (Modelo 2) ou o Dividendo por Ação (Modelo 3); $IFRSexp$ é o número de anos de adoção obrigatória das IFRS; δ_i , γ_s e θ_j representam os efeitos fixos do ano, da indústria e do país, respectivamente; e *** é significativo a 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Tabela B

Sem Índia, Coreia do Sul e Taiwan – regressões para o modelo Lintner com gerenciamento de resultados, 2000-2016

Variáveis	Modelo Lintner	Modelo Lintner Modificado	Controle	
			$ EM _{ijt-1}$	$SD(EM)_{ijt-1}$
(\emptyset_0) Constante	0,0637*** (0,0162)	0,0531*** (0,0111)	0,0504*** (0,0118)	0,0494*** (0,0121)
$(\emptyset_1) EPS_{ijt}$	0,0507*** (0,0037)	0,0509*** (0,0037)	0,0514*** (0,0014)	0,0565*** (0,0020)
$(\emptyset_2) DPS_{ijt-1}$	0,7160*** (0,0153)	0,7184*** (0,0149)	0,7350*** (0,0062)	0,7379*** (0,0093)
$(\emptyset_3) IFRSexp_{jt-1}$	-0,0001 (0,0008)	-0,0002 (0,0008)	0,0005 (0,0009)	0,0011 (0,0011)
$(\emptyset_4) Control$		0,0184 (0,0180)	0,0265 (0,0312)	0,0238 (0,0382)
$(\emptyset_5) Control \times EPS_{ijt}$			-0,0077 (0,0156)	-0,0675*** (0,0204)
$(\emptyset_6) Control \times DPS_{jt-1}$			-0,3222*** (0,0694)	-0,2414*** (0,0939)
$(\emptyset_7) Control \times IFRSexp_{jt-1}$			-0,0080 (0,0065)	-0,0128 (0,0079)
(δ_i) Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
(γ_s) Dummies de Indústria	Sim	Sim	Sim	Sim
(θ_j) Dummies de País	Sim	Sim	Sim	Sim
Estatística F	376,37***	384,47***	1.170,73***	1.171,28***

Tabela B

Cont.

Variáveis	Modelo Lintner	Modelo Lintner Modificado	Controle	
			$ EM _{ijt-1}$	$SD(EM)_{ijt-1}$
R ² Ajustado	0,7507	0,7562	0,7561	0,7562
Empresas	2.102	2.102	2.102	2.102
Observações	16.605	16.605	16.605	16.605

Nota: Esta tabela mostra as estimativas de coeficiente e erros padrão (entre parênteses) das regressões OLS. Os erros são agrupados ao nível da empresa e a estimativa dos erros padrão é robusta para heterocedasticidade e as correlações de erro ao nível da empresa, indústria e país. Para cada empresa i no país j e no ano t , DPS_{ijt} é o Dividendo por Ação no ano t ; EPS_{ijt} é o lucro por ação no ano t ; DPS_{ijt-1} é o Dividendo por Ação no ano $t - 1$; $Control_{ijt-1}$ é o controle de gerenciamento de resultados, assumindo os accruals discricionários (EM) no Modelo 2, o módulo de accruals discricionários ($|EM|$) no Modelo 3 e o desvio padrão dos accruals discricionários ($SD(EM)$) no Modelo 4; $IFRSexp_{ijt-1}$ é o número de anos de adoção obrigatória das IFRGS; δ_t , γ_s e θ_j representam os efeitos fixos do ano, da indústria e do país, respectivamente; e *** é significativo a 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Tabela C

Sem Índia, Coreia do Sul e Taiwan – regressões para o modelo Lintner, PIB e SRI, 2000-2016

Variáveis	Modelo Lintner	Controle	
		PIB_{jt-1}	SRI_{jt-1}
(\emptyset_0) Constante	0,0637*** (0,0162)	0,0615*** (0,0167)	0,0614*** (0,0169)
(\emptyset_1) EPS_{it}	0,0507*** (0,0037)	0,0494*** (0,0049)	0,0608*** (0,0140)
(\emptyset_2) DPS_{it-1}	0,7160*** (0,0153)	0,6860*** (0,0216)	0,6377*** (0,0450)
(\emptyset_3) $IFRSexp_{it-1}$	-0,0001 (0,0008)	0,0001 (0,0013)	0,0001 (0,0019)
(\emptyset_4) Control		0,0003 (0,0008)	0,0010 (0,0011)
(\emptyset_5) Control \times EPS_{it}		0,0003 (0,0012)	-0,0011 (0,0014)
(\emptyset_6) Control \times DPS_{it-1}		0,0093** (0,0046)	0,0083* (0,0047)
(\emptyset_7) Control \times $IFRSexp_{it-1}$		-0,0001 (0,0002)	-0,0001 (0,0002)
(δ_t) Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim
(γ_s) Dummies de Indústria	Sim	Sim	Sim
(θ_j) Dummies de País	Sim	Sim	Sim
Estatística F	376,37***	346,10***	352,54***
R ² Ajustado	0,7507	0,7520	0,7512
Empresas	2.104	2.104	2.104
Observações	17.272	17.272	17.272

Nota: Esta tabela mostra as estimativas de coeficiente e erros padrão (entre parênteses) das regressões OLS. Os erros são agrupados ao nível da empresa e a estimativa dos erros padrão é robusta para heterocedasticidade e as correlações de erro ao nível da empresa, indústria e país. Para cada empresa i no país j e no ano t , DPS_{ijt} é o Dividendo por Ação no ano t ; EPS_{ijt} é o lucro por ação no ano t ; DPS_{ijt-1} é o Dividendo por Ação no ano $t - 1$; $IFRSexp_{ijt-1}$ é o número de anos de adoção obrigatória das IFRGS; PIB_{jt-1} é a porcentagem de crescimento do Produto Interno Bruto de cada país entre anos $t - 2$ e $t - 1$; SRI_{ijt-1} é o Indicador de Risco Soberano para cada país no ano $t - 1$; δ_t , γ_s e θ_j representam os efeitos fixos do ano, da indústria e do país, respectivamente; e * é significativo a 10%, ** é significativo a 5% e *** é significativo a 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores.