

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

RODRIGO VICENTE DOS PRAZERES

**RELAÇÃO ENTRE A SUAVIZAÇÃO DE DIVIDENDOS E A RELEVÂNCIA DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO BRASIL**

RECIFE
2019

RODRIGO VICENTE DOS PRAZERES

**RELAÇÃO ENTRE A SUAVIZAÇÃO DE DIVIDENDOS E A RELEVÂNCIA DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO BRASIL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco como requisito para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Orientadora: Dr.^a Umbelina Cravo Teixeira Lagioia

RECIFE

2019

Catálogo na Fonte
Bibliotecária Ângela de Fátima Correia Simões, CRB4-773

P921r

Prazeres, Rodrigo Vicente dos

Relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil no Brasil / Rodrigo Vicente dos Prazeres. - 2019.

66 folhas: il. 30 cm.

Orientadora: Prof.^a Dra. Umbelina Cravo Teixeira Lagioia.

Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Pernambuco. CCSA, 2019.

Inclui referências.

1. Suavização de Dividendos. 2. Relevância da informação contábil. 3. Efeito Resultado. I. Lagioia, Umbelina Cravo Teixeira (Orientadora). II. Título.

657 CDD (22. ed.)

UFPE (CSA 2019 – 061)

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

RODRIGO VICENTE DOS PRAZERES

**RELAÇÃO ENTRE A SUAVIZAÇÃO DE DIVIDENDOS E A RELEVÂNCIA DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO BRASIL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco como requisito para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Aprovado em: 22/05/2019

BANCA EXAMINADORA

Prof^o. Dr^a Umbelina Cravo Teixeira Lagioia (Orientadora)
Universidade Federal de Pernambuco

Prof^o. Dr. Maurício Assuero de Lima Freitas (Examinador Interno)
Universidade Federal de Pernambuco

Prof^o. Dr. Wilson Toshiro Nakamura (Examinador Externo)
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof^o. Dr. André de Souza Melo (Examinador Externo)
Universidade Federal Rural de Pernambuco

Prof^o. Dr. Moisés Araújo Almeida (Examinador Externo)
Universidade Federal da Paraíba

AGRADECIMENTOS

Toda gratidão ao bom Deus por ter me abençoado com um lar em que se preza apenas pela união e pelo amor e, por ter me dado forças para enfrentar todas as difíceis batalhas acadêmicas e não acadêmicas nestes últimos três anos e dois meses.

Aos meus amados pais, Isaldo e Glória, e aos meus irmãos, Henrique e Aline, por estarem sempre ao meu lado nos bons e maus momentos. Sem suas lições, conselhos e suporte eu não seria capaz! Somos um pelo outro. Amo vocês!

Aos meus grandes amigos, Italo Gaião, Thiago Resende, Hugo Raphael e Neyliane Santos, minha Nani (irmã de outra mãe). Muito obrigado por serem os melhores amigos que alguém pode ter.

Talvez, o agradecimento mais especial seja para a PROFESSORA Umbelina Lagioia. Isso mesmo, PROFESSORA! Muito obrigado por ser a maior de todas inspirações. Me faltam palavras para descrever tudo que você representa.

Aos Professores Wilson Nakamura, Maurício Assuero, Moisés Almeida, André Melo e Kécia Galvão que participaram da qualificação do meu projeto de tese e da efetiva defesa de tese, meu muito obrigado pelo tempo dedicado e pelas contribuições valiosas.

Aos amigos da primeira turma de doutorado do PPGCC/UFPE. Alexandre César, Francivaldo Albuquerque, Maria do Socorro, João Gabriel Araújo e Tiago Soeiro. Vocês foram 90% do caminho! Obrigado pelos momentos dentro e fora de sala de aula.

Alexandre, Valdo e Socorro, obrigado pelos diversos conselhos e por ajudarem a segurar a onda nos momentos mais tensos.

Aos amigos da época de mestrado e que me deram o prazer de compartilhar também um doutorado, com muitas cervejas e risadas, vocês se tornaram praticamente irmãos. Johnnie e Titi, só digo uma coisa: SEUS MONSTROS, TAMO JUNTO!!!

Agradeço também ao grande Francisco Matos (Franzé). O cara que fez nosso trio virar um quarteto! Você vai longe demais!!!

Por fim, aos eternos mestres da turma VII do PPGCC/UFPE. Vocês são os mais carregados e todo mundo sabe disso!!! Abinair Bernardes, Juliana Araújo (minha parceira nas publicações!), João Marcelo, Márcio Nunes, Maxleide Castro (Chefinha!!) e Rosana Medeiros! Obrigado por tudo que aprendi como vocês!

RESUMO

Esta tese teve por objetivo analisar a relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil no contexto do mercado de capitais brasileiro. A pesquisa seguiu a premissa de que tanto a relevância da informação contábil quanto a suavização de dividendos podem ser percebidos pelos investidores como mecanismos de monitoramento capazes de contribuir para a redução de problemas de agência e de assimetria informacional. Desse modo, a análise da relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil é investigada à luz dos efeitos resultado e substituição, assumindo por escopo teórico que os referidos efeitos podem estar relacionados à observação do baixo nível de proteção legal de investidores minoritários e do padrão incipiente de governança corporativa. Para alcançar o objetivo proposto, foram selecionadas 63 empresas listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) que distribuíram dividendos ininterruptamente durante o período entre 2010 e 2017. Para análise, foram realizadas duas etapas, quais sejam: i) identificação do padrão de suavização de dividendos por meio da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) utilizando a técnica de análise de regressão com dados em painel; e, ii) análise da relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil por meio da estimação do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) para dados em *cross-section*. Para a primeira etapa de análise, esta tese oferece evidências de que, no Brasil, há uma menor propensão de suavização de dividendos, dada a obtenção de uma velocidade de ajustamento dos dividendos de aproximadamente 56%. Quando esse resultado é comparado com as evidências empíricas de estudos anteriores, ao contrário do observado por Javakhadze, Ferris e Sen (2014) para países de tradição jurídica *code law* e *common law*, no Brasil há uma rápida incorporação do lucro corrente ao nível de dividendos. Para segunda etapa de análise, a velocidade de ajustamento de dividendos foi adicionada ao modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) como *proxy* para a suavização de dividendos e suas interações com variáveis lucro e patrimônio líquido. Como resultados as interações entre a suavização de dividendos e as variáveis lucro e patrimônio líquido se mostraram estatisticamente significantes. A interação entre a velocidade de ajustamento e o lucro demonstrou ser positivamente relacionada com o preço das ações, indicando que quanto maior for a velocidade de ajustamento dos dividendos, maior é a relevância do lucro para previsões do pagamento de dividendos. Por outro lado, a interação entre a velocidade de ajustamento e o patrimônio líquido apresentou um sinal negativo em relação à variação dos dividendos, indicando que variações positivas no patrimônio líquido seriam interpretadas como decorrentes de reinvestimento de lucros o que seria percebido pelos investidores minoritários como má alocação de recursos. Esses resultados empíricos sugerem que as relações observadas entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil podem estar relacionadas com o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e com as deficiências do ambiente de governança corporativa derivadas do regime jurídico *code law*, o que implica na aceitação do efeito resultado.

Palavras-chave: Suavização de dividendos. Relevância da informação contábil. Efeito Resultado. Efeito Substituição.

ABSTRACT

This thesis aimed to analyze the relationship between the dividend smoothing and value relevance in the context of the Brazilian capital market. The research assumes that both value relevance and the dividend smoothing can be perceived by investors as monitoring mechanisms capable of contributing to agency and informational asymmetry problems reduction. Thus, the analysis of the relationship between dividend smoothing and value relevance is investigated in light of the outcome and substitution models, assuming that the aforementioned models may be related to the observation of the low level of legal protection of minority investors and the poor pattern of corporate governance. In order to reach the proposed objective, 63 companies listed on the Brazilian stock exchange (B3) were selected because of their uninterruptedly dividend distribution from 2010 to 2017. The analysis was conducted considering two steps: i) identification of the dividend smoothing pattern by estimating Lintner's (1956) partial adjustment model using panel data regressions; and (ii) the analysis of the relationship between dividend smoothing and value relevance through the estimation of the Collins, Maydew and Weiss (1997) model for cross-section data. For the first step of analysis, this thesis offers evidence that, in Brazil, there is a lower propensity of dividend smoothing, given the observation of the speed of adjustment of approximately 56%. When this result is compared with the empirical evidence from previous studies, unlike that observed by Javakhadze, Ferris and Sen (2014) for code law and common law countries, in Brazil there is a fast incorporation of current earnings to dividends. In the second stage of analysis, the speed of adjustment was added to Collins, Maydew and Weiss (1997) model as a proxy for dividend smoothing and their interactions with earnings and equity book value. As results, the interactions between dividend smoothing and the earnings and equity book value variables were statistically significant. The interaction between the speed of adjustment and earnings has proven to be positively related to the share price, indicating that the greater the speed of adjustment of dividends, the greater the value relevance of earnings in relation to dividend forecasts. On the other hand, the interaction between the speed of adjustment and the equity book value presented a negative signal in relation to the dividend variation, indicating that positive variations in equity would be interpreted as reinvestment of earnings, which would be perceived by minority investors as an inefficient resource allocation. These empirical results suggest that the observed relations between dividend smoothing and value relevance may be related to the Brazilian capital market stage of development and to corporate governance environment deficiencies, both derived from the code law legal regime, which implies the acceptance of the outcome model.

Keywords: Dividend Smoothing. Value Relevance. Outcome Model. Substitution Model.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Efeito resultado em ambientes de maior nível de proteção legal	26
Figura 2 – Efeito substituição em ambientes de menor nível de proteção legal	27
Figura 3 – Distribuição Quantílica do Coeficiente $Lpa*Ci$	57

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas descritivas do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956).....	43
Tabela 2 – Resultados dos testes dos pressupostos do modelo clássico de regressão	45
Tabela 3 – Testes de especificação para dados em painel.....	45
Tabela 4 – Estimação do modelo de Lintner (1956).....	46
Tabela 5 – Estatísticas descritivas do modelo de relevância da informação contábil.....	51
Tabela 6 – Resultados do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) original.....	52
Tabela 7 – Resultados do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) adaptado.....	53

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa e Balcão
CFO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMBAR	<i>Capital Market-Based Accounting Research</i>
HME	Hipótese do Mercado Eficiente
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
JSCP	Juros sobre o Capital Próprio
M&M	Miller & Modigliani
MQO	Mínimos quadrados ordinários

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Objetivos.....	16
<i>1.1.1 Objetivo geral.....</i>	<i>16</i>
<i>1.1.2 Objetivos específicos.....</i>	<i>16</i>
1.2 Originalidade e contribuições da pesquisa	16
1.3 Estrutura do trabalho	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1 Teorias de dividendos, ambiente de proteção legal e as características do mercado de brasileiro	21
2.2 Os efeitos resultado e substituição	25
2.3 O modelo de ajustamento parcial de Lintner	27
2.4 Estudos empíricos	31
2.5 Relevância da informação contábil	34
3 METODOLOGIA.....	38
3.1 Definição da população de pesquisa e coleta de dados.....	38
3.2 Modelos econométricos	39
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	43
4.1 O padrão de suavização de dividendos no Brasil.....	43
<i>4.1.1 Análise de estatística descritiva</i>	<i>43</i>
<i>4.1.2 Análise de regressão</i>	<i>44</i>
4.2 Relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil no Brasil ..	50
<i>4.2.1 Análise de estatística descritiva</i>	<i>51</i>
<i>4.2.2 Análise de regressão</i>	<i>52</i>
5 CONCLUSÃO.....	60
REFERÊNCIAS.....	62

1 INTRODUÇÃO

A ideia de relevância da informação contábil está atrelada a sua capacidade de alterar a percepção dos investidores sobre uma determinada realidade econômica acerca dos eventos que modificam o patrimônio das entidades. Isto é, a contabilidade, quando relevante, é capaz de capturar e transmitir aos agentes de mercado, de forma fidedigna, informações acerca dos prospectos das organizações.

Diante desta concepção, a relevância da informação contábil pode ser entendida como a capacidade que o conjunto de demonstrações financeiras tem de capturar e sumarizar informações que determinem o valor intrínseco de uma firma (BEISLAND, 2009), sendo usualmente identificada pela relação estatística entre a informação contábil e o preço das ações (SARLO NETO, 2009).

A relevância da informação contábil pode ser considerada como um dos atributos de qualidade da informação contábil, sendo esta capaz de reduzir problemas de assimetria informacional entre os agentes econômicos para a avaliação de títulos, mediando, de acordo com a visão de Jensen e Meckling (1976), o estabelecimento de relações contratuais de agência entre agente e principal.

Tomando por base esta proposição, assume-se que a informação contábil relevante contribui para a proteção dos investidores (principal) contra os riscos de expropriação derivados dos atos discricionários dos gestores (agente), sendo assim considerada um mecanismo de governança corporativa (LA PORTA et al., 2000b).

La Porta et al. (2000b) colocam que governança corporativa é o conjunto de mecanismos que minimiza a probabilidade de expropriação do principal pelo agente, protegendo os fornecedores de capital por meio legal (leis e regulações) e de sua aplicação (*enforcement*), dentre os quais estão compreendidas as normas e padrões de elaboração e divulgação de informações contábeis.

Nesse sentido, é possível apontar que a relevância da informação contábil está ligada à governança corporativa e que aquela não pode ser analisada de forma independente desta. Em cenários de conflitos de agência, a informação contábil relevante funciona a favor do principal como um mecanismo de proteção que contribui para a redução de problemas de assimetria informacional, possibilitando, assim, que os fornecedores de capital possam monitorar o desempenho do agente de forma mais eficaz, obtendo, retorno pelos investimentos realizados.

No entanto, o ambiente de governança corporativa e, por consequência, a capacidade da informação contábil de informar a realidade econômica aos seus usuários, dependem do

estágio de desenvolvimento do mercado de capitais e das características do regime legal aos quais as organizações estão expostas (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003; LA PORTA et al., 2000a, 2000b). No caso brasileiro, as características são derivadas do regime jurídico *code law*, o qual possui indiossincrasias como a fraca proteção aos investidores (LA PORTA et al., 2000a, 2000b) e uma cultura incipiente de governança corporativa (LOPES; WALKER; SILVA, 2016).

Estes fatores podem ser entendidos como o produto do deficiente conteúdo legal e de sua fraca aplicação (LA PORTA et al., 2000a, 2000b), que resulta em um arranjo institucional caracterizado pelo alto grau de concentração de propriedade e controle (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005), pela prevalência de utilização de fontes internas de recursos e de crédito bancário como forma de financiamento em detrimento à emissão de títulos de dívida e patrimoniais (GONÇALVES; SILVA; BORGES JÚNIOR, 2018) e pela baixa qualidade das informações contábeis prestadas ao mercado (LOPES; WALKER; SILVA, 2016).

Sob a perspectiva de informação aos acionistas, tais atributos do regime jurídico *code law* criam um ambiente propício para desequilíbrios informacionais e para o surgimento de conflitos de agência, que, segundo La Porta et al. (2000a), resulta em uma maior probabilidade de expropriação dos fornecedores de capital por meio da política de dividendos e em menores níveis de distribuição dos lucros.

Para La Porta et al. (2000a), a confirmação dessa hipótese recai na observação empírica de que empresas que atuam em ambientes de governança corporativa com um bom nível de proteção legal (mercados de regime jurídico *common law*) de investidores apresentam maiores níveis de pagamento de dividendos quando comparado com empresas que atuam em ambientes com uma fraca proteção legal (mercados de regime jurídico *code law*). Esta observação sugere indícios de uma má alocação de recursos em países de regime jurídico *code law*, posto que investidores que não se sentem protegidos pelo ambiente de governança corporativa tendem a reivindicar o máximo possível de dividendos (independentemente das oportunidades de investimentos) como forma de proteção.

Assim, a política de dividendos pode ser utilizada como estratégia de alinhamento de interesses entre agente e principal, em que os investidores demandam níveis altos e estáveis de pagamento de dividendos, forçando a redução do nível de fluxo de caixa livre à disposição dos gestores. Isso expõe as firmas aos efeitos disciplinadores do mercado (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LA PORTA et al., 2000a; MICHAELY; ROBERTS, 2012), contribuindo para que os agentes externos possam monitorar o desempenho das organizações

e garantir o retorno pelo seu investimento (LA PORTA et al., 2000a, 2000b; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Como um dos aspectos da política de dividendos, a suavização de dividendos parece desempenhar um papel de relativa importância na redução de conflitos de agência por se demonstrar inversamente relacionado ao nível de proteção legal dos investidores (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014; LEARY; MICHAELY, 2011).

O fenômeno denominado de suavização de dividendos foi inicialmente documentado por Lintner (1956) e pode ser definido como a estabilização, manutenção e gradativo aumento do pagamento de dividendos por meio do ajustamento parcial do lucro por uma taxa representativa de um nível ideal de pagamento de dividendos, o que resulta na lenta incorporação do lucro ao nível de dividendos pagos (AL-NAJJAR; KILINCARSLAN, 2017; FAMA; BABIAK, 1968; LEARY; MICHAELY, 2011; LINTNER, 1956).

A literatura estabelece que a suavização de dividendos, além das características empresariais, é dada em função do nível de proteção legal. A influência do nível de proteção legal sobre a suavização de dividendos foi examinada por Javakhadze, Ferris e Sen (2014), os quais observaram que em ambientes de regime jurídico *common law*, caracterizados pela forte proteção legal, há uma menor propensão das organizações em praticar a suavização de dividendos. Isto é, nestes ambientes, o conjunto de prerrogativas legais é suficiente para evitar expropriações do principal pelo agente, resultando, assim, na tendência de pagamento de maiores níveis de dividendos e em um menor grau de suavização de dividendos.

Por outro lado, Javakhadze, Ferris e Sen (2014) apresentam evidências de que a suavização de dividendos é praticada em maior grau por firmas situadas em países regidos pelo regime jurídico *code law*. Para os autores, a observação deste resultado se justifica pelo fato de que a suavização de dividendos pode ser entendida como um substituto para as deficiências do nível de proteção legal, tornando possível, por meio da distribuição de níveis previsíveis de dividendos, o estabelecimento de uma reputação de transparência corporativa e de não expropriação de investidores.

Diante do corpo de evidências supramencionado, o ponto de partida para caracterização do *gap* de literatura a ser estudado nesta tese recai sobre a análise dos efeitos acima descritos, quais sejam: os efeitos resultado e substituição dos dividendos.

- i) O efeito resultado (*Outcome model*), segundo La Porta et al. (2000a), prediz que o nível de dividendos é positivamente relacionado ao nível de proteção legal. Isto é, em ambientes de mercado com um forte padrão de governança corporativa, as prerrogativas legais são suficientes para que os investidores prospectem sobre os

fundamentos das organizações e exijam um nível adequado de distribuição dos lucros, o que segundo Javakhadze, Ferris e Sen (2014) reduz a necessidade de suavização dos dividendos.

- ii) O efeito substituição (*Substitution model*), de acordo com La Porta et al. (2000a), pressupõe que a política de dividendos funciona como um substituto para o nível de proteção legal. Isto é, em face de um fraco nível de proteção legal, a política de dividendos é utilizada como mecanismo de construção de uma reputação corporativa de transparência e de não expropriação de investidores por meio do pagamento de elevados níveis de dividendos com a finalidade de reduzir o nível de fluxo de caixa livre e de submeter as organizações à disciplina do mercado, corroborando com as observações empíricas de Javakhadze, Ferris e Sen (2014) de que nessas circunstâncias há uma maior propensão de suavização de dividendos.

Desse modo, ao se considerar as relações até aqui descritas entre a informação contábil e a governança corporativa, e da suavização de dividendos para com a governança corporativa, nesta tese se propõe analisar a relação entre a relevância da informação contábil e a suavização de dividendos com a finalidade de compreender como a combinação entre esta característica da informação contábil e este aspecto da política de dividendos permeia as relações contratuais entre agente e principal no ambiente do mercado de capitais brasileiro.

Em nível internacional, Leary e Michaely (2011) e Javakhadze, Ferris e Sen (2014) apontam que há poucas evidências acerca das razões pelas quais as organizações suavizam os dividendos. Já em nível nacional, até onde foi possível verificar, o tema é inexplorado, sobretudo no que diz respeito à relação entre os atributos de qualidade da informação contábil e a suavização de dividendos.

Diante do exposto nos parágrafos anteriores, o seguinte questionamento orienta o desenvolvimento desta tese: **Qual a relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil divulgada ao mercado pelas companhias abertas brasileiras?**

Para responder ao problema de pesquisa, a relação entre a relevância da informação contábil e a suavização de dividendos é operacionalizada por meio de um estudo de associação incremental, que segundo as perspectivas metodológicas de Houlthausen e Watts (2001) consiste em examinar a inclinação e a significância dos parâmetros dos modelos de regressão analisados.

1.1 Objetivos

Tendo em vista a presente contextualização da pesquisa e o questionamento desta tese, a seguir são apresentados os objetivos de pesquisa.

1.1.1 Objetivo geral

Este trabalho investiga a relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil.

1.1.2 Objetivos específicos

Para a consecução do proposto nesta tese, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- Identificar o padrão de suavização de dividendos praticado pelas companhias brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3);
- Examinar a associação incremental da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil; e,
- Diagnosticar e concluir acerca das consequências dos efeitos resultado e substituição na análise da relevância da informação contábil.

1.2 Originalidade e contribuições da pesquisa

Esta tese toma por ponto de partida a proposta teórica de que a relevância da informação contábil e a suavização de dividendos podem ser entendidos como mecanismos de monitoramento por parte de investidores. Isto se deve ao fato de que tanto a qualidade da informação contábil quanto a suavização de dividendos são influenciados pelo ambiente de governança corporativa (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

Entretanto, para o lançamento da tese proposta nesta pesquisa é necessário que as proposições teóricas sobre a relevância da informação contábil e sobre a suavização de dividendos sejam avaliadas com parcimônia, sobretudo no que tange à forma com que estes aspectos podem vir a permear as relações contratuais e assim minimizar conflitos de agência entre agente e principal.

De forma inicial, Ball, Kothari e Robin (2000) pontuam que a relevância da informação contábil é diretamente relacionada ao ambiente de governança corporativa ao qual as organizações estão expostas e que em função desse fato, considerando as características de mercados de regime jurídico *code law*, a Contabilidade tende a não ter condições tão favoráveis para exercer sua função de mediar as relações contratuais entre agente e principal e assim funcionar como mecanismo de proteção para os investidores.

Isso porque a variação dos preços dos títulos negociados no mercado de capitais de países que apresentam um baixo nível de proteção legal, em tese, respondem de forma mais significativa às variáveis políticas ou econômicas, evidenciando, assim, que os investidores não consideram as informações contábeis como relevantes o suficiente para prospectar acerca dos seus investimentos e precificar os títulos negociados (MORCK, YEUNG; YU, 2000).

Lopes, Walker e Silva (2016) caracterizam o ambiente de governança corporativa brasileiro como incipiente. Os autores apontam que o mercado brasileiro apresenta problemas inflacionários, de instabilidade econômica e de forte intervenção estatal na economia, o que contribui para a elaboração e divulgação de informações contábeis de baixa qualidade (relevância).

Diante de tais conceituações, é possível apontar que a relevância da informação contábil é positivamente relacionada ao ambiente de governança corporativa. Isto é, quanto maior o nível de proteção legal, maior será a capacidade da Contabilidade de mediar as relações contratuais entre agente e principal, contribuindo para o monitoramento do desempenho dos contratos por meio da redução de problemas de assimetria informacional e consequentemente reduzindo os custos de agência derivados dos riscos de expropriação.

Por outro lado, a suavização de dividendos demonstra ser inversamente relacionada com o ambiente de governança corporativa. A justificativa para tal observação é a de que a suavização de dividendos é utilizada como mecanismo de substituição da governança corporativa em ambientes de fraca proteção legal (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014; LEARY; MICHAELY, 2011), ou seja, quanto mais severos forem os conflitos de agência entre agente e principal, maior tende a ser o grau de suavização de dividendos.

A suavização de dividendos funcionaria como mecanismo de alinhamento de interesses entre agente e principal por proporcionar um maior grau de interação entre as organizações e o mercado de capitais (EASTERBROOK, 1984), reduzindo o nível de fluxo de caixa livre à disposição da gestão, contribuindo, assim, para a redução de possíveis custos de agência do fluxo de caixa livre (JENSEN, 1986), o que resulta em uma maior transparência corporativa no que tange à construção e manutenção de uma reputação de não expropriação

de investidores (BOOTH; ZHOU, 2017; JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014; LEARY; MICHAELY, 2011; MICHAELY; ROBERTS, 2011).

Pode-se dizer então que a suavização de dividendos restringe a discricionariedade dos atos de gestão quanto à alocação do fluxo de caixa livre, limitando, assim, que investidores sejam expropriados por meio da aceitação de investimentos, geralmente, de valor presente líquido negativo, que beneficiam os executivos de forma particular no curto prazo, como por exemplo pelo pagamento excessivo de salários e bonificações.

Após a análise da literatura e da apresentação das relações acima descritas para esta tese, em âmbito teórico, são suscitadas questões sobre os possíveis efeitos da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil. Seguindo o escopo teórico até aqui apresentado, os efeitos resultado e substituição dos dividendos são abaixo descritos sob a perspectiva da relação entre a relevância da informação contábil e a suavização dos dividendos:

- i) efeito resultado (*outcome model*): em ambientes de forte proteção legal, a informação contábil é capaz mediar as relações contratuais de agência, permitindo que os investidores prospectem sobre os fundamentos das organizações e exijam um nível adequado de dividendos (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000; LOPES; WALKER; SILVA, 2016). Nessas circunstâncias, a suavização de dividendos torna-se desnecessária (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014), posto que as prerrogativas legais são suficientes para evitar ou minimizar os riscos de expropriação.
- ii) efeito substituição (*substitution model*): em ambientes de fraca proteção legal, espera-se que seja observado um nível alto ou moderado de suavização de dividendos para que esta funcione como mecanismo de substituição para a deficiente proteção legal (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014; LEARY; MICHAELY, 2011), contribuindo para uma maior interação das organizações com o mercado de capitais e conseqüentemente para um maior grau de proteção dos investidores (principal). Nesse caso, espera-se que a informação contábil tenha um menor grau de relevância devido às imperfeições do ambiente de governança corporativa impostas pelo regime jurídico *code law* em que se privilegiam canais privados de informação.

Diante do que foi discutido até aqui, espera-se que este trabalho contribua para a comunidade acadêmica nos seguintes aspectos: i) por buscar compreender o padrão de suavização de dividendos no Brasil e por explorar a sua relação com a relevância da informação contábil; ii) por contemplar, na análise da relação mencionada no item anterior, as especificidades do fraco nível de proteção legal e as características institucionais do mercado

de capitais brasileiro; e, iii) por diagnosticar e concluir acerca das consequências dos efeitos resultado e substituição na análise da relevância da informação contábil.

Sendo assim, a originalidade desta tese recai na verificação dos possíveis efeitos da suavização dos dividendos sobre a relevância da informação contábil, tomando por base a perspectiva dos efeitos resultado e substituição para a análise desta relação.

Desse modo, esta tese pode ser considerada original e relevante por evidenciar o comportamento da relevância da informação contábil em circunstâncias de suavização de dividendos em um contexto de mercado emergente, avançando na compreensão sobre como o ambiente de proteção legal e de governança corporativa moldam a capacidade da contabilidade e da suavização de dividendos de mediar as relações contratuais de agência.

Como contribuição prática, esta tese toma a relação entre acionistas majoritários (agente) e investidores minoritários (principal) como premissa subjacente do estudo, na tentativa de lançar luz sobre os fatores que devem ser observados de forma crítica pelos investidores ao selecionar ativos para a composição de seus portfólios. Isto é, a investigação do padrão de suavização de dividendos e sua relação com a informação contábil relevante é útil para que investidores minoritários identifiquem empresas que demonstrem estar alinhadas com a não expropriação de investidores minoritários e com maximização do valor para o acionista, contribuindo para a avaliação do desempenho corrente e futuro das empresas e dos gestores, possibilitando diagnósticos e revisões na análise de retorno e do custo de capital para as alternativas de investimentos.

1.3 Estrutura do trabalho

A presente tese encontra-se estruturada da seguinte forma:

- Capítulo 1 – Introdução, no qual são apresentados o problema de pesquisa, os objetivos, a tese proposta e a originalidade da pesquisa;
- Capítulo 2 – Referencial Teórico, que se encontra subdividido da seguinte forma: a primeira parte discorre acerca das teorias de dividendos, do nível de proteção legal e de características do mercado de brasileiro; na segunda, são apresentados os efeitos resultado e substituição; na terceira, se evidencia de forma descritiva e dedutiva o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956); na quarta seção é realizada a revisão de estudos empíricos acerca da suavização dos dividendos, e na quinta seção são apresentados os conceitos e o modelo para análise da relevância da informação contábil.

- Capítulo 3 – Metodologia de Pesquisa, na qual é apresentada a forma como o trabalho foi conduzido, iniciando-se pela definição da amostra da pesquisa e dos procedimentos realizados para coleta dos dados; e, por fim, são apresentados os modelos econométricos utilizados para o alcance dos objetivos de pesquisa e resolução do problema norteador da tese;
- Capítulo 4 – Corresponde à análise dos resultados, no qual são evidenciados os achados da pesquisa, que possuem a função precípua confirmar ou refutar as previsões teóricas e a tese lançada nesta pesquisa, conforme as teorias estudadas;
- Capítulo 5 – Conclusão, no qual são apresentadas as reflexões acerca das previsões teóricas e da tese proposta.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teorias de dividendos, ambiente de proteção legal e as características do mercado de brasileiro

Na moderna teoria de finanças, nas últimas seis décadas, as decisões corporativas de distribuição de resultados estão vinculadas às discussões, sem consenso, sobre a capacidade dos dividendos de influenciar na criação de valor empresarial. Tal debate toma por base as hipóteses da relevância, defendida por Lintner (1956) e Gordon (1959, 1962), e da irrelevância, que tem por expoente o trabalho de Miller e Modigliani (M&M) (1961).

Os primeiros argumentos sobre a relação entre os dividendos e o valor empresarial são evidenciados no trabalho de Lintner (1956), que demonstra empiricamente que as organizações seguem políticas de dividendos estáveis e crescentes, baseando-se em diretrizes corporativas pré-estabelecidas, de longo prazo, derivadas das expectativas da gestão quanto aos lucros correntes e futuros. Apoiando-se nesses achados, Gordon (1959) aponta que variações positivas no nível de dividendos pagos contribuem para um maior poder de previsão sobre o potencial futuro de geração de fluxos de caixa das organizações, o que resulta em um menor nível de incerteza dos investidores quanto ao retorno por seus investimentos.

Diante destes argumentos, Gordon (1959, 1962) teoriza sobre a relevância dos dividendos ao sistematizar a proposição do pássaro na mão (*bird in the hand*), demonstrando por meio do seu modelo de dividendos descontados que o valor empresarial seria dado em função de um elevado nível de pagamento de dividendos, corrente e futuro, e de um menor custo de capital demandado pelos investidores, frente a um menor nível de incerteza quanto à capacidade de um conjunto de ativos e da oportunidade de novos investimentos de gerar fluxos de caixa.

Em contraposição à relevância dos dividendos, Miller e Modigliani (1961) lançaram a hipótese da irrelevância dos dividendos, argumentando que a política de dividendos não é capitalizada por investidores racionais em um mercado perfeito pelo fato de que a manutenção de um determinado nível de investimento desejado por uma organização só pode ser financiado por meio de recursos gerados internamente ou por recursos externos, após a consideração de um determinado nível de dividendos.

Nesse sentido, para Miller e Modigliani (1961), em um ambiente de mercado perfeito, os efeitos da relevância dos dividendos se tornariam nulos, invalidando os argumentos de que a distribuição de dividendos impacta positivamente no preço das ações, posto que o valor

empresarial seria direcionado apenas pela capacidade do conjunto de ativos atuais e de futuras oportunidades de investimentos de gerar fluxos de caixa, os quais, após a consideração de um nível apropriado de risco, devem resultar em valor presente líquido positivo.

Porém, as considerações de Miller e Modigliani (1961) são válidas apenas para um ambiente econômico restrito, não se sustentando em um ambiente de mercado imperfeito, caracterizado, por exemplo, por informações assimétricas e conflitos de agência.

Isto é, ao se relaxar as premissas de Miller e Modigliani (1961), por meio das proposições levantadas por Lintner (1956) e Gordon (1959, 1962) de que a política de dividendos afeta o nível de investimentos e a capacidade de geração de fluxo de caixa, torna-se plausível conceber a hipótese de que os gestores podem engajar-se em um comportamento oportunista que privilegia interesses particulares em detrimento dos interesses dos investidores.

Sob a égide do marco teórico da agência, um elevado nível de pagamento de dividendos pode ser usado para reduzir problemas relacionados à assimetria de informações e conflitos de interesse entre as partes contratantes (AL-NAJJAR, 2009), permitindo uma nova combinação entre os riscos de dívida e de capital próprio por meio de saídas de caixa, o que possibilita um ajustamento do risco do negócio por meio do gerenciamento das fontes de financiamento (EASTERBROOK, 1984).

O ajustamento supramencionado da estrutura de capital se daria por meio da emissão de novos títulos patrimoniais e/ou de dívida como alternativa para o financiamento de um nível desejado de investimentos após o pagamento de um nível elevado de dividendos (EASTERBROOK, 1984), impossibilitando a gestão de utilizar o fluxo de caixa livre de forma oportunista (JENSEN, 1986; LA PORTA et al., 2000a).

O reconhecimento de novas fontes externas de financiamento na estrutura de capital, então, expõe a gestão ao monitoramento do mercado, reduzindo o grau de discricionariedade dos seus atos quanto à expropriação de investidores, forçando assim o alinhamento de interesses entre as partes contratantes da relação de agência (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003).

Ademais, uma maior interação das organizações com o mercado também contribui para um maior nível de divulgação de informações úteis para que credores e investidores prospectem acerca dos fundamentos de seus investimentos, reduzindo problemas de informação inicial (seleção adversa) (AKERLOF, 1970) e de risco moral (ARROW, 1968).

Considerando estas perspectivas, os dividendos representam uma forma de manter a gestão sob a constante disciplina do mercado. Sua relevância recai sobre a possibilidade de

redução do fluxo de caixa livre e de problemas de assimetria informacional. Sob essas circunstâncias de informações assimétricas e de conflitos de agência, é possível assumir o posicionamento teórico da relevância dos dividendos, em que o pagamento de um elevado nível de dividendos corrente (pássaro na mão) é melhor do que ganhos futuros incertos (pássaro no arbusto).

No entanto, tais proposições teóricas foram formuladas tomando por base ambientes de mercado com regime jurídico *common law*, os quais são caracterizados por um modelo de governança direcionado para o fornecimento de informações úteis para o mercado (NOBES, 1998) e pelo forte nível de proteção legal (LA PORTA et al., 2000a), o que resulta no estabelecimento de relações contratuais regidas pelo princípio "*arm's length transaction*"¹. Assim, nesse cenário, investidores demandam informações úteis para avaliar o desempenho de seus investimentos (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003) e exigir maiores níveis de pagamento de dividendos (LA PORTA et al., 2000a).

Para o caso específico do mercado de capitais brasileiro, a consideração das hipóteses teóricas citadas nos parágrafos anteriores deve levar em conta um ambiente de mercado emergente, caracterizado pelo regime jurídico *code law*. Nesse regime figura o fraco nível de proteção legal aos investidores (LA PORTA et al., 2000a, 2000b) e o padrão incipiente de governança corporativa em que o fornecimento de informações é orientado para a satisfação das necessidades de credores e autoridades tributárias (LOPES; WALKER; SILVA, 2016), o que resulta no estabelecimento de contratos caracterizados pela utilização de informações privilegiadas (RAJAN, 1992).

A presente configuração do mercado brasileiro, portanto, pode ser entendida como a combinação específica entre a fraca legislação de proteção ao investidor e o baixo nível de *enforcement* (LA PORTA et al., 2000a) com um ambiente de governança caracterizado pelo elevado grau de concentração de propriedade e controle (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005) e pela prevalência fontes de financiamento derivadas de recursos internos e de crédito bancário (GONÇALVES; SILVA; BORGES JÚNIOR, 2018; LOPES; WALKER; SILVA, 2016). Esse ambiente dá margem para que a gestão se engaje em um comportamento gerencial oportunista, afetando assim a política de dividendos (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003).

¹ Princípio que rege uma relação contratual em que as partes contratantes são independentes, isto é, não há vantagens informacionais.

A concentração de propriedade e controle pode afetar os mecanismos de governança por possibilitar que os acionistas controladores atuem diretamente como gestores, isto é, como executivos ou membros de conselho, exercendo influência sobre as políticas financeiras e operacionais das organizações.

No que se refere à política de dividendos, pode-se entender que os controladores nem sempre possuem uma parcela significativa de direitos de fluxos de caixa (ações preferenciais) (LOPES; WALKER; SILVA, 2016) e que em função dessa divergência entre direitos de voto e de fluxos de caixa (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005) haveria uma maior propensão da gestão de influenciar o processo de elaboração e divulgação de informações contábeis com vistas à obtenção de informações privilegiadas (SARLO NETO; RODRIGUES; ALMEIDA, 2010; SHLEIFER; VISHNY, 1997), resultando, assim, em conflitos de agência de fluxo de caixa livre e em problemas de assimetria informacional.

Diante da elevada concentração de propriedade e controle, espera-se que investidores minoritários tenham uma desvantagem informacional em relação aos investidores majoritários (atuando na gestão). Desse modo, os investidores teriam uma menor capacidade de avaliar o nível adequado de dividendos a ser demandado, como forma de reduzir o fluxo de caixa livre e de prospectar sobre os fundamentos de seus investimentos, sofrendo com a possível expropriação por parte da gestão.

O padrão de financiamento também é reconhecido como um dos fatores relacionados a problemas de agência e de assimetria informacional. Diante da baixa qualidade das informações contábeis prestadas ao mercado (LOPES; WALKER; SILVA, 2016) e do fraco nível de proteção legal (LA PORTA et al., 1998), as organizações sofrem maiores restrições financeiras no que tange à capitalização via mercado de capitais (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003), direcionando a perspectiva dos agentes de mercado para a celebração de contratos com informações privilegiadas (RAJAN, 1992).

Em função destes fatores, é comum que as organizações sujeitas ao fraco nível de proteção legal derivado do regime jurídico *code law* tenham maior propensão a se capitalizar com recursos gerados internamente e com recursos externos derivados de crédito bancário (privado e governamental, no caso brasileiro) (GONÇALVES; SILVA; BORGES JÚNIOR, 2018; LOPES; WALKER; SILVA, 2016). A observação deste padrão de financiamento torna plausível a hipótese de que a tendência de capitalização por recursos não oriundos da emissão de títulos de dívida e/ou patrimoniais está associada a uma menor interação das organizações com o mercado, o que, por consequência, pode vir a resultar em uma menor demanda por informações contábeis úteis.

Rajan (1992) ratifica este posicionamento ao pontuar que, em mercados nos quais prepondera o crédito bancário, a gestão é monitorada por credores informados que, por cláusulas contratuais, têm acesso a informações correntes sobre as organizações não plenamente disponíveis ao mercado.

Desse modo, o padrão de financiamento empresarial praticado leva a uma menor exposição das organizações à disciplina do mercado, resultando, assim, em uma menor relevância da política de dividendos na solução de conflitos de agência de fluxo de caixa livre e de problemas de assimetria informacional.

Cabe ressaltar, por fim, que o fraco nível de proteção legal derivado do regime jurídico *code law* brasileiro sofre a influência de diversos outros fatores, conforme citado anteriormente (LOPES; WALKER; SILVA, 2016). No entanto, tais atributos não são aqui analisados pelo fato de não estarem diretamente associados ao oportunismo gerencial.

2.2 Os efeitos resultado e substituição

De acordo com atual estado da literatura, a política de dividendos está relacionada com possíveis custos e benefícios derivados da relação contratual de agência entre agente e principal. De uma forma geral, a observação desta relação se dá por meio da consideração do nível de proteção legal e do arranjo de características institucionais aos quais os investidores estão expostos (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003; BROCKMAN; UNLU, 2009; BYRNE; O'CONNOR, 2012; LA PORTA et al., 2000a), resultando assim em duas perspectivas concorrentes: os efeitos resultado e substituição.

O efeito resultado (*Outcome Model*) prediz uma relação positiva entre o nível de proteção legal e o nível de dividendos praticado pelas organizações (LA PORTA et al., 2000a). A concepção desta relação leva em conta que o efetivo exercício de prerrogativas legais por parte de investidores é capaz de minimizar possíveis comportamentos oportunistas da gestão quanto à utilização do fluxo de caixa livre (BROCKMAN; UNLU, 2009; BYRNE; O'CONNOR, 2012; JENSEN, 1986; LA PORTA et al., 2000a), representando, portanto, uma menor exposição de investidores a conflitos de agência e problemas de assimetria informacional (LA PORTA et al., 2000a) e uma menor necessidade de suavização de dividendos (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014; LEARY, MICHAELY, 2011).

Como consequência, espera-se que em ambientes de efetiva proteção legal a informação contábil tenha uma maior relevância, possibilitando que os investidores

monitorem o desempenho dos contratos e exijam um nível adequado de dividendos capaz de inibir comportamentos oportunistas e de minimizar riscos de expropriação.

O efeito resultado configura no produto do nível de proteção legal em que prepondera o estabelecimento de relações contratuais celebradas com base no princípio “*arm’s length transaction*”. A partir dessa perspectiva, é possível inferir que a prática de elevados níveis de dividendos é decorrente de informações contábeis mais relevantes (LA PORTA et al., 2000a; LOPES; WALKER; SILVA, 2016).

A figura 1 evidencia como ocorre o efeito resultado.



Já para ambientes de fraca proteção legal, não se espera que as proposições teóricas acima mencionadas se sustentem (LA PORTA et al., 2000a). Considerando as deficiências do ambiente de governança corporativa derivadas do regime jurídico *code law*, é possível dizer que as companhias abertas possuem pouca exposição à disciplina do mercado e que em função disso os investidores minoritários tendem a exigir o máximo possível de dividendos, resultando, assim, em uma menor suavização de dividendos.

De forma concorrente, o efeito substituição (*Substitution Model*) preconiza que o nível de pagamento de dividendos funciona como um substituto para ambientes de fraca proteção legal, isto é, empresas atuantes em ambientes de mercado com regime jurídico *code law* tendem a apresentar conflitos de agência mais severos, e em função disso podem utilizar a política de dividendos com a finalidade de constituir e manter uma reputação de não expropriação de investidores (BROCKMAN; UGLU, 2009; LA PORTA et al., 2000a).

Desse modo, em ambientes de fraca proteção legal e pouca transparência corporativa, é natural que empresas com melhores perspectivas de crescimento apresentem uma maior predisposição de adotar práticas capazes de destacá-las como entidades que se comprometem com um maior nível de transparência e de alinhamento entre as partes contratantes (LA PORTA et al., 1998, 2000b; LOPES; WALKER; SILVA, 2016).

Para tanto, as organizações passam a operar com um menor nível de fluxo de caixa livre, dado o pagamento de maiores níveis de dividendos, o que leva a uma maior necessidade de interação com o mercado de capitais para a obtenção de fontes externas de financiamento.

Então, apesar da existência de fatores como a concentração de propriedade e da prevalência do financiamento com fontes internas e crédito bancário, a utilização da política de dividendos, por meio de um maior grau de suavização de dividendos - como substituto para o fraco nível de proteção legal - pode resultar em uma menor probabilidade de surgimento de conflitos de agência.

Sob a égide do efeito substituição, a política de dividendos é, portanto, um mecanismo de alinhamento de interesses entre agente e principal, contribuindo para a redução de conflitos de agência e problemas de assimetria informacional por meio da suavização de dividendos e da prática de maiores níveis de pagamento de dividendos, dada a menor relevância das informações contábeis, característica de ambientes de mercado de regime jurídico *code law*.

A figura 2 expõe as relações esperadas para o efeito substituição.



De forma sumária, a literatura trata os efeitos resultado e substituição como alternativos, isto é, enquanto o primeiro aponta para uma relação positiva entre o nível de dividendos e o ambiente de proteção legal, o segundo prediz uma relação inversa.

Para fins desta tese, caso seja observada uma menor propensão das empresas brasileiras em suavizar dividendos, tais indícios serão interpretados no sentido de que a informação contábil divulgada para os investidores é relevante e capaz de mediar as relações contratuais de agência, corroborando, portanto, com o efeito resultado. Por outro lado, caso se observe um maior grau de suavização de dividendos, o entendimento será no sentido de que a informação contábil esbarra nas deficiências do ambiente de governança corporativa, sendo, portanto, considerada eficaz em sua função de mediar as relações contratuais de agência, sugerindo, assim, indicações de que a suavização de dividendos pode ser utilizada como mecanismo de proteção para os investidores.

2.3 O modelo de ajustamento parcial de Lintner

O fenômeno denominado de *dividend smoothing*, ou suavização de dividendos, foi documentado seminalmente por Lintner (1956), que realizou uma série de entrevistas com 28

gestores de companhias industriais norte-americanas com a finalidade de investigar os aspectos considerados no estabelecimento da política de dividendos e, com isso, formular um modelo capaz de explicar o comportamento do nível de distribuição de dividendos.

Com resultado de seu conjunto de entrevistas, Lintner (1956) identificou os seguintes fatores como direcionadores do processo decisório de distribuição de dividendos, quais sejam:

- i) existe a tendência de que a série de dividendos seja regular no longo prazo e que esteja atrelada a um percentual ideal de pagamento de dividendos, o qual se julga ser consistente com a capacidade permanente das organizações de gerar de lucros;
- ii) como consequência, a prática de suavizar dividendos deriva da crença dos gestores de que os acionistas preferem uma série histórica de dividendos estável e que empresas que seguem este padrão seriam precificadas com um prêmio no mercado;
- iii) os gestores são relutantes em aumentar excessivamente o nível de dividendos devido a reações dos investidores, a menos que se tenha a convicção de que tais aumentos possam ser mantidos permanentemente; e,
- iv) mesmo em períodos em que os lucros sofrem declínio, a série histórica de dividendos tende a se manter persistente, em face da aversão dos gestores a avaliações negativas por parte do mercado em caso de reduções no nível de dividendos.

Partindo dessas premissas, Lintner (1956) sistematizou o modelo de ajustamento parcial, no qual a variação dos dividendos é dada em função dos dividendos pagos no período imediatamente anterior e dos lucros correntes condicionados a um nível ideal de pagamento de dividendos. Desse modo, Lintner (1956) propõe que a variação dos dividendos e dos lucros não se dá na mesma proporção, sendo este evento um indicador da suavização dos dividendos.

Desse modo, para cada ano t , é estabelecido um nível de pagamento de dividendos $D_{i,t}$ para a firma i , que é obtido pelo produto do lucro corrente $E_{i,t}$ da empresa i no tempo t e da taxa de ideal de pagamento de dividendos r_i .

$$D_{i,t} = r_i E_{i,t} \quad (1)$$

O fator-chave para a compreensão da prática de suavização de dividendos é, portanto, o condicionamento do lucro corrente por um nível ideal de pagamento de dividendos de longo prazo, que para Lintner (1956, p. 102) é “[...] o fator mais importante na determinação de qualquer alteração nos dividendos”.

O condicionamento do lucro corrente por uma taxa ideal de pagamento de dividendos garante um padrão consistente e sem mudanças drásticas no nível de pagamento de dividendos de um período para o outro que porventura possam ser revertidas, em face da incerteza das operações (LINTNER, 1956).

A taxa ideal de pagamento de dividendos, por consequência, reflete o estabelecimento de uma política razoável e bem definida para uma série de pagamento de dividendos no que tange à velocidade com que o lucro corrente é incorporado ao nível de dividendos do período imediatamente anterior (AL-NAJJAR, 2009; JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014; LINTNER, 1956).

Pode-se dizer então que a postulação de um nível ideal de pagamento de dividendos condiciona a política de distribuição de lucros a um ajustamento parcial e contínuo do lucro com a finalidade de garantir aos dividendos pagos um padrão estável e de crescimento gradativo ao longo do tempo, e que ao mesmo tempo contribui para minimizar o risco de reações negativas do mercado por reduzir a probabilidade de cortes no nível pagamento de dividendos.

Considerando as proposições supramencionadas, o modelo de ajustamento de Lintner (1956) é expresso como:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_{i,t} + c_i(D_{i,t} - D_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Sendo:

$\Delta D_{i,t}$ é a variação dos dividendos da empresa i no tempo t , obtida a partir da diferença entre o nível de dividendos $D_{i,t}$ e os dividendos $D_{i,t-1}$ pagos pela empresa i no período imediatamente anterior $t-1$;

$\alpha_{i,t}$ indica a relutância da gestão em cortar dividendos;

c_i corresponde ao coeficiente que captura a velocidade de ajustamento pela qual a variação dos dividendos responde às variações do lucro corrente ajustado pela taxa ideal de pagamento de dividendos; e,

$\varepsilon_{i,t}$ é o erro do modelo de ajustamento parcial.

Substituindo a primeira equação na segunda, é possível obter:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_{i,t} + c_i(E_{i,t}r_i - D_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

De onde pode-se extrair:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_{i,t} + c_i E_{i,t} r_i - c_i D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Diante das formulações matemáticas, o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) tem por objetivo capturar a prática de suavização de dividendos por meio da velocidade de ajustamento dos dividendos em $t-1$ ao nível de dividendos ideal $D_{i,t}^*$ representado por meio do ajustamento do lucro corrente pela taxa ideal de pagamento de dividendos.

Em função destas relações, Andres et al. (2009) e Al-Malkawi, Bhatti e Magableh (2014) explicam que por meio do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) é possível capturar a velocidade pela qual o nível de pagamento de dividendos é ajustado em função das diretrizes de longo prazo estabelecidas pela gestão para a política de dividendos em relação às variações do lucro.

O coeficiente de velocidade de ajustamento dos dividendos $D_{i,t-1}$ consiste, portanto, no parâmetro de maior interesse do modelo de Lintner (1956) por mensurar a propensão da empresa i no tempo t em praticar suavização de dividendos, posto que o modelo de ajustamento parcial, na verdade, indica como as variações do lucro corrente ajustado pelo nível ideal de pagamento de dividendos são incorporadas aos dividendos $D_{i,t-1}$ de modo a explicar as variações do nível de pagamento de dividendos.

Por fim, o modelo de Lintner (1956) pode ser operacionalizado da seguinte forma:

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1} \quad (5)$$

Em que:

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = \alpha_{i,t} + c_i E_{i,t} r_i - c_i D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Resultando em:

$$D_{i,t} = \alpha_{i,t} + c_i E_{i,t} r_i - c_i D_{i,t-1} + D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Sendo, portanto:

$$D_{i,t} = \alpha_{i,t} + c_i E_{i,t} r_i + (1 - c_i) D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

De onde se extrai o seguinte modelo de regressão:

$$D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

Sendo:

$\beta_0 = \alpha_{i,t}$ e representa a relutância da gestão em reduzir o nível de pagamento de dividendos;

$\beta_1 = 1 - c_i$ que resulta em $c_i = 1 - \beta_1$; e,

$\beta_2 = c_i r_i$ de onde se pode calcular o nível ideal de pagamento de dividendos a partir de $r_i = \beta_2 / c_i$.

Como proposto por Lintner (1956), o coeficiente de velocidade de ajustamento evidencia a magnitude da reação da política de dividendos às variações permanentes no lucro corrente. Para que esta proposição seja verdadeira, o coeficiente de velocidade de ajustamento deve estar compreendido no intervalo $0 < c_i < 1$.

Valores próximos a 1 indicam pouco ou nenhum ajuste dos dividendos às variações do lucro, implicando dizer que o nível de pagamento de dividendos está exposto às variações não permanente dos lucros. Por outro lado, valores próximos a 0 capturam a prática de suavização de dividendos por meio da constatação de ajustamentos parciais e contínuos do lucro corrente em direção a um nível ideal de pagamento de dividendos estabelecido com base nas expectativas de longo prazo da gestão.

2.4 Estudos empíricos

Após a dedução matemática do modelo de ajustamento parcial, levando em consideração os pressupostos teóricos formulados por Lintner (1956), nesta seção são apresentados os trabalhos que validaram empiricamente o seu modelo de ajustamento parcial.

O objetivo desta seção é apresentar as evidências empíricas decorrentes de estudos realizados anteriormente com a finalidade de dar embasamento para comparações de resultados no momento da análise dos resultados oriundos desta tese.

Um dos primeiros trabalhos a investigar e validar empiricamente o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) foi o estudo de Fama e Babiak (1968). Os autores conduziram uma série de testes empíricos a fim de investigar o poder explicativo do modelo proposto por Lintner (1956) e de propor melhorias capazes de aumentar o seu poder explicativo. Fama e Babiak (1968) concluíram que, apesar do modelo de Lintner (1956) possuir razoável poder de explicação, a modelagem mais apropriada para capturar a prática de suavização de dividendos, apresentando resultados econométricos mais coerentes, seria por meio da exclusão do intercepto e da inclusão de uma variável de lucro defasada em $t-1$.

Por sua vez, Dewenter e Warther (1998) compararam as políticas de dividendos de empresas norte-americanas e japonesas, e apontaram que, ao empregar o modelo de Lintner (1956), foi possível observar que as empresas japonesas ajustam seus dividendos positiva e/ou negativamente com maior velocidade (menor suavização de dividendos) em comparação às empresas norte-americanas.

De forma similar a Lintner (1956), Brav et al. (2005) conduziram um levantamento (*survey*) com 384 executivos financeiros e 23 entrevistas adicionais com a finalidade de conhecer os fatores que direcionam as decisões de dividendos e de recompra de ações. Como resultados, os autores apontaram que a recompra de ações é feita com base em lucros residuais (anormais) e que a relação entre a variação dos dividendos e o lucro corrente demonstrou um enfraquecimento, em comparação ao estudo de Lintner (1956), o que, segundo os autores, seria decorrente de diretrizes relacionadas ao nível ideal de pagamento de dividendos mais flexíveis.

Aivazian, Booth e Cleary (2006) observaram que as firmas norte-americanas que tem acesso ao mercado de títulos de dívida são mais propensas a pagarem dividendos e a praticarem suavização de dividendos em relação às firmas que se utilizam de dívidas bancárias. Os autores justificam tal resultado com base na afirmativa de La Porta et al. (2000a) de que as soluções financeiras para os problemas de agência dependem do ambiente legal e das características dos investidores. Assim, a prática de suavização de dividendos seria uma imposição dos credores de títulos de dívida que, em tese, são investidores desinformados, e se utilizam de informações financeiras para avaliar o desempenho das organizações, ao passo que credores bancários, por cláusulas contratuais, possuem acesso privilegiado a informações não plenamente disponíveis ao mercado.

Em se tratando de mercados emergentes, Al-Najjar (2009) investigou a propensão das firmas jordanianas em praticar suavização de dividendos e observou que política de dividendos segue um padrão de estabilidade, mas que o seu ajustamento é realizado de forma relativamente rápida e próxima ao nível ideal de pagamento de dividendos estabelecido quando se compara a realidade da Jordânia com a de países desenvolvidos.

Chemmanur et al. (2010) analisaram a prática de suavização de dividendos das companhias listadas na bolsa de valores de Hong Kong e evidenciaram que, neste mercado, as variações dos dividendos causam um menor impacto no valor das ações, e que a constatação de uma menor prática de suavização de dividendos parece não ser decorrente da concentração de propriedade.

No estudo de Michaely e Roberts (2011) comparou-se a prática de suavização de dividendos das empresas britânicas de capital difuso e concentrado. Os autores concluíram que as empresas de capital concentrado praticam suavização de dividendos em menor grau, ao passo que as companhias de capital difuso, por estarem expostas a conflitos de agência mais severos entre gestores e investidores, têm maior propensão a praticar suavização de dividendos.

Posteriormente Al-Najjar e Belghitar (2012) analisaram a relevância do fluxo de caixa operacional e livre na determinação da prática de suavização de dividendos por empresas britânicas, substituindo os lucros pelo fluxo de caixa operacional e livre no modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956). Como resultados, observaram que o fluxo de caixa livre demonstrou ser uma medida mais consistente do que os lucros contábeis na determinação da prática de suavização de dividendos.

Kighir, Omar e Mohamed (2015) analisaram o poder explicativo dos lucros, do fluxo de caixa operacional e do fluxo de caixa livre na determinação da velocidade de ajustamento dos dividendos para companhias malaias, observando que os lucros correntes e o fluxo de caixa operacional do período $t-1$ possuem maior poder explicativo sobre a prática de suavização de dividendos. Ademais, os autores apontaram que o fluxo de caixa livre também se mostrou significativo, corroborando com a hipótese de Jensen (1986) de que os dividendos podem contribuir para a redução de conflitos de agência.

Al-Najjar e Kilincarslan (2017) analisaram a prática de suavização de dividendos das companhias listadas na bolsa de valores de Istambul e concluíram que as companhias turcas adequam sua política de dividendos com base em uma taxa ideal de pagamento de dividendos e que perseguem um nível moderado de distribuição de dividendos. Ademais, os autores

pontuam que a concentração de propriedade inerente ao mercado turco influencia positivamente na suavização de dividendos.

Na sequência, o quadro 1 resume os principais objetivos e conclusões de outros trabalhos que validaram a utilização do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956).

Quadro 1 - Resumo de Trabalhos Empíricos

Autores	Objetivo (s)	Conclusões
Aivazian, Booth e Cleary (2003)	Analisaram a política de dividendos de oito mercados asiáticos subdesenvolvidos.	As características do ambiente <i>code law</i> dos mercados analisados influenciam negativamente na prática de suavização de dividendos, tornando a política de dividendos um mecanismo menos viável para a redução de conflitos de agência.
Andres et al. (2009)	Estudaram o impacto dos lucros e do fluxo de caixa na prática de suavização de dividendos em empresas alemãs.	Os resultados indicam que a variável fluxo de caixa possui maior capacidade de explicar a prática de suavização de dividendos das firmas germânicas.
Al-Malkawi et al. (2014)	Examinam a prática de suavização de dividendos em Omã.	As empresas omanianas ajustam gradualmente seus dividendos em direção a um nível ideal de pagamento de dividendos com uma velocidade de ajustamento relativamente baixa quando se compara com outros mercados emergentes.
Andres et al. (2015)	Analisaram o nível total de pagamento de dividendos das firmas alemãs levando em consideração o efeito da recompra de ações sobre o nível de dividendos pagos.	Observaram que o pagamento de dividendos é baseado nos lucros (em caráter permanente) e que eventuais outros pagamentos (dividendos especiais de caráter transitório) são feitos por meio da recompra de ações, o que caracteriza o efeito flexibilidade.
Hoang e Hoxha (2016)	Aplicam uma metodologia de decomposição da variância como meio para avaliar dinâmica e conjuntamente as decisões de investimentos, financiamento e de dividendos.	Os resultados apontam que os gestores tendem a utilizar as políticas de financiamento e de investimento como forma de suavização da série de lucros e assim tornar a série de pagamento de dividendos estável e suavizada, indicando que o tripé de decisões financeiras é produto de um conjunto de decisões dinâmicas.

Fonte: Elaboração Própria (2019)

2.5 Relevância da informação contábil

A linha de pesquisa sobre a relevância da informação contábil é originada dos trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) que, de forma seminal constataram que os preços das ações e as informações contábeis são positivamente relacionados, dando assim início ao campo de pesquisa denominado de CMBAR (*Capital Market-Based Accounting*

Research), evidenciando que as informações contábeis podem ser consideradas relevantes para a avaliação e precificação de títulos.

Ball e Brown (1968) foram os primeiros a analisar a relação entre o preço das ações e as informações contábeis. A pesquisa foi conduzida de forma a investigar a influência dos lucros residuais (anormais) sobre o preço das ações cotadas na bolsa de valores de Nova York. Como resultados, Ball e Brown (1968) observaram que a variação no preço das ações responde positivamente às variações do lucro, indicando que a informação contábil é relevante para a definição dos preços dos títulos negociados no mercado de capitais.

Já Beaver (1968), por meio de um estudo de eventos, investigou o comportamento do preço das ações em função da variância dos retornos anormais nas semanas próximas a divulgação dos resultados contábeis. Como resultados, Beaver (1968), ao observar uma maior variância, indicativa de retornos anormais, concluiu que os preços das ações reagem positivamente aos lucros contábeis, sobretudo nos dias próximos aos anúncios de resultados.

Somente após a publicação dos trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) é que se fortaleceu a ideia de capacidade informacional da Contabilidade para a avaliação e precificação de títulos no mercado de capitais e como esta pode alterar a percepção de seus usuários sobre a realidade dos eventos econômicos que causam as mutações patrimoniais.

Nesse sentido, o papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais reside em sua capacidade de alterar as expectativas de seus usuários no tocante ao desempenho corrente e futuro para a determinação do risco e do preço dos títulos.

Assim, Barth, Beaver e Landsman (2001) e Beisland (2009) conceituam que as pesquisas sobre a relevância da informação contábil, ou *value relevance*, procuram compreender em que grau a informação contábil determina o preço das ações, por meio do emprego de técnicas de associação estatística entre as métricas contábeis e o valor de mercado do patrimônio líquido. O intuito é avançar na compreensão sobre como o preço das ações reage às informações contábeis, sendo caracterizada como relevantes, portanto, aquelas informações com maior capacidade de explicar o comportamento do preço dos títulos negociados no mercado de capitais.

Indo além, Francis et al. (2005) apontam que uma maior associação entre as informações contábeis e o preço das ações pressupõem um menor custo do capital próprio, posto que os investidores tenderiam a possuir melhores parâmetros (menor assimetria informacional) para estimar com confiabilidade a capacidade de geração de benefícios econômicos das organizações, percebendo, assim, menores riscos para seus investimentos.

Diante das proposições supramencionadas, é inegável o viés empírico-positivista dos estudos da temática de relevância da informação contábil. De um modo geral, as pesquisas nessa temática são conduzidas por meio de análises de regressão (BROWN; LO; LYS, 1999) de forma a analisar *ex post* o grau de associação que a informação contábil possui em determinado momento e não qual o grau de associação deveria ter com o preço das ações.

Por consequência da abordagem empírico-positivista, é natural que as pesquisas de relevância da informação contábil adotem, como premissa subjacente, a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) (FAMA, 1970). A partir da HME, em sua forma semiforte, assume-se que os preços das ações devem refletir as expectativas dos investidores dado um determinado conjunto de informações disponíveis no mercado, e que a informação contábil relevante, como uma das fontes de informação, teria, portanto, a função de contribuir para a precificação dos títulos e para uma maior eficiência na alocação dos recursos econômicos no mercado de capitais.

Sob a perspectiva de condução metodológica, Holthausen e Watts (2001) classificam os estudos sobre relevância da informação contábil em três subgrupos, quais sejam:

- i) Estudos de associação relativa: nos quais o preço das ações é relacionado a uma ou a um conjunto de variáveis contábeis, e que, segundo os autores, as informações que apresentarem maior coeficiente de determinação (R^2 ajustado) serão consideradas mais relevantes;
- ii) Estudos de associação incremental: nos quais o objetivo metodológico é o de examinar a relação entre o preço das ações e as informações contábeis, por meio da significância estatística dos coeficientes angulares das variáveis utilizadas em um modelo de regressão;
- iii) Estudos de conteúdo de informação marginal: em que a informação contábil é relacionada ao preço das ações por meio de estudo de eventos.

Dada a categorização de Holthausen e Watts (2001), cabe salientar que nesta tese se busca analisar a relevância da informação contábil por meio da associação incremental, visto que este trabalho busca verificar a significância estatística dos coeficientes das variáveis utilizadas nos modelos de regressão estimados.

No que tange ao escopo teórico desta tese, Sarlo Neto et al. (2005) apontam que, apesar de a literatura sobre a relevância da informação contábil confirmar uma correlação positiva entre o preço das ações e a informação contábil, constatou que o preço das ações e a informação contábil variam em intensidades diferentes, desencadeando, assim, o surgimento

de estudos que investigam a influência de diversos fatores sobre a relevância da informação contábil, como, por exemplo, as características do mercado acionário.

Nesse sentido, Nobes (1998), La Porta et al. (1998, 2000b) e Ball, Kothari e Robin (2000) desenvolveram seus estudos apontando evidências de que a informação contábil e as práticas de governança corporativa sofrem a influência do ambiente de proteção legal e do arranjo de características institucionais.

Esta afirmativa está alinhada com a constatação por parte dos autores supramencionados de que países de regime jurídico *code law* tendem a possuir ambiente de governança corporativa que limita o poder da informação contábil de atender à necessidade informacional de seus usuários. Isto é, o ambiente de proteção legal derivado do regime jurídico *code law* favorece o comportamento oportunista dos agentes no processo de elaboração e divulgação de informações contábeis relevantes, contribuindo para o surgimento de conflitos de agência e problemas de assimetria informacional.

Considerando o posicionamento dos autores citados nesta seção, até onde foi possível observar, tanto em nível nacional, quanto internacional, a relação entre a suavização dos dividendos e a relevância da informação contábil, bem como os possíveis efeitos derivados desta relação (resultado e substituição) ainda não foram investigados.

Assim, ao se considerar que, em ambientes de baixa proteção legal, como é o caso brasileiro, a suavização de dividendos pode ser entendida como um mecanismo substituto para os mecanismos de governança, esta tese contribui no sentido de preencher o *gap* de literatura relativo à análise da relação entre a relevância da informação contábil e a suavização de dividendos permeia as relações contratuais entre a agente e principal no ambiente do mercado de capitais brasileiro.

3 METODOLOGIA

3.1 Definição da população de pesquisa e coleta de dados

O universo de pesquisa compreende todas as companhias listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) com o registro ativo no período de coleta de dados realizada em julho de 2018.

Para a formação da população analisada nesta tese, foram considerados os seguintes critérios: i) exclusão de empresas com dados econômico-financeiros incompletos ou indisponíveis; ii) desconsideração de empresas com patrimônio líquido negativo por serem empresas com características de descontinuidade; iii) retirada de empresas que não evidenciaram informações completas sobre a política de dividendos necessárias ao cálculo de alguma das variáveis de estudo; iv) consideração de empresas que distribuíram dividendos ininterruptamente durante o período de pesquisa (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014); e, v) dentre as empresas que negociam mais de um tipo de ação, foi escolhida aquela com maior liquidez.

A utilização do conjunto de critérios supramencionados está fundamentada na necessidade de seleção de empresas que realizem o pagamento de dividendos de forma ininterrupta. Isso se dá pelo fato de que a suavização de dividendos só pode ser estudada e capturada em empresas que realizam o pagamento de dividendos, o que, para os casos das empresas com dados incompletos, indisponíveis ou que não distribuíram dividendos em alguns dos anos do horizonte temporal, torna-se inviável por meio da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956).

Ademais, as empresas que não atenderam aos critérios para a formação da população pesquisada em quaisquer dos anos que compreendem o horizonte temporal de pesquisa também foram excluídas. Tal procedimento é balizado pela uniformidade e comparabilidade dos resultados, o que é inviável para análises econométricas com conjuntos de dados desbalanceados.

Após a execução dos procedimentos supramencionados, nesta tese foram analisadas 63 títulos, sendo 39 ações ordinárias, 22 ações preferenciais e 2 *Units*. Para o conhecimento da população de pesquisa em maior detalhe, conforme a classificação da B3, os papéis analisados estão distribuídos da seguinte forma por setor: bens industriais (7), consumo cíclico (12), consumo não cíclico (6), financeiro (15), materiais básicos (5), petróleo, gás e bicomcombustíveis (1), saúde (4), tecnologia da informação (1), utilidade pública (12), sendo este

último setor composto pelos segmentos de telecomunicações (1), gás (1), saneamento (2), energia elétrica (8).

Desse modo, todas as estatísticas descritivas e análises econométricas que são explicadas adiante são realizadas e analisadas com base em dados por título.

Já a coleta dos dados sobre os dividendos pagos e as variáveis contábeis deu por meio da base de dados Economatica[®]. Os dados foram coletados seguindo uma base anual para o período que compreende os anos entre 2010 e 2017. A escolha por este período se dá em função da completa adoção dos padrões internacionais de Contabilidade pelo Brasil, o que justifica uma maior uniformidade das *proxies* de pesquisa e dos resultados econométricos.

Desse modo, para a operacionalização dos modelos econométricos apresentados na próxima seção, foram considerados de 63 títulos para análise, em um período de 7 anos (2011-2017). A análise de um horizonte temporal de sete anos se justifica necessidade de utilização da variável de dividendos defasados em $t-1$.

Sendo assim, os dados foram coletados compreendendo o período 2010-2017 e as análises econométricas são relativas ao período 2011-2017.

3.2 Modelos econométricos

3.2.1 Mensuração do padrão de suavização de dividendos

De forma inicial, esta pesquisa emprega o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) com a finalidade de examinar a propensão das companhias abertas brasileiras em praticar suavização de dividendos, investigando fatores como o nível ideal de pagamento de dividendos (r_i) e a velocidade de ajustamento do lucro (c_i).

Para tanto, o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) é evidenciado abaixo:

$$D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

Sendo:

$D_{i,t}$ os dividendos pagos pela empresa i no tempo t ;

$D_{i,t-1}$ o montante de dividendos pagos pela empresa i no período de tempo $t-1$;

$E_{i,t}$ é o lucro corrente da empresa i no tempo t ;

$\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro do modelo de regressão.

O modelo de Lintner (1956) é estimado para um conjunto de dados em painel com a finalidade de mensurar a propensão das empresas brasileiras em suavizar dividendos, bem como compreender se o padrão de suavização de dividendos, observado empiricamente, está relacionado com um nível de pagamento de dividendos ideal.

Seguindo os procedimentos de modelagem de Fama e Babiak (1968), Brav et al. (2005), Andres et al. (2009), Leary e Michaely (2011) e Al-Najjar e Kilincarslan (2017), para esta tese, o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) foi estimado como dados por ação (*firm level data*), o que segundo os autores mencionados, consiste na especificação econométrica mais apropriada para capturar a suavização de dividendos.

Para a estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) as variáveis “dividendos em t ” e “dividendos em $t-1$ ” compreendem os montantes dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio, por estes últimos terem o mesmo efeito do pagamento de dividendos (GALVÃO, 2015, p. 41).

Por fim, o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) foi estimado com dados em painel para o período de análise de 2011-2017, compreendendo 411 observações.

3.2.2 A relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil

Dada a impossibilidade de geração de uma série temporal da velocidade de ajustamento dos dividendos para a estimação de regressões com dados em painel, a relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil foi estimada considerando dados em *cross-section*.

Desse modo, foi estimada uma regressão para cada empresa, componente da população de pesquisa, com a finalidade de se conhecer, individualmente, a velocidade de ajustamento dos dividendos e com isso obter uma variável passível de ser utilizada de acordo com o escopo proposto nesta tese.

Desse modo, o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) foi inicialmente estimado com dados em *cross-section*, considerando a média das variáveis para o período de análise (2011-2017), conforme a equação 11.

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 LL_i + \beta_2 PL_i + \varepsilon_i \quad (11)$$

Sendo:

P_i é a média dos preços da ação da empresa i observado ao final do primeiro

trimestre de cada ano fiscal subsequente ao fechamento das demonstrações financeiras;

LL_i corresponde à média do lucro líquido da empresa i ;

PL_i representa a média do patrimônio líquido da empresa i ;

ε_i é o termo de erro estocástico.

Para cumprir com os objetivos traçados nesta tese, a velocidade de ajustamento dos dividendos foi incluída no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) com a finalidade de examinar a associação incremental da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil. Isto é, a inclusão da variável velocidade de ajustamento dos dividendos se dá pela necessidade de se investigar se a suavização de dividendos tem poder incremental sobre a relevância da informação contábil por meio da comparação da significância estatística dos parâmetros e do poder explicativo do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) por meio da comparação entre os coeficientes de determinação (R^2 ajustado).

Assim, o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) é estimado de acordo com a seguinte especificação:

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 LL_i + \beta_2 PL_i + \beta_3 c_i + \beta_4 LL_i c_i + \beta_5 PL_i c_i + \varepsilon_i \quad (12)$$

Sendo:

P_i é a média dos preços da ação da empresa i observado ao final do primeiro trimestre de cada ano fiscal subsequente ao fechamento das demonstrações financeiras;

LL_i corresponde à média do lucro líquido da empresa i ;

PL_i representa a média do patrimônio líquido da empresa i ;

c_i é a velocidade de ajustamento da empresa i , obtido a partir da estimação individual (por empresa) do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956); e,

ε_i é o termo de erro estocástico.

Em termos de predições teóricas, seguindo a tese proposta de que a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil são inversamente relacionadas, espera-se que uma maior velocidade de ajustamento de dividendos implique em uma relação estatisticamente significativa e que resulte em um aumento do poder explicativo do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), indicando que empresas que suavizam menos, tendem a apresentar informações contábeis mais relevantes.

O modelo adaptado de Collins, Maydew e Weiss (1997), conforme a equação 12, foi estimado para 41 observações. A redução do número de observações de 63 para 41 se dá pelo fato de que 22 empresas apresentaram uma velocidade de ajustamento dos dividendos fora do intervalo entre 0 e 1 após a estimação do modelo de Lintner (1956). Por esse motivo, diante de uma relação considerada espúria, justifica-se a redução do número de observações na análise.

Como consequência, a partir da grande heterogeneidade dos dados foi observada a não normalidade na distribuição de probabilidade do modelo adaptado de Collins, Maydew e Weiss (1997) a qual não pode ser relaxada tomando por base o teorema do limite central dado o pequeno número de observações (41). Desse modo, como teste de robustez, foi utilizado o modelo de regressão quantílica de Koenker & Basset (1978) por consistir em um método semi-paramétrico robusto à *outliers*, resíduos heterocedásticos e distribuições não gaussianas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados empíricos observados nesta tese. Para uma melhor apresentação e discussão dos achados de pesquisa, conforme os objetivos estabelecidos, as análises foram divididas em dois blocos, quais sejam: i) o padrão de suavização de dividendos no Brasil; e, ii) a análise da relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil.

4.1 O padrão de suavização de dividendos no Brasil

Nesta primeira seção de análise, são evidenciados e discutidos os resultados das estimações do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956). Desse modo, esta seção tem por intuito cumprir com o primeiro objetivo de pesquisa que é o de identificar o padrão de suavização de dividendos praticado pelas companhias brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3).

Para tanto, são realizadas as seguintes análises: i) análise de estatística descritiva: tendo por finalidade descrever e sumarizar as principais características das variáveis utilizadas para estimar o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956); e, ii) análise de regressão: em que os resultados da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) são analisados empiricamente e comparados com as previsões teóricas discutidas nesta tese e com o corpo de evidências empíricas.

4.1.1 Análise de estatística descritiva

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para estimar o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956), conforme demonstrado na equação 10 exposta na seção da metodologia.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956)

Métricas	Variação dos Dividendos	Dividendos em t	Dividendos em $t-1$	Lucro por ação
Média	0.0349	0.9075	0.8726	1.7644
Desvio Padrão	0.7349	1.1656	1.0941	2.4897
Valor Mínimo	-4.3725	0.0151	0.0151	-8.5793
Valor Máximo	6.1603	11.8196	11.8196	30.2088

Fonte: dados da pesquisa

Diante dos resultados das estatísticas descritivas apresentadas, é possível observar que a média dos dividendos pagos em t e em $t-1$, respectivamente, representam aproximadamente 51,43 % e 49,45 % da média do lucro por ação, o que demonstra uma pequena variação média dos dividendos pagos para o período analisado.

De forma mais abrangente, a variação da média dos dividendos pagos entre t e $t-1$ corresponde a R\$ 0,0349, o que representa um aumento de aproximadamente 1,98 % da média do lucro por ação, sugerindo, de forma inicial, indícios de que há uma lenta incorporação (parcial) do lucro ao nível de dividendos pagos.

Estes resultados, apesar de sugerirem que há indícios de que as companhias abertas brasileiras suavizam o seu nível de pagamento de dividendos, podem ser considerados como tendenciosos, dada a observação de valores extremos e de um nível razoável de dispersão dos dados. Com base na tabela 1 é possível notar que os valores médios dos dividendos pagos em t e $t-1$ estão compreendidos dentro do intervalo de grande amplitude (R\$ 0,0151 e R\$ 11,8196) com desvios padrão de respectivamente R\$ 1,1656 e R\$ 1,0941 por ação.

O coeficiente de variação (razão entre o desvio padrão e a média) para os dividendos em t e $t-1$ de 128,44 % e 125,38 %, respectivamente, o que indica uma grande dispersão dos dados, implicando dizer que a média, como medida de tendência central, para o conjunto de dados analisados, pode ser considerada tendenciosa.

Sendo assim, a existência de valores extremos para os dividendos em t e $t-1$ aponta para a heterogeneidade do conjunto de dados analisado, o que corrobora com a interpretação do coeficiente de variação observado, levantando, assim, suspeitas de que no Brasil há um padrão de volatilidade no que tange à suavização de dividendos, dada a observação do alto grau de dispersão dos dados.

4.1.2 Análise de regressão

Esta seção apresenta os resultados da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) por meio do emprego da técnica de análise de regressão com dados em painel.

De forma inicial são evidenciados os resultados dos pressupostos validadores do modelo clássico de regressão linear, quais sejam: ausência de multicolinearidade, resíduos homocedásticos, ausência de autocorrelação e normalidade dos resíduos.

Como primeiro pressuposto, foi testada a ausência de multicolinearidade por meio do fator de inflação de variância (VIF – *variance inflation factor*) em que ficou constatada a

ausência de relação linear perfeita entre as variáveis independentes dada a observação do VIF inferior a 10 (WOOLDRIDGE, 2011).

A tabela 2 apresenta os resultados dos testes de Breusch-Pagan, de Breusch-Godfrey e de Shapiro Wilk, evidenciando a rejeição das hipóteses nulas de resíduos homocedásticos e de normalidade dos resíduos para um nível de significância de 5 %.

Tabela 2 – Resultados dos testes dos pressupostos do modelo clássico de regressão

Teste	Hipótese Nula	p-valor	Resultado
Breusch-Pagan	Resíduos Homocedásticos	0.0000	Rejeita
Breusch-Godfrey	Ausência de Autocorrelação de Resíduos	0.4238	Não Rejeita
Shapiro Wilk	Normalidade dos Resíduos	0.0000	Rejeita

Fonte: dados da pesquisa

A partir da observação de resíduos heterocedásticos na distribuição de probabilidade, a estimação do modelo de Lintner (1956) foi realizada por meio do emprego dos mínimos quadrados generalizados (MQG) que, segundo Wooldridge (2011), consiste em uma técnica de estimação de erros padrão robustos, não viesando, assim, as estatísticas t e F.

Quanto à normalidade dos resíduos, o teorema do limite central considera que, para um grande número de observações, a distribuição das médias tende à normalidade. Para este bloco de análise, considerando 441 observações, este pressuposto foi relaxado por não tornar os regressores viesados, posta a colocação de Wooldridge (2011, p. 158) de que, mesmo sem a hipótese da normalidade, as estatísticas t e F têm distribuições aproximadamente t e F, pelo menos em amostras grandes.

Por conseguinte, foram realizados os testes LM (*lagrangian multiplier*) de Breusch-Pagan e o teste de Hausman para definição do modelo de dados em painel mais adequado para estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956).

Tabela 3 – Testes de especificação para dados em painel

Teste	Hipótese Nula	p-valor	Resultado
LM para efeitos aleatórios	Efeitos aleatórios em detrimento de <i>pooled</i>	0.882	Não rejeita
LM para efeitos fixos	Efeitos Fixos em detrimento de <i>pooled</i>	0.1723	Não rejeita
Hausman	Efeitos aleatórios em detrimento de efeitos fixos	0.0000	Rejeita

Fonte: dados da pesquisa.

Diante dos resultados observados na tabela 3, o modelo de dados em painel mais indicado para estimar o modelo de ajustamento parcial Lintner (1956) é o de efeitos fixos.

Sendo assim, a tabela 4 apresenta os resultados do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) a partir da estimação com dados em painel de efeitos fixos estimado pelo método dos mínimos quadrados generalizados.

Tabela 4 – Estimação do modelo de Lintner (1956)

Variável	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística z	p-valor
Dividendos $t-1$	0.4423	0.0415	106.425	0.0000
Lpa	0.1042	0.0211	49.229	0.0000
R^2 Múltiplo			0.6983	
Velocidade de Ajustamento dos Dividendos (c_i)			0.5576	
Nível Ideal de dividendos (r_i)			0.1870	

Fonte: dados da pesquisa

Os resultados da estimação do modelo de Lintner (1956) são significantivos ao nível de 1 %, apresentando um coeficiente de determinação (R^2 Múltiplo) de 69,83 % que pode ser considerado como um bom grau de ajustamento para o conjunto de dados analisados.

No que diz respeito à análise das variáveis explicativas do modelo, é possível observar que tanto os dividendos em $t-1$ quanto o lucro do período se mostraram positivamente relacionados à variável dependente e significantes a 1 %. Estes resultados corroboram os pressupostos teóricos lançados por Lintner (1956) e convergem com o corpo de evidências empíricas apresentado nesta tese, evidenciando que o modelo de ajustamento parcial pode ser utilizado, no ambiente brasileiro, para compreender a incorporação do lucro corrente aos dividendos em $t-1$ para explicar as variações do nível de pagamento de dividendos.

Quanto aos parâmetros apontados por Lintner (1956) que capturam a suavização de dividendos, a velocidade de ajustamento (c_i) observada é de 0.5576 ($1 - 0.4423$). Este resultado indica que aproximadamente 56 % do lucro corrente é incorporado aos dividendos do período $t-1$ para explicar as variações do nível de pagamento de dividendos.

Em comparação às evidências empíricas que analisaram a suavização de dividendos em mercados emergentes e com características similares ao mercado brasileiro, o achado nesta tese corrobora com as evidências empíricas apontadas por Al-Najjar e Kilincarslan (2017), os quais observaram uma velocidade de ajustamento de dividendos para o mercado turco na ordem de 0.53.

Quando os achados desta tese são comparados com evidências empíricas em nível internacional, é possível observar que as organizações atuantes no mercado de capitais brasileiro ajustam o nível de dividendos pagos com maior velocidade do que o observado por Javakhadze, Ferris e Sen (2014), os quais observaram velocidades de ajustamento dos

dividendos na ordem de 0.2336 e 0.4597 para mercados de tradição jurídica *code law* e *common law*, respectivamente.

A observação dessas diferenças é indicativo de que a suavização de dividendos não é utilizada como mecanismo de proteção para investidores, posta a diferença observada entre as velocidades de ajustamento de dividendos obtida nesta tese e o observado (0.2336) para países *code law* por Javakhadze, Ferris e Sen (2014).

De forma concorrente, a verificação de uma velocidade de ajustamento superior ao observado por Javakhadze, Ferris e Sen (2014) para países *common law* (0.4597) converge para a aceitação do efeito resultado, decorrendo, assim, em um menor grau de suavização de dividendos.

Para o mercado brasileiro, o achado desta tese confirma o efeito resultado, demonstrando que o nível de suavização de dividendos é positivamente relacionado ao nível de proteção legal. Isto é, a observação de uma maior velocidade de ajustamento de dividendos é diretamente relacionada com as deficiências do ambiente de governança corporativa derivadas do regime jurídico *code law*, o que implica dizer que as companhias abertas possuem pouca exposição à disciplina do mercado, impossibilitando, assim, os investidores minoritários de exercer um monitoramento eficiente sobre a gestão, resultando, dessa forma, na em uma possível má alocação de recursos e na observação de níveis voláteis de pagamento de dividendos.

Em certo ponto, a observação de uma velocidade de ajustamento superior ao observado no estudo de Javakhadze, Ferris e Sen (2014) pode ter relação com o grau de concentração de propriedade presente no Brasil. Michaely e Roberts (2011) apontam que empresas com maior concentração de propriedade tendem a suavizar menos do que empresas de capital difuso e que esta diferença seria decorrente do grau de exposição das organizações ao escrutínio do mercado.

Decourt e Procianoy (2012) ao realizar um levantamento (*survey*) com CFO's (*chief executive officers*) de companhias abertas brasileiras, observaram que em 63,08 % dos casos analisados, o conselho de administração é responsável pelas propostas de distribuição do lucro. Desse modo, ao se admitir que investidores controladores atuam diretamente como executivos ou membros de conselho de administração, é razoável conceber que uma maior velocidade de ajustamento dos dividendos pode estar relacionado com o maior grau de influência dos investidores majoritários sobre os diversos aspectos da política de dividendos na tentativa de obter/extrair benefícios privados de controle.

Ademais, Decourt e Procianoy (2012) argumentam que existem casos em que a determinação das propostas pelos conselhos de administração é reduzida quando há a representação de acionistas minoritários. Tal achado reforça a proposição de que os investidores minoritários no Brasil são pouco atuantes e que em função disso poderia haver um maior risco de expropriação por meio da política de dividendos.

O padrão de financiamento das companhias abertas brasileiras é outro fator que pode estar diretamente relacionado com uma maior velocidade de ajustamento. Gonçalves, Silva e Borges Júnior (2018) apontam que no Brasil há uma prevalência pelo financiamento interno e pelo endividamento bancário em detrimento da emissão de títulos de dívida ou patrimoniais e que a observação deste fato estaria relacionada com o regime jurídico *code law*, caracterizando uma menor exposição das organizações à disciplina do mercado.

Esta caracterização, corrobora a proposição lançada por de La Porta et al. (2000a) de que as soluções financeiras para os problemas de agência dependem do nível de proteção legal e do ambiente de governança corporativa e que uma maior capitalização por meio de fontes de financiamento bancárias reduz a capacidade dos agentes econômicos de monitorar os atos de gestão por limitar a interação das organizações com o mercado de capitais.

Aivazian, Booth e Crealy (2006) evidenciam de que empresas que possuem boa classificação para os seus títulos de dívida tendem a suavizar dividendos em maior grau quando comparado com firmas que seguem um padrão de endividamento bancário. Para os autores, esta observação está associada a uma maior interação das organizações com o mercado, uma vez que, em essência, os investidores por título de dívida por serem desinformados demandariam uma maior suavização de dividendos.

Para o caso brasileiro, portanto, a observação de uma maior velocidade de ajustamento dos dividendos seria decorrente do baixo nível de proteção legal e de deficiências no ambiente de governança corporativa, além do alto grau de concentração de propriedade e da prevalência por fontes internas de financiamento e de crédito bancário. Estas características ratificam a existência do efeito resultado para o mercado de capitais brasileiro e corroboram os estudos de Michaely e Roberts (2011), Leary e Michaely (2011), Javakhadze, Ferris e Sen (2014) de que estas características podem implicar em uma menor suavização de dividendos.

Diante dos argumentos até aqui expostos, é possível caracterizar o ambiente de mercado de capitais brasileiro por uma menor propensão em suavizar dividendos, e, como consequência, a tendência de não aversão à volatilidade do nível de pagamento de dividendos, dada a observação da rápida incorporação dos lucros (parcelas permanentes e anormais) ao nível corrente de dividendos pagos.

A consideração desta proposição, leva a concluir, portanto, sobre a existência de problemas de assimetria informacional e a eficácia com que os investidores podem ter para prever o retorno por seus investimentos. Em outras palavras, a observação de uma maior velocidade de ajustamento dos dividendos e a aceitação do efeito resultado implicam dizer que os investidores minoritários não percebem a política de dividendos como mecanismo para minimizar possíveis comportamentos oportunistas de acionistas controladores, dada a impossibilidade de avaliação e correta prospecção quanto ao nível adequado de dividendos que deve ser demandado para impor disciplina à gestão.

Quanto ao nível ideal de pagamento de dividendos (r_i), foi possível observar, a partir da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956), um nível de 18,70 %, o que destoa do nível médio de pagamento de dividendos observado nas estatísticas descritivas (51,43 % e 49,45 %). Este resultado sugere, portanto, que o modelo de Lintner (1956) não captura o parâmetro utilizado pela gestão das entidades brasileiras para ajustar o lucro.

Esta observação é convergente com os achados de Brav et al. (2005) de que o nível ideal de pagamento de dividendos não é mais o fator preponderante na determinação das decisões de suavização de dividendos, o que implica dizer que é possível que outros parâmetros sejam utilizados para condicionar o ajustamento dos lucros, como por exemplo o dividendo alvo por ação, o nível de crescimento do dividendo por ação ou até mesmo a capacidade de geração de fluxos de caixa.

Situação similar também foi relatada no estudo de Andrés et al. (2009) que, ao analisar o padrão de suavização de dividendos das firmas alemãs, observaram também uma grande disparidade entre a média de dividendos pagos (67 %) e o nível ideal de pagamento de dividendos obtido por meio da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) (12,8 % e 27,3 %). A partir de novas estimações, utilizando a geração de caixa como base para o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956), Andres et al. (2009) observaram que as firmas alemãs tendem a pautar o seu nível ideal de dividendos nos fluxos de caixa.

Nesse sentido, Decourt e Procianoy (2012) observaram para o caso brasileiro, junto a CFO's, que os fatores considerados para a distribuição de dividendos são o lucro líquido do exercício (86,79 %), a geração atual de caixa (51,06 %) e investimentos futuros (46,81 %). Estas evidências de certa forma corroboram com os achados desta tese de que o lucro corrente é determinante da suavização de dividendos no Brasil, mas suscita direcionamentos para pesquisas futuras quanto à consideração da geração atual de caixa e dos investimentos futuros como possíveis fatores explicativos do nível ideal de pagamento de dividendos.

Em resumo, as estimativas do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) para o mercado brasileiro sugerem que o padrão de suavização de dividendos é caracterizado pelo efeito resultado, implicando dizer que há uma rápida incorporação do lucro corrente ao nível de dividendos pagos e que o nível ideal de pagamento de dividendos estimado destoa substancialmente da média de pagamento de dividendos praticada pelas organizações, o que sugere que o processo decisório de suavização de dividendos das companhias abertas brasileiras pode estar baseada em outros parâmetros.

Por fim, o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) também foi estimado com a inclusão de variáveis *dummies* para os setores de utilidade pública e financeiro, os quais reconhecidamente, pagam os maiores montantes de dividendos no Brasil. No entanto, estas variáveis não se mostraram significativas para o conjunto de dados analisados e sua inclusão não alterou as estimações feitas para os demais coeficientes, não sendo, portanto, relevantes para fins desta tese, e, por consequência, não são aqui evidenciados.

4.2 Relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil no Brasil

Nesta segunda seção de análise, são evidenciados e discutidos os resultados das estimações do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997). Desse modo, esta seção tem por intuito cumprir com o segundo e o terceiro objetivo desta tese, quais sejam: i) examinar a associação incremental da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil; e, ii) diagnosticar e concluir acerca da existência dos efeitos resultado e substituição para o mercado de capitais brasileiro, bem como suas consequências para a análise da relevância da informação contábil.

Para tanto, são realizadas as análises de estatística descritiva das variáveis do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) e da velocidade de ajustamento de dividendos (c_i) obtida a partir da estimação (*cross-section*) do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) por empresas. Em um segundo momento, o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) é estimado em sua especificação original e em sua especificação adaptada – conforme evidenciado na metodologia – para que se conclua sobre a capacidade de associação incremental da suavização de dividendos e sobre o diagnóstico das consequências dos efeitos resultado e substituição na análise da relevância da informação contábil.

4.2.1 Análise de estatística descritiva

A tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para estimar o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) e da variável velocidade de ajustamento dos dividendos, obtida a partir da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) por empresas.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas do modelo de relevância da informação contábil.

Métricas	Preço das Ações	Lpa	Plpa	Velocidade de Ajustamento
Média	28.5305	2.0071	15.9400	0.6245
Desvio Padrão	46.2179	2.2293	14.8461	0.2563
Valor Mínimo	2.3598	-0.1134	1.1194	0.1036
Valor Máximo	297.2051	10.8969	68.0783	0.9579

Fonte: dados da pesquisa

A partir dos dados evidenciados na tabela 5, é possível constatar que o comportamento do preço das ações no mercado de capitais brasileiro é bastante heterogêneo, dado o alto grau de dispersão obtido a partir de um desvio padrão de R\$ 46.21 e um coeficiente de variação na ordem de 161,99 %.

Apresentando comportamento semelhante, as variáveis lucro por ação e patrimônio líquido por ação também apresentam grande dispersão, o que resulta em coeficientes de variação de 111,07 % e 93,13 % para o lucro por ação e para o patrimônio líquido por ação, respectivamente, sobretudo pela incorrência de valores extremos (mínimo e máximo).

Por fim, a velocidade de ajustamento dos dividendos apresentou uma média de 0,6245 indicando que no Brasil o comportamento médio é o de que exista uma rápida incorporação do lucro corrente ao nível atual de pagamento de dividendos. No entanto, para esta variável, também, é possível observar uma grande amplitude para os valores máximo e mínimo, o que contribui para o alto grau de dispersão das observações em torno da média, fato este ratificado pela observação de um coeficiente de variação de 41,04 %.

Diante da observação das características dos dados, é possível concluir que as variáveis utilizadas para estimar a relevância da informação contábil apresentam um padrão bastante heterogêneo, comum ao mercado brasileiro, em que a média pode ser entendida como uma medida tendenciosa dos valores em função da existência de valores extremos e por grandes níveis de dispersão.

4.2.2 Análise de regressão

Nesta seção, são apresentados e discutidos os resultados das estimações do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) em sua especificação original e adaptada com a finalidade de examinar a associação incremental da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil e de diagnosticar e refletir sobre as implicações do efeito resultado para a relevância da informação contábil.

Sendo assim, a velocidade de ajustamento dos dividendos foi obtida a partir da estimação individual (por empresa) do modelo de ajustamento de Lintner (1956), para que fosse possível analisar a relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil.

Seguindo as premissas definidas por Lintner (1956), a velocidade de ajustamento de dividendos deve estar compreendida no intervalo $0 < c_i < 1$, porém das 63 empresas componentes do conjunto de dados analisados, 22 apresentaram resultados fora deste intervalo.

Desse modo, apesar das 22 empresas apresentarem coeficientes significantes para a variável de dividendos em $t-1$ conforme o preconizado por Lintner (1956), a velocidade de ajustamento de dividendos destas empresas não foi considerada para análise por se tratar de uma relação espúria, isto é, sem significado teórico para os fins do escopo desta tese, resultando, assim, em uma análise para 41 empresas.

Em função da impossibilidade de obtenção da variável de velocidade de ajustamento dos dividendos que combine os aspectos de corte transversal e temporal (dados em painel) o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) foi estimado para regressões *cross-section*.

Abaixo, a tabela 6 apresenta os resultados da estimação do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) em sua especificação original.

Tabela 6 – Resultados do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) original

Variável	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	p-valor
Intercepto	10.152	1.6750	6.1580	0.0000
Lpa	3.9289	0.8598	4.5700	0.0000
Plpa	0.1727	0.0935	1.8470	0.0712
R^2 Ajustado			0.4725	

Fonte: dados da pesquisa

Para os resultados obtidos com o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) o ajustamento demonstrou ser significativo a 1 %, apresentando um coeficiente de determinação

(R^2 ajustado) de 47,25 %, indicando que, para o conjunto de dados analisados, as variações do lucro e do patrimônio líquido respondem por aproximadamente 50 % das variações no preço das ações para o conjunto de dados analisados.

Quanto à análise da significância das variáveis, tanto o lucro quanto o patrimônio líquido se mostraram positivamente relacionadas ao preço das ações e significantes a 1 % e 10 %, respectivamente, indicando que o lucro e o patrimônio líquido estão refletidos no preço das ações sendo consideradas como informações relevantes.

A observação, nesta tese, da relação positiva entre o preço das ações e as variáveis lucro e patrimônio líquido vem a corroborar o corpo de evidências empíricas apresentadas nos trabalhos de Silva, Macedo e Marques (2012), Macedo, Machado e Machado (2013) e Gonçalves et al. (2014) de que a informação contábil contribui para que os agentes de mercado prospectem sobre os fundamentos das organizacionais, proporcionando, assim, um maior poder de monitoramento dos investidores sobre a gestão.

Ao se levar em consideração o fraco nível de proteção legal e o incipiente ambiente de governança corporativa inerente ao mercado de capitais brasileiro, é possível dizer, com base nos resultados observados, que a informação contábil, tanto para os achados desta tese quanto para o corpo de evidências empíricas citado, favorece um maior alinhamento no estabelecimento e na manutenção de relações contratuais de agência.

Na sequência, o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) foi estimado em sua forma adaptada, em que a variável de velocidade de ajustamento dos dividendos foi incluída no modelo junto com as variáveis contábeis com a finalidade de examinar as interações entre a suavização de resultados e o lucro e o patrimônio líquido, buscando, assim, compreender quais as consequências da suavização de dividendos para a análise da relevância da informação contábil.

A tabela 7, abaixo, apresenta os resultados da estimação do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) adaptado.

Tabela 7 – Resultados do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) adaptado

Variável	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	p-valor
Intercepto	12.1729	4.433	2.746	0.0087
Lpa	-2.1289	1.6159	-1.317	0.1946
Plpa	0.5684	0.2701	2.104	0.0412
Ci	-13.0592	6.8888	-1.896	0.0647
Lpa * Ci	20.6592	5.6552	3.654	0.0006
Plpa * Ci	-1.0317	0.4512	-2.286	0.0272
	R^2 Ajustado			0.7225

Fonte: dados da pesquisa

Inicialmente, o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) adaptado se mostrou significativo a 1 %, apresentando um coeficiente de determinação (R^2 Ajustado) na ordem de 0,7225, o que indica um bom ajustamento para o conjunto de dados analisados.

Quanto à análise da significância das variáveis independentes, é possível observar que a velocidade de ajustamento dos dividendos se mostrou significativa à 10 % e negativamente relacionada com o preço das ações, o que indica que uma maior velocidade de ajustamento de dividendos estaria associada à variações negativas no preço das ações.

De fato, este resultado é plausível sob o ponto de vista do efeito resultado que preconiza que um menor grau de suavização de dividendos seria percebido como um risco de expropriação de investidores minoritários. Isso porque, a pouca interação das organizações com o mercado, por meio do pagamento de níveis voláteis de dividendos, limita a capacidade dos investidores de avaliar os níveis adequados de dividendos a serem demandados como forma de forçar a redução do nível de fluxo de caixa livre à disposição dos gestores (JENSEN, 1986; LA PORTA et al., 2000a; MICHAELY; ROBERTS, 2011).

Esta afirmação se baseia na proposição de que em ambientes de fraca proteção legal e de incipiente cultura de governança corporativa há uma menor exposição das companhias à disciplina do mercado de capitais, dando, assim, margem para que investidores majoritários, atuantes como executivos ou membros de conselho, influenciem na política de dividendos (e na suavização de dividendos) de modo a não permitir que o mercado exija níveis de dividendos que reduzam o fluxo de caixa livre à disposição da gestão e com isso minimize os benefícios privados de controle.

Adicionalmente, as interações do lucro e do patrimônio líquido com a velocidade de ajustamento dos dividendos ($Lpa \cdot Ci$ e $Plpa \cdot Ci$) se mostraram significantes ao nível de 1 % e 5 %, respectivamente, indicando que as variáveis representativas da informação contábil demonstram ser relevantes quando combinadas com a suavização de dividendos.

Para a primeira interação ($Lpa \cdot Ci$) foi observada uma relação positiva com o preço das ações, o que indica que, quanto maior for a velocidade de ajustamento dos dividendos, maior é a relevância do lucro. Diante desta relação é possível afirmar que, em função da constatação de um menor grau de suavização de dividendos, o lucro seria percebido pelos investidores como mecanismo de proteção.

Sendo assim, é possível inferir que o lucro permeia, de forma positiva, a relação contratual de agência entre investidores majoritários e minoritários, confirmando a proposição

de que a informação contábil contribui para a redução de conflitos de agência e problemas de assimetria informacional, reduzindo, assim, potenciais riscos de expropriação.

Essa inferência implica dizer que o lucro é relevante por possibilitar previsões do pagamento de altos níveis de dividendos. Isto é, a partir da constatação de que as organizações não seguem políticas conservadoras de pagamento de dividendos (em função da pouca suavização de dividendos), em existindo lucro, há a tendência de que o mesmo seja rapidamente incorporado ao nível de pagamento de dividendos.

Sob uma perspectiva teórica, com base no que foi discutido até aqui, é possível dizer que, em função da observação do efeito resultado, para a suavização dos dividendos, a verificação de uma maior velocidade de ajustamento dos dividendos tem por consequência uma maior relevância do lucro. Em outras palavras, o lucro, para este caso, é percebido pelos investidores como mecanismo de proteção, contribuindo para a extração do máximo de benefícios econômicos e obtenção de retorno pelos investimentos realizados.

Já a segunda interação ($Plpa * Ci$) demonstrou ser negativamente relacionada ao preço das ações; isto é, quanto maior as variações na velocidade de ajustamento dos dividendos e no patrimônio líquido, menor deve ser o preço das ações.

Este achado diverge da predição teórica de que o patrimônio líquido é positivamente relacionado ao preço das ações. Uma possível explicação para a observação dessa relação é a de que variações positivas no patrimônio líquido, para o mercado brasileiro, geralmente advém da retenção e reinvestimento de lucros (GONÇALVES; SILVA; BORGES JÚNIOR, 2018).

Nesse sentido, a relação negativa entre a interação do patrimônio líquido com a velocidade de ajustamento dos dividendos indica que os investidores percebem esta relação como uma forma de expropriação. Isso porque o reinvestimento de lucros seria entendido como incapaz de retornar aos investidores o custo de capital próprio, ou seja, os benefícios advindos dos dividendos pagos no período atual seriam percebidos como superiores aos dividendos futuros e ganhos de capital que podem ser gerados pelas oportunidades de investimentos decorrentes do reinvestimento dos lucros.

Desse modo, a observação de uma relação negativa entre relação $Plpa * Ci$ seria relevante por indicar aos investidores que variações positivas no patrimônio líquido decorrentes de reinvestimento de lucros aumentam a assimetria informacional entre investidores majoritários e minoritários.

Esta observação corrobora a assertiva de La Porta et al. (2000a) de que, em ambientes de mercado de regime jurídico *code law*, devido à assimetria informacional derivada do baixo

nível de proteção legal, há a tendência de má alocação de recursos. Sendo assim, o reinvestimento de lucros ocorreria para satisfazer os interesses particulares dos investidores controladores no curto prazo.

Nesse ponto, por conta de sua aversão ao risco de expropriação, os investidores minoritários tenderiam a exigir o máximo possível de dividendos, independentemente das oportunidades de investimentos, como forma de impor disciplina aos investidores majoritários.

Diante da observação das relações supramencionadas, é possível concluir que a suavização de dividendos possui poder incremental sobre a relevância da informação contábil; ou seja, a suavização de dividendos torna as informações contábeis de lucro e de patrimônio líquido mais relevantes, alterando a magnitude dos coeficientes destas variáveis.

Os resultados da estimação do modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) em suas especificações original e adaptada apresentados na tabela 6 e 7 são robustos à heterocedasticidade, dada a rejeição da hipótese nula de resíduos homocedásticos pelo teste de White ao nível de significância de 5 %.

Também não foram verificados problemas de multicolinearidade, dada a realização do teste VIF (*variance inflation factor*) o qual não indicou problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, dada a observação de fatores de inflação de variância inferiores a 10 (WOOLDRIDGE, 2011).

Por fim, foi realizado o teste de Shapiro Wilk para normalidade de resíduos, hipótese esta que foi rejeitada para um nível de 5 % de significância. A rejeição da hipótese de normalidade dos resíduos pode implicar em viés nas estimativas das estatísticas “t” e “F”, distorcendo, assim, as inferências realizadas.

Geralmente, a ausência de normalidade dos resíduos é relaxada em função da operacionalização de um grande número de observações, onde se argumenta em razão do teorema do limite central que um número de observações suficientemente grande resulta em estatísticas “t” e “F” muito próximos dos valores de uma distribuição normal.

Alguns econométricos argumentam que com um número de observações igual ou superior a 30 seja suficiente para relaxar o pressuposto da normalidade (STEVENSON, 2001). No entanto, Wooldridge (2011) comenta que esse valor pode não ser suficiente para todas as possíveis distribuições do termo de erro.

A observação deste problema pode ser decorrente da grande heterogeneidade e alto grau de dispersão dos dados, conforme apresentado na seção de estatísticas descritivas. Desse modo, diante da observação deste problema, foi realizada uma análise de sensibilidade das

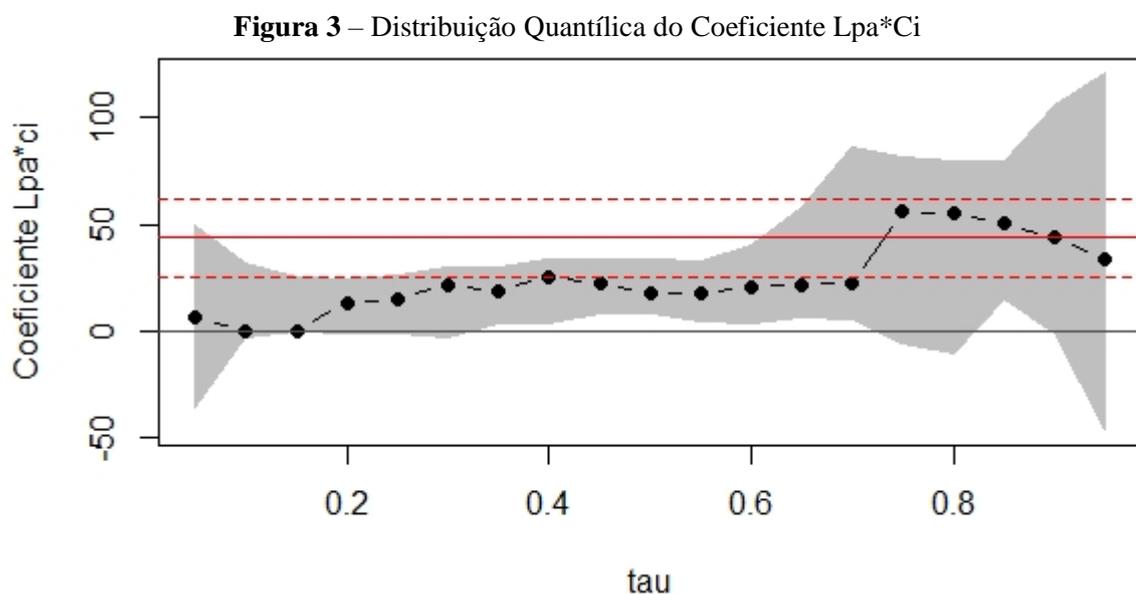
variáveis de interesse do modelo adaptado de Collins, Maydew e Weiss (1997) por meio do emprego da análise de regressão quantílica.

A técnica estimação quantílica foi originalmente desenvolvida por Koenker e Bassett (1978), consistindo em um método semi-paramétrico robusto à presença de *outliers*, à distribuições não normais e à resíduos heterocedásticos. Em sua essência, a técnica de regressão quantílica estima os parâmetros do modelo analisado a partir da mediana dos quantis, o que torna a análise robusta aos problemas derivados de valores extremos e de médias tendenciosas.

O modelo de regressão quantílica segundo Koenker e Bassett (1978) é escrito como sendo $Q(Y|x) = x'\beta(\tau)$, em que $\beta(\tau)$ é o conjunto de coeficientes das variáveis a ser estimado, em que a estimação $\hat{\beta}(\tau)$ minimiza $\min_{\beta \in R^m} \sum_{i=1}^n \rho_{\tau}(y_i - x'\beta)$ (KOENKER; BASSETT, 1978).

A partir dessa definição, foi estimado o modelo adaptado de Collins, Maydew e Weiss (1997) utilizando a técnica de análise de regressão quantílica e foram plotados os gráficos dos parâmetros estimados para as variáveis independentes.

Como resultados, todos os parâmetros tiveram comportamentos similares ao estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), exceto o parâmetro da interação entre Lpa*Ci, abaixo evidenciado na figura 3.



Fonte: dados da pesquisa

A figura 3 apresenta no eixo das ordenadas a magnitude do coeficiente estimado para a interação Lpa*Ci e, no eixo das abscissas, o quantil da distribuição representado pela letra

grega tau (τ). As linhas pontilhadas e a linha contínua, ambas em vermelho, representam, respectivamente, o intervalo de confiança e o coeficiente da interação $Lpa*Ci$ pelo MQO. Já a linha contínua em preto representa o comportamento dos coeficientes da interação $Lpa*Ci$ estimados ao longo dos quantis, e o sombreamento cinza é o seu intervalo de confiança.

Com relação ao apresentado na figura 3 é possível observar o sinal positivo da interação $Lpa*Ci$, o que ratifica que, quanto maior o produto da interação $Lpa*Ci$, maior tende a ser o preço das ações.

No entanto, as estimações realizadas pela técnica de análise de regressão quantílica apesar de confirmar o resultado (sinal positivo) para o coeficiente estimado a partir da interação $Lpa*Ci$, é possível notar que os coeficientes são menores do que os estimados pelos mínimos quadrados ordinários. Esta observação é válida para todos os quantis abaixo do quantil 0.70, ao passo que para os demais quantis, as estimações MQO e quantílica são semelhantes.

Desse modo, é possível concluir que a interação $Lpa*Ci$ possui um efeito positivo sobre o preço das ações, porém a relação é menos intensa do que o observado pela estimacão MQO.

Sendo assim, para os quantis inferiores a 0.75 é possível considerar uma diferença significativa entre os coeficientes estimados pelo MQO e pela regressão quantílica. Esta observação muito provavelmente deriva da heterogenidade do conjunto de dados analisados e da ausência de normalidade verificada.

Em resumo, a partir das análises realizadas nesta seção, é possível inferir que a suavização de dividendos possui poder incremental sobre as variáveis lucro e patrimônio líquido. Isto é, a consideração da suavização de dividendos torna a informação contábil mais relevante para o mercado de capitais brasileiro.

As implicações teóricas convergem no sentido de que, em função da observação do efeito resultado, para a suavização dos dividendos, a informação contábil tende a permear a relação contratual de agência entre investidores controladores e minoritários de forma positiva. Isso implica dizer que, em circunstâncias de pouca suavização de dividendos em um ambiente de fraca proteção legal e ambiente de governança corporativa incipiente, a informação contábil pode ser utilizada como mecanismo de proteção para os investidores minoritários, auxiliando em um monitoramento mais eficaz no que tange à redução de riscos de expropriação por meio da política de dividendos.

Sendo assim, é possível responder o problema de pesquisa indicando que a análise da relevância da informação contábil para o ambiente do mercado de capitais brasileiro deve ser

realizada levando em conta a existência do efeito resultado para a suavização de dividendos e que em função dessa observação tanto o lucro quanto o patrimônio líquido se mostram relevantes para determinar o preço das ações.

Estas verificações empíricas validam parcialmente a tese lançada nesta pesquisa, ao evidenciar que apenas o lucro se mostra inversamente relacionado à suavização de dividendos, ao passo que o patrimônio líquido é positivamente relacionado.

5 CONCLUSÃO

Nesta tese foi analisada a relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil no Brasil. A relação teórica analisada toma por premissa subjacente a relação contratual estabelecida entre acionistas controladores e minoritários.

Considerando essa premissa, a discussão teórica desenvolvida considera que a relevância da informação contábil e a suavização de dividendos podem ser considerados mecanismos de monitoramento por parte dos investidores minoritários e que suas respectivas utilizações sofrem a influência do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o qual possui indiossincrasias derivadas do regime jurídico *code law* que resultam em uma fraca proteção legal e um ambiente incipiente de governança corporativa.

Para o primeiro bloco de análise, foi identificado o padrão de suavização de dividendos das companhias abertas, onde foi possível observar uma velocidade de ajustamento dos dividendos (c_i) de 0.5576 o que indica que aproximadamente 56 % do lucro corrente é incorporado aos dividendos do período $t-1$ para explicar as variações do nível de pagamento de dividendos.

Em termos teóricos, este resultado sugere indícios de que a suavização de dividendos não é percebida como mecanismo de proteção pelos investidores minoritários, o que converge para a aceitação do efeito resultado, demonstrando que o nível de suavização de dividendos é positivamente relacionado ao nível de proteção legal e que esta relação, possivelmente, é produto do ambiente de governança corporativa incipiente e de suas indiossincrasias.

A consideração desse resultado suscita questionamentos sobre as características do ambiente de mercado e de governança corporativa aos quais as organizações estão expostas. Conforme relatado anteriormente, é possível que a velocidade de ajustamento de dividendos observada esteja relacionada ao grau de concentração de propriedade e ao padrão de financiamento, posto que esses fatores são decorrentes do baixo nível de proteção legal e de deficiências no ambiente de governança corporativa.

Diante dos argumentos até aqui expostos, é possível caracterizar o ambiente de mercado de capitais brasileiro por uma menor propensão em suavizar dividendos e, como consequência, a tendência de não aversão à volatilidade do nível de pagamento de dividendos, dada a observação da rápida incorporação dos lucros (parcelas permanentes e anormais) ao nível corrente de dividendos pagos.

Para o nível ideal de pagamento de dividendos (r_i) foi observado que o modelo de Lintner (1956) não captura o parâmetro utilizado pela gestão das entidades brasileiras para ajustar o lucro e que é possível que outros parâmetros sejam utilizados para condicionar a suavização de dividendos, como, por exemplo, o dividendo alvo por ação, o nível de crescimento do dividendo por ação ou a capacidade de geração de fluxos de caixa.

Por conseguinte, foi estimado o modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997) de forma adaptada, em que a variável de velocidade de ajustamento dos dividendos (c_i) é incluída como parâmetro de mensuração da suavização de dividendos e sua interação com as variáveis lucro e patrimônio líquido representam as variáveis de interesse.

Como primeiro resultado foi possível observar que a variável de velocidade de ajustamento dos dividendos (c_i) se mostrou significativa e negativamente relacionada ao preço das ações, ratificando a hipótese do efeito resultado, posto que um menor grau de suavização de dividendos seria percebido como um risco de expropriação de investidores minoritários.

A interação entre lucro e velocidade de ajustamento dos dividendos permitiu inferir que o lucro pode ser percebido como relevante por possibilitar aos acionistas minoritários prospecções mais confiáveis sobre os fundamentos de seus investimentos. Em outras palavras, ao se observar que as organizações seguem uma política de rápida incorporação do lucro ao nível de dividendos (em função da pouca suavização de dividendos), previsões sobre a incorrência de lucros seriam relevantes para impor monitorar os atos de gestão.

Já a interação patrimônio líquido e suavização de dividendos seria relevante por indicar aos investidores que variações positivas no patrimônio líquido decorrentes de reinvestimento de lucros tendem a aumentar a assimetria informacional entre investidores controladores e minoritários. Isto é, os benefícios advindos dos dividendos pagos no período atual seriam percebidos como superiores aos dividendos futuros e ganhos de capital que podem ser gerados pelas oportunidades de investimentos pelo reinvestimento dos lucros.

Diante da observação das relações supramencionadas, é possível concluir que a suavização de dividendos possui poder incremental sobre a relevância da informação contábil, ratificando o efeito resultado.

Em termos de reflexões teóricas, é possível advogar em favor da relevância dos dividendos, em que os investidores preferem altos níveis correntes de dividendos (pássaro na mão) do que a expectativa de dividendos futuros (pássaro no arbusto), sobretudo, em ambientes que favorecem o oportunismo gerencial de investidores controladores. Desse modo, investidores minoritários tendem a exigir o máximo possível de dividendos, independentemente das oportunidades de investimentos, como forma de impor disciplina.

REFERÊNCIAS

- AIVAZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. Dividend policy and the organization of capital markets. **Journal of multinational financial management**, v. 13, n. 2, p. 101-121, apr. 2003.
- AIVAZIAN, Varouj A.; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. Dividend smoothing and debt ratings. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 41, n. 2, p. 439-453, jun. 2006.
- ANDRES, Christian *et. al.* Dividend policy of German firms: A panel data analysis of partial adjustment models. **Journal of Empirical Finance**, v. 16, n. 2, p. 175-187, mar. 2009.
- ANDRES, Christian *et. al.* The Lintner model revisited: Dividends versus total payouts. **Journal of Banking & Finance**, v. 55, p. 56-69, jun. 2015.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 2, p. 115-137, abr./jun. 2005.
- AL-MALKAWI, Husam-Aldin Nizar; BHATTI, M. Ishaq; MAGABLEH, Sohail I. On the dividend smoothing, signaling and the global financial crisis. **Economic Modelling**, v. 42, p. 159-165, oct. 2014.
- AL-NAJJAR, Basil. Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. **Studies in Economics and Finance**, Bingley, v. 26, n. 3, p. 182-197, 2009.
- AL-NAJJAR, Basil; BELGHITAR, Yasmine. The information content of cash flows in the context of dividend smoothing. **Economic issues**, Washington, v. 17, n. 2, p. 57, sep. 2012.
- AL-NAJJAR, Basil; KILINCARSLAN, Erhan. Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish firms. **International Journal of Managerial Finance**, Australia, v. 13, n. 3, p. 304-331, feb. 2017.
- AKERLOF, George. The market for lemons. **Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 84, n. 3, p. 488-500, aug. 1970.
- ARROW, Kenneth J. The economics of moral hazard: further comment. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 58, n. 3, p. 537-539, jun. 1968.
- BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, p. 159-178, 1968.
- BALL, Ray; KOTHARI, S. P.; ROBIN, Ashok. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 1, p. 1-51, 2000.
- BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of**

Accounting and Economics, v. 31, p. 77-104, 2001. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)

BEAVER, William H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of accounting research**, p. 67-92, 1968.

BEISLAND, Leif Atle. A review of the value relevance literature. **The Open Business Journal**, v. 2, n. 1, p. 7-27, 2009.

BOOTH, Laurence; ZHOU, Jun. Dividend policy: A selective review of results from around the world. **Global Finance Journal**, v. 34, p. 1-15, 2017.

BRAV, Alon *et. al.* Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 3, p. 483-527, sep. 2005.

BROCKMAN, Paul; UNLU, Emre. Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 92, n. 2, p. 276-299, may 2009.

BROWN, Stephen; LO, Kin; LYS, Thomas. Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, n. 2, p. 83-115, 1999.

BYRNE, Julie; O'CONNOR, Thomas. Creditor rights and the outcome model of dividends. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Oxford, v. 52, n. 2, p. 227-242, may 2012.

CHEMMANUR, Thomas J. *et. al.* Is dividend smoothing universal?: New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the US. **Journal of Corporate Finance**, Cambridge, v. 16, n. 4, p. 413-430, sep. 2010.

COLLINS, Daniel W.; MAYDEW, Edward L.; WEISS, Ira S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 39-67, 1997.

DECOURT, Roberto Frota; PROCIANOY, Jairo Laser. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: survey com CFOs (the payout decision-making process of Brazilian listed companies: A CFO survey). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 4, p. 461, 2012.

DEWENTER, Kathryn L.; WARTHER, Vincent A. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms. **The Journal of Finance**, New Jersey, v. 53, n. 3, p. 879-904, jun. 1998.

EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 74, n. 4, p. 650-659, sep. 1984.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, Eugene F.; BABIAK, Harvey. Dividend policy: An empirical analysis. **Journal of the American Statistical Association**, v. 63, n. 324, p. 1132-1161, dec. 1968.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. 2005. The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n.2, p. 295-327, set.

GALVÃO, Kécia da Silveira. Política de distribuição de dividendos: por que as empresas brasileiras pagam Payout incremental?. 2015. Disponível em: <<https://repositorio.ufpe.br/handle/123456789/15601>>. Acesso em: abr. 2018

GONÇALVES, Tadeu Junior de Castro; SILVA, Anderson Roberto P. ; BORGES JÚNIOR, Pedro. A Forma de Financiamento das Companhias Abertas sob os Pressupostos da Pecking Order Theory e Trade Off Theory. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 6, n. 1, p. 101-118, jan./ abr. 2018.

GONÇALVES, João Constantino et al. Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 3, p. 25-43, 2014.

GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, USA, v. 41, n. 2, p. 99-105, may 1959.

GORDON, Myron J. The savings investment and valuation of a corporation. **The Review of Economics and Statistics**, USA, v. 44, n. 1, p. 37-51, feb. 1962.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica-5**. Amgh Editora, 2011.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, USA, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, sep. 2001.

HOANG, Edward C.; HOXHA, Indrit. Corporate payout smoothing: a variance decomposition approach. **Journal of Empirical Finance**, v. 35, p. 1-13, jan. 2016.

HOLTHAUSEN, Robert; WATTS, Ross. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, USA, v. 31, n. 1-3, p. 3-75, sep. 2001.

JAVAKHADZE, David; FERRIS, Stephen P.; SEN, Nilanjan. An international analysis of dividend smoothing. **Journal of Corporate Finance**, USA, v. 29, p. 200-220, dec. 2014.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 76, n. 2, p. 323-329, may 1986.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KIGHIR, Apedzan Emmanuel; OMAR, Normah Haji; MOHAMED, Norhayati. Corporate cash flow and dividends smoothing: a panel data analysis at Bursa Malaysia. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, Bingley, v. 13, n. 1, p. 2-19, 2015.

KOENKER, Roger; BASSETT JR, Gilbert. Regression quantiles. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 33-50, 1978.

LA PORTA, Rafael *et. al.* Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dec. 1998.

LA PORTA, Rafael *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000a.

LA PORTA, Rafael *et. al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 58, n. 1, p. 3-27, sept. 2000b.

LEARY, Mark T.; MICHAELY, Roni. Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 24, n. 10, p. 3197-3249, oct. 2011.

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

LOPES, Alessandro Broedel; WALKER, Martin; SILVA, Ricardo Luiz Menezes da. The determinants of firm-specific corporate governance arrangements, IFRS adoption, and the informativeness of accounting reports: Evidence from Brazil. **Journal of International Accounting Research**, Lakewood Ranch, v. 15, n. 2, p. 101-124, July 2016.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; MACHADO, Márcio André Veras; MACHADO, Márcia Reis. Análise da relevância da informação contábil no Brasil num contexto de convergência às normas internacionais de contabilidade. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 1, p. 65-85, 2013.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, Chicago, v. 34, n. 4, p. 411-433, oct. 1961.

MICHAELY, R.; ROBERTS, M. R. Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 25, p. 711-746, mar. 2011.

MORCK, Randall; YEUNG, Bernard; YU, Wayne. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 215-260, 2000.

NOBES, Christopher. Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. **Abacus**, Reino Unido. v. 34, n. 2, p. 162-187, sep. 1998.

RAJAN, Raghuram G. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. **The Journal of Finance**, New Jersey, v. 47, n. 4, p. 1367-1400, set. 1992.

SARLO NETO, Alfredo. **Relação entre estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros no mercado brasileiro**. 2009. Tese de Doutorado. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo-USP, São Paulo.

SARLO NETO, Alfredo et al. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 46-58, 2005.

SARLO NETO, Alfredo; LOPES, Alexsandro Broedel; DALMÁCIO, Flávia Zóboli. A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 7, n. 4, 2010.

SARLO NETO, Alfredo; RODRIGUES, Adriano; ALMEIDA, José Elias Feres. Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, São Paulo, v. 21, n. 54, set./dez. 2010.

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

SILVA, Angelino Fernandes; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Análise da Relevância da Informação Contábil no Setor Brasileiro de Energia Elétrica no período de 2005 a 2007: uma discussão com foco nas variáveis LL, FCO e EBITDA. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 2, p. 06-24, 2012.

STEVENSON, W. J. **Estatística: aplicada à Administração**. São Paulo: Harper e Row do Brasil, 2001.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria – uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2011.