

## UMA ANÁLISE DOS EFEITOS DA SUAVIZAÇÃO DE DIVIDENDOS SOBRE A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO BRASIL

### *AN ANALYSIS OF DIVIDEND SMOOTHING EFFECTS OVER VALUE RELEVANCE IN BRAZIL*

#### **RODRIGO VICENTE DOS PRAZERES**

Universidade Federal de Alagoas. **Endereço:** Av. Lourival Melo Mota, s/n /  
Tabuleiro do Martins | 57072-900 | Maceió/AL | Brasil.

<http://orcid.org/0000-0002-9888-1330>

[rodrigovprazeres@gmail.com](mailto:rodrigovprazeres@gmail.com)

#### **UMBELINA CRAVO TEIXEIRA LAGIOIA**

Universidade Federal de Pernambuco. **Endereço:** Av. dos Economistas, s/n /  
Cidade Universitária | 50670-901 | Recife/PE | Brasil.

<http://orcid.org/0000-0001-8422-7808>

[umbelinalagioia@gmail.com](mailto:umbelinalagioia@gmail.com)

#### **RESUMO**

O objetivo deste artigo foi analisar os efeitos da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil. Por meio da estimação do modelo de ajustamento parcial de dividendos de Lintner (1956) foi extraída a variável velocidade de ajustamento dos dividendos ( $c_i$ ) proxy para a suavização de dividendos, a qual foi incluída no modelo de relevância da informação contábil de Collins, Maydew & Weiss (1997). Como resultados, foi possível apontar que há pouca suavização de dividendos no Brasil e que esta variável tem efeitos positivo e negativo, respectivamente, sobre o lucro e o patrimônio líquido. A partir desses resultados é possível inferir que, por conta de sua aversão ao risco de expropriação, os investidores minoritários tenderiam a exigir o máximo possível de dividendos e o mínimo de retenções de lucros, independentemente das oportunidades de investimentos. Os resultados observados convergem para a aceitação do efeito resultado, o que implica dizer que a suavização de dividendos deve ser considerada como instrumento de monitoramento como forma de aumentar o poder explicativo da informação contábil e de minimizar o risco de expropriação dos minoritários.

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

Submissão em 04/02/2020. Revisão em 19/05/2020. Aceito em 25/05/2020. Publicado em 01/07/2020.

## ABSTRACT

*In this study we analyzed the effects of dividend smoothing over value relevance of accounting information. We obtained the dividend speed of adjustment ( $c_j$ ) by estimating Lintner's (1956) partial adjustment model and included it in Collins, Maydew & Weiss (1997) model as a proxy for dividend smoothing. As results, we verified a small degree of dividend smoothing in Brazil and observed that it influences, respectively, earnings and book value in a positive and negative way. Those results shed light on the expropriation risk aversion by minority investors which would demand as much dividends as possible and less profit retentions, regardless the investment opportunities. The results converge on the acceptance of the outcome model, which implies that dividend smoothing should be considered alongside accounting information as monitoring tools.*

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

## 1 INTRODUÇÃO

A ideia de relevância da informação contábil está atrelada à 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 dessa concepção, a relevância da informação contábil pode ser entendida como a capacidade do conjunto de demonstrações financeiras 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.

A relevância da informação contábil pode ser considerada como um dos atributos de sua qualidade, sendo esta capaz de reduzir conflitos de agência e problemas de assimetria informacional entre os agentes econômicos mediando o estabelecimento de relações contratuais entre agente e principal.

Tomando por base essa proposição, assume-se que a informação contábil relevante contribui para a proteção os investidores (principal) contra os riscos de expropriação derivados dos atos discricionários dos gestores (agente), sendo assim considerada um mecanismo de governança corporativa (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer & Vishny, 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.

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 (Lopes, Walker & Silva, 2016). Em cenários de conflitos de agência, a informação contábil relevante funciona a favor do principal como um mecanismo de monitoramento 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 (La Porta *et al.*, 2000a, 2000b). No caso brasileiro, as características são derivadas do regime jurídico *code law*, o qual possui idiosincrasias como a fraca proteção aos

investidores (La Porta *et al.*, 2000a, 2000b) e uma cultura incipiente de governança corporativa (Lopes *et al.*, 2016).

Estes fatores podem ser entendidos como 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 da emissão de títulos de dívida e patrimoniais (Gonçalves, Silva & Borges Júnior, 2018) e pela baixa qualidade das informações contábeis prestadas ao mercado (Lopes *et al.*, 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 entre acionistas controladores e minoritários, o que, segundo La Porta *et al.* (2000a), resulta em 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 comparadas com empresas que atuam em ambientes com uma fraca proteção legal (mercados de regime jurídico *code law*). Esta observação sugere indícios de 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).

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 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 a 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 & Blahnik, 1968; Leary & Michaely, 2011; Lintner, 1956).

Javakhadze *et al.* (2014) observam que a suavização de dividendos, além das características empresariais, é dada em função do nível de proteção legal. Os autores pontuam 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 menor grau de suavização de dividendos.

Por outro lado, Javakhadze *et al.* (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 pesquisa recai sobre a análise dos efeitos acima descritos, quais sejam: os efeitos resultado e substituição dos dividendos.

i) efeito resultado (*outcome model*): em ambientes de forte proteção legal, a informação contábil contribui para a mediação das 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 *et al.*, 2016). Nessas circunstâncias, a suavização de dividendos torna-se desnecessária (Javakhadze *et al.*, 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 (Leary & Michaely, 2011; Javakhadze *et al.*, 2014), contribuindo para maior interação das organizações com o mercado de capitais e consequentemente para um maior grau de proteção dos investidores (principal). Nesse caso, espera-se que a informação contábil tenha 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.

Nesse ponto, até onde foi possível verificar, o tema possui literatura incipiente, sobretudo, no que diz respeito aos efeitos da suavização de dividendos sobre a *proxies* de qualidade da informação contábil. Desse modo, ao se considerar as relações até aqui descritas, observa-se que há lacunas na literatura contábil no que tange à análise dos efeitos da suavização de dividendos sobre a qualidade da informação.

Diante do exposto nos parágrafos anteriores, o seguinte questionamento orienta o desenvolvimento deste trabalho: qual o efeito da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil no Brasil?

Para responder ao questionamento norteador desta pesquisa, a suavização de dividendos foi mensurada por meio da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956), do qual foi extraída a variável denominada de velocidade de ajustamento dos dividendos ( $c_i$ ), que posteriormente foi introduzida no modelo de relevância da informação contábil de Collins, Maydew e Weiss (1997). Desse modo, o objetivo deste trabalho foi analisar os efeitos da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil, buscando contribuir para uma maior compreensão de como a informação contábil, em face da suavização de dividendos, permeia as relações contratuais em um ambiente de mercado emergente e caracterizado por um regime jurídico *code law*.

Esta pesquisa se justifica por tomar a relação entre acionistas controladores (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 dos efeitos da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil é útil para que investidores minoritários identifiquem empresas que demonstrem estar alinhadas com a não expropriação de investidores minoritários e com a 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.

Após esta introdução, o presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: a segunda seção corresponde à fundamentação teórica e na terceira é apresentada a metodologia de pesquisa. Na quarta seção são apresentados os resultados. Por fim, a conclusão com as reflexões e contribuições da pesquisa.

## 2 RELAÇÃO ENTRE A SUAUIZACÃO DE DIVIDENDOS E A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Este trabalho 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 *et al.*, 2000).

Para a compreensão das hipóteses lançadas nesta pesquisa é necessário que a relação entre a suavização de dividendos e a relevância da informação contábil seja avaliada 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 *et al.* (2000) pontuam que a relevância da informação contábil está 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 monitoramento para os investidores.

Isso ocorre porque a variação dos preços dos títulos negociados no mercado de capitais de países que apresentam um baixo nível de proteção legal, em tese, responde 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 *et al.* (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 *et al.*, 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 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 maior transparência corporativa no que tange à construção e manutenção de uma reputação de não expropriação de investidores (Javakhadze *et al.*, 2014; Leary & Michaely, 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, por exemplo, pelo pagamento excessivo de salários e bonificações.

Em função do discutido até o momento, o efeito da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil é analisado à luz dos 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 (Jensen, 1986), representando, portanto, menor exposição de investidores a conflitos de agência e problemas de assimetria informacional e menor necessidade de suavização de dividendos (Javakhadze *et al.*, 2014).

Como consequência, espera-se que em ambientes de efetiva proteção legal exista uma maior relevância da informação contábil, 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 o produto do nível de proteção legal em que prepondera o estabelecimento de relações contratuais celebradas com base no princípio “*arm’s length transaction*”<sup>1</sup>. 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 *et al.*, 2016).

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 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 (La Porta *et al.*, 2000a).

Desse modo, em ambientes de fraca proteção legal e pouca transparência, é natural que empresas com melhores perspectivas de crescimento apresentem maior predisposição a adotar práticas capazes de destacá-las como entidades que se comprometem com um maior nível de transparência e de alinhamento entre as partes contratantes (Lopes *et al.*, 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.

Sob a égide do efeito substituição, a política de dividendos constitui, 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*.

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.

---

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

### 3 METODOLOGIA

Conforme o objetivo e o problema de pesquisa, este estudo adota uma abordagem quantitativa caracterizada como empírico-positivista, posta a testagem de previsões teóricas a partir da observação de resultados empíricos de modelos econométricos com a finalidade de explicar como as relações ocorrem no mundo concreto. Além disso, essa pesquisa possui uma natureza descritiva, pois seu *design* foi estruturado de forma a descrever as relações observadas e com isso tornar possível a análise dos efeitos da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil.

#### 3.1 População e Amostra

O universo de pesquisa compreende todas as companhias listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) com registro ativo no período de coleta de dados realizada em julho de 2018. Para a formação da população analisada, 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 *et al.*, 2014); e; v) para empresas que negociam mais de um tipo de ação, foi selecionada a de 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 em que as empresas com dados incompletos, indisponíveis ou que não distribuíram dividendos ininterruptamente em alguns dos anos do horizonte temporal, torna-se inviável por causa 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 em análises econométricas com conjuntos de dados desbalanceados.

Assim, foram selecionados 41 títulos, sendo 25 ordinárias e 16 preferenciais. Tais títulos estão distribuídas nos seguintes setores: (i) bens industriais (6); (ii) consumo cíclico (9); (iii) consumo não cíclico (4); (iv) financeiro (8); (v) materiais básicos (4); (vi) petróleo, gás e bicompostíveis (1); (vii) saúde (1); (viii) tecnologia da informação (1); e, (ix) utilidade pública (7), sendo este último setor composto pelos segmentos de gás (1), saneamento (2) e energia elétrica (4).

Já a coleta de dados se 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 deu 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 do modelo econométrico apresentado na próxima seção, foram considerados 41 títulos para análise, em um período de sete anos (2011-2017). A escolha por esse horizonte temporal é justificada pela necessidade de utilização da variável de dividendos 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 da suavização de dividendos

O fator-chave para a compreensão da prática de suavização de dividendos é 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”.

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 condicionamento do lucro corrente por uma taxa ideal de pagamento de dividendos garante um padrão consistente e sem mudanças drásticas e que porventura possam ser revertidas no nível de pagamento de dividendos de um período para o outro, 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 (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 ao mesmo tempo contribuir para minimizar o risco de reações negativas do mercado por reduzir a probabilidade de cortes no nível de pagamento de dividendos.

Considerando as proposições supramencionadas, o modelo de ajustamento 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:

$\Delta D_{i,t}$  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 é possível 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, Andres, Betzer, Goergen & Renneboog (2009) explicam que por meio do modelo de ajustamento parcial 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, 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 pode ser operacionalizado da seguinte forma:

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1} = \alpha_{i,t} + c_i E_{i,t} r_i - c_i D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Resultando em:

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

Sendo, portanto:

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

De onde se extrai o seguinte modelo de regressão:

$$D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

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 permanentes 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.

Seguindo os procedimentos de modelagem de Fama & Blahnik (1968), Andres *et al.* (2009), Leary & Michaely (2011) e Al-Najjar & Kilincarslan (2017), para esta pesquisa, o modelo de ajustamento parcial foi estimado como dados por ação (*firm level data*), o que segundo os autores, consiste na especificação econométrica mais apropriada.

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).

### 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 pesquisa. Esta estratégia metodológica encontra respaldo nas pesquisas de Leary & Michaely (2011), Jeong (2013), Javakhadze *et al.* (2014) e Syed, Zainir & Isa (2018), nas quais a estimação da suavização de dividendos se deu por meio de regressões individuais com dados em *cross-section*.

Desse modo, o modelo de Collins *et al.* (1997) foi inicialmente estimado com dados em *cross-section*, considerando as variáveis para o período de análise (2011-2017), conforme a Equação 9.

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 LL_i + \beta_2 PL_i + \varepsilon_i \quad (9)$$

Sendo:

$P_i$  é preço da ação da empresa  $i$  observado ao final do primeiro trimestre do ano fiscal subsequente ao fechamento das demonstrações financeiras;

$LL_i$  corresponde ao lucro líquido da empresa  $i$ ;

$PL_i$  representa o patrimônio líquido da empresa  $i$ ;

$\varepsilon_i$  é o termo de erro estocástico.

Para cumprir os objetivos traçados, a velocidade de ajustamento dos dividendos foi incluída no modelo de Collins *et al.* (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 ( $c_i$ ) se dá pela necessidade de investigar por meio da comparação da significância estatística dos parâmetros do modelo se a suavização de dividendos tem poder incremental sobre a relevância da informação contábil. O modelo de Collins *et al.* (1997) é estimado conforme a Equação 10:

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 LL_i + \beta_2 PL_i + \beta_3 c_i + \beta_4 LL_i c_i + \beta_5 PL_i c_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

Em termos de predições teóricas, 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 *et al.* (1997), indicando que empresas que suavizam menos, tendem a apresentar informações contábeis mais relevantes.

Por fim, foi observada uma grande heterogeneidade nos dados e a não normalidade dos resíduos na estimação do modelo adaptado de Collins *et al.* (1997). Apesar de ser possível que a hipótese de normalidade seja relaxada, visto que se busca com esta pesquisa apenas descrever as relações observadas (e não realizar previsões), em função do pequeno número de observações (41) foi utilizado, como teste de robustez, o modelo de regressão quantílica de Koenker & Basset (1978), para avaliar o comportamento dos coeficientes estimados, por ser um método semiparamétrico robusto à *outliers*, resíduos heterocedásticos e distribuições não gaussianas.

Ademais, o modelo de Collins *et al.* (1997) também foi estimado com a inclusão de variáveis *dummies* para os setores de energia 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 pesquisa, e, por consequência, não são adiante evidenciados.

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Análise de estatística descritiva

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para estimar o modelo de Collins *et al.* (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 1

#### 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 1, 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 mostram 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 ( $c_i$ ) apresentou uma média de 0,6245, indicando que no Brasil o comportamento médio é de 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 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 grandes níveis de dispersão.

### 4.2 Análise de Regressão

Nesta seção, são apresentados os resultados das estimações do modelo de Collins *et al.* (1997) em sua especificação original e adaptada, com a finalidade de diagnosticar e refletir sobre as implicações do efeito resultado ou do efeito substituição para a relevância da informação contábil.

Abaixo, a Tabela 2 apresenta os resultados da estimação do modelo de Collins *et al.* (1997) em sua especificação original, conforme a equação 9.

Tabela 2

**Resultados do modelo de Collins *et al.* (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.

Como resultados, o modelo de Collins *et al.* (1997) demonstrou ser significativa a 1% e apresentou 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% da variância no preço das ações.

Quanto à análise da significância, ambas as variáveis independentes 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, podendo, portanto, serem consideradas relevantes.

A observação, nesta pesquisa, da relação positiva entre o preço das ações e as variáveis lucro e patrimônio líquido vem corroborar o corpo de evidências empíricas apresentadas nos trabalhos de Macedo, Machado & Machado (2013) e Gonçalves, Batista, Macêdo & Marques (2014) de que a informação contábil contribui para a prospecção dos fundamentos organizacionais, colaborando para um maior monitoramento da gestão pelos investidores.

Ao se levar em consideração o fraco nível de proteção legal e o deficiente 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 pesquisa 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 *et al.* (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 velocidade de ajustamento dos dividendos com o lucro e o patrimônio líquido, na tentativa de compreender as consequências da suavização de dividendos para a análise da relevância da informação contábil.

A Tabela 3 apresenta os resultados do modelo de Collins *et al.* (1997) adaptado, conforme a Equação 10.

Tabela 3

**Resultados do modelo de Collins *et al.* (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 *et al.* (1997) adaptado se mostrou significativa a 1%, apresentando um coeficiente de determinação ( $R^2$  Ajustado) na ordem de 0,7225, o que indica que, para os dados analisados, o conjunto de variáveis independentes explica em 72,25% a variância do preço das ações.

Quanto à análise da significância das variáveis independentes, é possível observar que a velocidade de ajustamento dos dividendos se mostrou significativa a 10% e negativamente

relacionada com o preço das ações, o que indica que uma maior velocidade de ajustamento de dividendos estaria associada a 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 ocorre 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, 2012).

Esta afirmação se baseia na proposição de que ambientes de fraca proteção legal e de menor exposição das companhias à disciplina do mercado de capitais dão margem para que investidores controladores e atuantes, como executivos ou membros de conselho, influenciem na política 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 se mostraram significantes aos níveis 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, indicando que, quanto maior a velocidade de ajustamento dos dividendos, maior é a relevância do lucro. Esse resultado possibilita inferir 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 ele seja rapidamente incorporado ao nível de pagamento de dividendos.

Já a segunda interação ( $Plpa \cdot Ci$ ) demonstrou ser negativamente relacionada ao preço das ações; isto é, quanto maiores as variações na velocidade de ajustamento dos dividendos e no patrimônio líquido, menor deve ser o preço das ações. Este achado diverge da predição de que o patrimônio líquido é positivamente relacionado ao preço das ações. Uma possível explicação para esta observação é a de que aumentos no patrimônio líquido, para o mercado brasileiro, inicialmente advêm da retenção e reinvestimento de lucros (Gonçalves *et al.*, 2018).

Nesse sentido, a relação negativa entre a interação do patrimônio líquido e a velocidade de ajustamento dos dividendos indica que os investidores percebem esta relação como uma forma de expropriação. Isso ocorre 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.

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. Estes resultados corroboram o efeito resultado da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil.

Com base nessas evidências e em resposta ao problema desta pesquisa – qual o efeito da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil no Brasil? –, é possível responder que, em circunstâncias de pouca suavização de dividendos, a informação contábil pode ser utilizada como mecanismo de monitoramento 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.

A observação destes resultados 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 resultante do ambiente de governança corporativa incipiente e de suas idiossincrasias, há a tendência de má alocação de recursos. 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 controladores.

É possível advogar, portanto, em favor da relevância dos dividendos, corroborando a hipótese de Gordon (1959) de 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.

### 4.3 Análise de Robustez

Os resultados da estimação do modelo de Collins *et al.* (1997) em suas especificações original e adaptada apresentados na Tabela 1 e 2 foram estimados de forma robusta à heterocedasticidade, dada a verificação por meio do teste de White, ao nível de significância de 5% e de resíduos heterocedásticos.

Não foram verificados problemas de multicolinearidade, dada a realização do teste *variance inflation fator*, o qual não indicou problemas de multicolinearidade entre as variáveis, dada a observação de fatores de valores inferiores a 10.

Por fim, foi realizado o teste de Shapiro Wilk para normalidade de resíduos, hipótese 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.

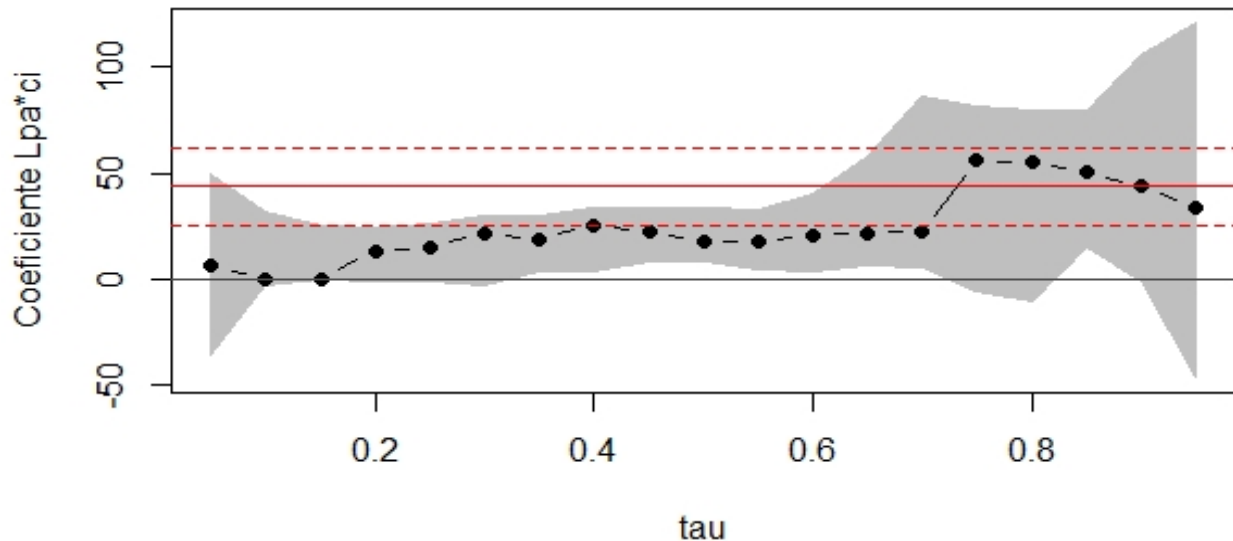
Geralmente, a ausência de normalidade dos resíduos é relaxada em função da operacionalização de grandes amostras, argumentando-se, em razão do teorema do limite central, que um número de observações suficientemente grande resulta em estatísticas “t” e “F” muito próximas dos valores de uma distribuição normal. Alguns econométricos argumentam que um número de observações igual ou superior a 30 é suficiente para relaxar o pressuposto da normalidade. 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 heterogeneidade dos dados. Desse modo, diante da observação deste problema, foi realizada uma análise de sensibilidade das variáveis de interesse do modelo adaptado de Collins *et al.* (1997) por meio do emprego da análise de regressão quantílica. A técnica de estimação quantílica foi originalmente desenvolvida por Koenker & Bassett (1978), consistindo em um método semiparamétrico robusto à presença de *outliers*, a distribuições não normais e a 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 & Bassett (1978), é escrito como  $Q(Y | x) = x' \beta(\tau)$ , em que  $\beta(\tau)$  é o conjunto de coeficientes das variáveis a ser estimado, em que a estimação  $\hat{\beta}(\tau)$  minimiza  $\min_{\beta \in R^m} \sum_{i=1}^n \rho_{\tau}(y_i - x' \beta)$ .

O modelo adaptado de Collins *et al.* (1997) foi estimado pela técnica de regressão quantílica e foram plotados os gráficos dos parâmetros para as variáveis independentes.

Como resultado, todos os parâmetros tiveram comportamentos similares ao estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), exceto o parâmetro da interação entre Lpa\*Ci, evidenciado na Figura 1.



**Figura 1.** Distribuição Quantílica do Coeficiente Lpa\*Ci

Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 1 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 ( $\tau$ ). 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 pontilhada em preto representa o comportamento dos coeficientes da interação Lpa\*Ci estimados ao longo dos quantis, e o sombreamento cinza é seu intervalo de confiança.

Com relação ao apresentado na Figura 1 é possível observar o sinal positivo da interação Lpa\*Ci, ratificando que, quanto maior o produto da interação Lpa\*Ci, maior tende a ser o preço das ações.

No entanto, a estimação realizada pela técnica de análise de regressão quantílica, apesar de confirmar o resultado (sinal positivo) para o coeficiente estimado a partir da interação Lpa\*Ci, evidencia 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 um pouco menor do que o observado pela a estimação MQO.

## 5 CONCLUSÃO

Este trabalho analisou os efeitos da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil. Seguindo esse propósito, foram testados os efeitos resultado e substituição. A análise dos efeitos supramencionados se deu a partir da inclusão da velocidade de ajustamento ( $c_i$ ), como *proxy* da suavização de dividendos, no modelo de relevância da informação contábil de Collins *et al.* (1997).

Para alcançar o objetivo de pesquisa, inicialmente, a velocidade de ajustamento ( $c_i$ ) foi obtida a partir da estimação individual (por empresa) do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956), que indicou uma média de 0,6245 para esta variável, evidenciando que no Brasil há uma rápida incorporação dos lucros ao nível de dividendos pagos (pouca suavização).

Posteriormente, a velocidade de ajustamento ( $c_i$ ) foi incluída no modelo de relevância da informação contábil de Collins *et al.* (1997) e ficou constatado que a suavização de dividendos aumenta o poder explicativo das informações contábeis de lucro e patrimônio líquido. Foi observado um sinal positivo para o lucro e um sinal negativo para o patrimônio líquido, indicando

que, em face da suavização de dividendos, há maior propensão de incorporação dos lucros ao nível de dividendos em detrimento do seu reinvestimento; e, que esses fatores se refletem no preço das ações.

Em termos teóricos esses resultados convergem para a aceitação do efeito resultado, o que permite inferir que em ambientes de mercado com pouca proteção ao acionista minoritário, como é o caso brasileiro, a consideração da suavização de dividendos na análise da relevância da informação contábil é percebida como mecanismo de monitoramento.

Desse modo, a partir das evidências apresentadas nessa pesquisa é possível sugerir que há indícios de que as relações observadas podem ser derivadas do ambiente de governança corporativa incipiente e de suas idiosincrasias, conforme as previsões teóricas lançadas por La Porta *et al.* (2000a) e que em função disso os investidores minoritários tendem a exigir o máximo possível de dividendos, resultando, assim, em uma menor suavização de dividendos.

Como sugestões para pesquisas futuras, recomenda-se que sejam estudados os efeitos da suavização de dividendos em outras *proxies* de qualidade da informação contábil, bem como sejam investigados os seus possíveis determinantes.

## REFERÊNCIAS

- Andres, C., Betzer, A., Goergen, M., & Renneboog, L. (2009). Dividend policy of German firms: A panel data analysis of partial adjustment models. *Journal of empirical finance*, 16(2), 175-187.
- Aldrichi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2005). Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, 25(2), 115-137.
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2017). Corporate dividend decisions and dividend smoothing. *International Journal of Managerial Finance*.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of accounting and economics*, 29(1), 1-51.
- Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2(1).
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 39-67.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E. F., & Blasiak, H. (1968). Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of the American statistical Association*, 63(324), 1132-1161.
- Galvão, K. D. S. (2015). *Política de distribuição de dividendos: por que as empresas brasileiras pagam Payout incremental?* Tese de Doutorado em Administração, Universidade Federal de Pernambuco, Pernambuco, PE, Brasil.
- Gonçalves, T. J. C., Silva, A. R. P., & Borges Júnior, P. (2018). A Forma de Financiamento das Companhias Abertas sob os Pressupostos da Pecking Order Theory e Trade Off Theory. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 6(1), 101-118.



- Gonçalves, J. C., Batista, B. L. L., Macedo, M. A. S., & Marques, J. A. V. C. (2014). 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*, 10(3), 25-43.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 41(2), 99-105.
- Javakhadze, D., Ferris, S. P., & Sen, N. (2014). An international analysis of dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 29, 200-220.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jeong, J. (2013). Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea. *Emerging markets review*, 17, 76-88.
- Koenker, R., & Bassett Jr, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 33-50.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- Leary, M. T., & Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Lopes, A. B., Walker, M., & Silva, R. L. M. (2016). The determinants of firm-specific corporate governance arrangements, IFRS adoption, and the informativeness of accounting reports: Evidence from Brazil. *Journal of International Accounting Research*, 15(2), 101-124.
- Macedo, M. A. S., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Análise da relevância da informação contábil no Brasil num contexto de convergência às normas internacionais de contabilidade. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 65-85.
- Michaely, R., & Roberts, M. R. (2012). Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 711-746.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of financial economics*, 58(1-2), 215-260.
- Syed, K. B. S., Zainir, F. B., & Isa, M. (2018). Does reputation matter in the dividend smoothing policy of emerging market firms? Empirical evidence from India. *Borsa Istanbul Review*, 18(3), 191-204.

Wooldridge, J. M. (2011). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Cengage Learning.