

Suavização de dividendos no Brasil: Uma verificação dos efeitos resultado e substituição

doi: 10.4025/enfoque.v40i1.48808

Rodrigo Vicente dos Prazeres

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade
Federal de Pernambuco
Professor Adjunto da Universidade Federal de Alagoas
E-mail: rodrigo.prazeres@feac.ufal.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-9888-1330>

Juliana Gonçalves de Araújo

Doutora em Administração pela Universidade
Federal de Pernambuco
Doutoranda em Ciências Contábeis pela Universidade
Federal de Pernambuco
E-mail: juhliana.araujo@gmail.com
Orcid: <http://orcid.org/0000-0003-2677-4357>

Umbelina Cravo Teixeira Lagioia

Doutora em Administração pela Universidade
Federal de Pernambuco
Professora Associada da Universidade
Federal de Pernambuco
E-mail: umbelinalagioia@gmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-8422-7808>

Recebido em: 19.07.2019

Aceito em: 29.10.2019

2ª versão aceita em: 30.10.2019

RESUMO

Este estudo teve por objetivo identificar e compreender o padrão de suavização de dividendos praticado pelas companhias brasileiras listadas na Bolsa, Brasil e Balcão (B3). Assim, considerando as especificidades do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e as características institucionais derivadas do regime jurídico *code law*, a suavização de dividendos foi investigada a luz dos efeitos resultado e substituição. A metodologia foi conduzida por meio da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) utilizando o método de análise de regressão com dados em painel de efeitos fixos. Como resultados, este estudo oferece evidências de que, no Brasil, há uma menor propensão de suavização de dividendos e que esta observação pode estar relacionada 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; efeito resultado; efeito substituição.

Dividend Smoothing in Brazil: An examination of the outcome and the substitution models

ABSTRACT

This paper aimed to identify and understand the dividend smoothing pattern practiced by the Brazilian companies listed on the Stock Exchange (B3). Considering the Brazilian capital market degree of development and the institutional characteristics derived from the code law legal regime, dividend smoothing was investigated in light of outcome and substitution models. The methodology was conducted by estimating Lintner's (1956) partial adjustment model through fixed effects panel data regression analysis. As results, this study offers evidence that, in Brazil, there is a lower propensity of dividend smoothing and it may be related to the degree of the Brazilian capital market development and the corporate governance environment deficiencies derived from the regime legal code law, which implies the acceptance of the outcome model.

Keywords: Dividend smoothing; outcome model; substitution model.

1 INTRODUÇÃO

O fenômeno denominado de suavização de dividendos foi documentado de forma seminal no trabalho de Lintner (1956), que ao entrevistar 28 gestores de companhias americanas, identificou como direcionadores do processo decisório de distribuição de dividendos os seguintes fatores: (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.

A suavização de dividendos pode ser entendida, portanto, como a manutenção de um nível de distribuição de dividendos constante ao longo de dois ou mais períodos consecutivos com a finalidade de estabilizar e aumentar gradativamente a série histórica de pagamento de dividendos (JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014) em face da aversão dos gestores em alterar drasticamente as diretrizes da política de dividendos frente às incertezas de geração permanente de lucros capazes de sustentar maiores de pagamento de dividendos.

No entanto, a prática de suavização de dividendos não depende apenas dos atributos intrínsecos às organizações, mas também do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais e das características do regime legal aos quais as organizações estão expostas, que, no caso brasileiro, são derivadas do regime jurídico *code law*, o qual possui indiossincrasias como a fraca proteção aos investidores (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003, LA PORTA et al., 2000a, 2000b) e uma cultura incipiente de governança corporativa (LOPES; WALKER; SILVA, 2016). Tais fatores, podem ser entendidos como o

produto do deficiente conteúdo legal e de sua fraca aplicação (*enforcement*) (LA PORTA et al., 2000a; LA PORTA et al., 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 de informações contábeis prestadas ao mercado (LOPES; WALKER; SILVA, 2016).

A influência do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais e das características do regime 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. Assim, nesses 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. Entretanto, os mesmos autores argumentam 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 supramencionado, o ponto de partida para caracterização do *gap* de literatura a ser estudado neste trabalho recai sobre a análise dos efeitos acima descritos, quais sejam: (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; e, (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 pagamento 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.

Diante do exposto nos parágrafos anteriores, o seguinte questionamento orienta o desenvolvimento deste trabalho: **Qual o padrão da suavização de dividendos praticado pelas companhias abertas brasileiras?**

Para responder o questionamento norteador de pesquisa, a suavização de dividendos foi mensurada por meio da estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956). Desse modo, o objetivo deste trabalho foi o de identificar e compreender o padrão de suavização de dividendos das companhias brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3).

Espera-se que esta pesquisa contribua para a comunidade acadêmica nos seguintes aspectos: i) por identificar e compreender o padrão de suavização de dividendos no Brasil; ii) por contemplar, em sua análise, as especificidades do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e do regime jurídico; e, iii) por diagnosticar e concluir acerca dos efeitos resultado e substituição.

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

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIAS DE DIVIDENDOS E AMBIENTE DE PROTEÇÃO LEGAL

Na moderna teoria de finanças, há mais de 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 (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.

Apesar disso, Miller e Modigliani (1961) defendem 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), através 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).

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 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 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*” o qual pressupõe que em uma relação contratual em que as partes contratantes são independentes, isto é, não há vantagens informacionais. 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*, em que figura o fraco nível de proteção legal aos investidores (LA PORTA et al., 2000a; LA PORTA et al., 2000b) e o padrão incipiente de governança corporativa (LOPES; WALKER; SILVA, 2016) 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 configuração do mercado brasileiro, 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). 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).

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 obter informações privilegiadas (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 (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005), 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., 2000a) 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) (LOPES; WALKER; SILVA, 2016; GONÇALVES; SILVA; BORGES JÚNIOR, 2018). 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 (LA PORTA et al. 2000a; AIVAZIAN; BOOTH; CLEARLY, 2003), 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, representando, portanto, uma menor exposição de investidores a conflitos de agência e problemas de assimetria informacional (JENSEN; 1986; LA PORTA et al., 2000a) e uma menor necessidade de suavização de dividendos (LEARY, MICHAELY, 2012; JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014).

O efeito resultado configura, portanto, 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 e de um menor grau de suavização de dividendos são decorrentes de prerrogativas conferidas pelo ambiente de proteção legal.

Em 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, em um menor grau de 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 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., 2000a; LA PORTA et al., 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 constitui, portanto, em 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, característica de ambientes de mercado de regime jurídico *code law*.

De forma sumária, a literatura trata os efeitos resultado e substituição como concorrentes, 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 pesquisa, caso seja observada uma menor propensão das empresas brasileiras em suavizar dividendos, tais indícios serão interpretados no sentido de corroborar com o efeito resultado, sendo este considerado como o produto de mecanismos ineficientes de proteção legal e de fatores institucionais que favorecem o oportunismo gerencial. Por outro lado, caso se observe um maior grau de suavização de dividendos, o entendimento será no sentido de que a suavização de dividendos é percebida pelos investidores como mecanismo substituto para as deficiências do ambiente de governança corporativa.

2.3 O MODELO DE AJUSTAMENTO PARCIAL DE LINTNER

A premissa básica do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) é a de que 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 conforme apresentado na equação 1.

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

Partindo dessa relação, Lintner (1956) pontua que 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. O mesmo autor (1956, p. 102) argumenta que o nível ideal de pagamento de dividendos 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, assim, 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 bem definida para o 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; AL-NAJJAR, 2009; JAVAKHADZE; FERRIS; SEN, 2014).

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 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) tem como variável dependente a variação dividendos $\Delta D_{i,t}$ 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 $t-1$. Esta variação é dada em função da relutância da gestão em cortar dividendos ($\alpha_{i,t}$), do coeficiente c_i que captura a velocidade (intensidade) pela qual a variação dos dividendos responde às incorporações do lucro corrente ao nível de dividendos, e pelo termo de erro estocástico $\varepsilon_{i,t}$ conforme expresso na equação 2:

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

Substituindo dentro da segunda equação o termo $D_{i,t}$ pela relação $r_i E_{i,t}$ conforme apresentado na equação 1, é possível obter a seguinte representação na equação 3.

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

A partir da equação 3 é possível multiplicar o coeficiente c_i pelos termos $E_{i,t}r_i$ e $D_{i,t-1}$, de onde é pode-se extrair a equação 4:

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

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 $D_{i,t}$ 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 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.

Para a operacionalização do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) é possível substituir o termo de variação dos dividendos pagos (da empresa i no tempo t pela diferença entre os dividendos pagos ($\Delta D_{i,t}$) pela empresa i no tempo t e $t-1$, respectivamente. Desse modo esta diferença matemática é incluída na equação 4, conforme pode ser observado na equação 5.

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

A partir da equação 5, o termo de dividendos pagos pela empresa i no tempo $t-1$ do lado esquerdo da igualdade é transferido para o lado direito, conforme expresso na equação 6.

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

Operacionalizando a equação 6, o termo de dividendos pagos pela empresa i no tempo $t-1$ é posto em evidência, de modo a se obter a seguinte expressão representada na equação 7:

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

Com base na equação 7, os parâmetros observáveis no mundo concreto para a estimação do modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) são os dividendos pagos ($D_{i,t}$) pela firma i no tempo t , o lucro corrente ($E_{i,t}$) da empresa i no tempo t , e os dividendos pagos ($D_{i,t-1}$) pela empresa i no tempo $t-1$. Desse modo, por não serem diretamente observáveis, os parâmetros $\alpha_{i,t}$, $c_i r_i$ e $(1 - c_i)$ são transformados em coeficientes em um modelo de regressão múltipla, conforme a equação 8 a partir do qual o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) é passível de ser estimado.

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

Para a estimação do modelo de regressão exposto na equação 8 é possível compreender que β_0 é igual a $\alpha_{i,t}$, representando a relutância da gestão em reduzir o nível de pagamento de dividendos; β_1 representa a diferença $1 - c_i$, em que é obtido a partir da diferença entre $1 - \beta_1$; β_2 representa o produto entre $c_i r_i$ de onde se pode calcular o nível ideal de pagamento de dividendos a partir de $r_i = \beta_2 / c_i$; e, $\varepsilon_{i,t}$ corresponde ao termo de erro estocástico do modelo de regressão.

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 ANTERIORES

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 pesquisa.

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. Como conclusões, 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 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 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 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.

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, indicando que as firmas jordanianas praticam um nível de moderado para baixo de suavização de dividendos.

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 de uma maior concentração de propriedade e controle 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 adéquam 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 fornece os principais objetivos e conclusões, de forma resumida, de outros trabalhos que validaram a utilização do modelo de ajustamento parcial.

Quadro 1 – Resumo das pesquisas anteriores

Autor (es)	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 influencia 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 prática de suavização de dividendos das firmas germânicas é mais bem explicada pela variável fluxo de caixa.
Al-Malkawi et al. (2014).	Examinam a prática de suavização de dividendo sem 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.

Fonte: Elaboração Própria.

3 METODOLOGIA

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

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, 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) para empresas que negociam mais de um tipo de ação, foi selecionada a de maior liquidez.

A utilização do conjunto de critérios supra-mencionados 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 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 dados desbalanceados.

Assim, foram analisadas 63 ações. Sendo 39 ordinárias, 22 preferenciais e 2 *Units*. Tais ações estão distribuídas nos seguintes setores: (i) bens industriais (7); (ii) consumo cíclico (12); (iii) consumo não cíclico (6); (iv) financeiro (15); (v) materiais básicos (5); (vi) petróleo, gás e bicomcombustíveis (1); (vii) saúde (4); (viii) tecnologia da informação (1); e, (ix) utilidade pública (12), sendo este último setor composto pelos segmentos de telecomunicações (1), gás (1), saneamento (2), energia elétrica (8).

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 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 do modelo econométrico apresentado na próxima seção, foram considerados 63 títulos para análise, em um período de 7 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 MODELO ECONOMÉTRICO

De forma inicial, esta pesquisa emprega o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) investigando fatores como o nível ideal de pagamento de dividendos ($D_{i,t}$) e a velocidade de ajustamento dos dividendos (λ).

Para tanto, o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) conforme a equação 9:

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

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 identificar o padrão de suavização de dividendos das companhias brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3), 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 Blac (1968), Brav et al. (2005), Andres et al. (2009), Leary e Michael (2012) e Al-Najjar e Kilincarslan (2017), para este trabalho, 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.

Por fim, 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; SANTOS; ARAÚJO, 2019).

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para estimar o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) conforme demonstrado na equação 9 exposta na seção da metodologia. A apresentação das estatísticas descritivas tem por finalidade descrever e sumarizar as principais características das variáveis utilizadas para estimar o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956).

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

Métricas	Varição 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 à 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.

4.2 VALIDAÇÃO DO MODELO 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 a normalidade dos resíduos, o teorema do limite central considera que para grandes amostras a distribuição das médias tende a normalidade. Diante do grande número de observações (441) na análise realizada nesta pesquisa, este pressuposto foi relaxado por não tornar os regressores viesados, posta a colocação de

Wooldridge (2011, pág 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).

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.

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.

4.3 ANÁLISE DOS RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO

De acordo com a Tabela 4 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.

Os resultados da estimação do modelo de Lintner (1956) são significantes a um nível de 1%, apresentando um coeficiente de determinação (*Múltiplo*) de 69,83% que pode ser considerado como um bom grau de ajustamento para o conjunto de dados analisados, dado que as variáveis independentes explicam aproximadamente 70% da variação dos dividendos.

Tabela 4 – Estimação do modelo de Lintner (1956)

Variável	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística z	p-valor
Dividendos <i>t-1</i>	0.4423	0.0415	106.425	0.0000
Lpa	0.1042	0.0211	49.229	0.0000
<i>R</i> ² <i>Múltiplo</i>			0.6983	
Velocidade de Ajustamento dos Dividendos (<i>c</i>)			0.5576	
Nível Ideal de <i>Payout</i> (<i>r</i>)			0.1870	

Fonte: dados da pesquisa.

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 neste trabalho, 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*) 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. Assim, 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 pesquisa e o observado 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* converge para a aceitação do efeito resultado, demonstrando que o nível de suavização de dividendos é produto do 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 má alocação de recursos e na observação de níveis voláteis de pagamento de dividendos.

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) 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 é outro fator que pode estar diretamente relacionado com uma maior velocidade de ajustamento de dividendos. 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 de forma eficiente por limitar a interação das organizações com o mercado.

Aivazian, Booth e Crealy (2006) apresentaram evidências de que empresas que possuem uma 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 seria decorrente de 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 na tentativa de minimizar conflitos e agência. Entretanto, no contexto brasileiro, 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. Tais achados, ratificam a existência do efeito resultado para o mercado de capitais brasileiro e corroboram os estudos de Michaely e Roberts (2011), Leary e Michaely (2012), 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.

Quanto ao nível ideal de pagamento de dividendos (foi possível observar, a partir da estimação do modelo de ajustamento parcial, um nível de 18,70% o que é discrepante do nível médio de pagamento de dividendos observado na seção das 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 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. Além disso, os autores Andrés et al. (2009) identificaram 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%), e utilizando a geração de caixa como base para o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956), os mesmos autores verificaram que as firmas alemãs tendem a pautar o seu nível ideal de pagamento de dividendos com base 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 pesquisa que de 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.

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 deste trabalho e por consequência não são aqui evidenciados.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve por objetivo identificar o padrão de suavização dividendos praticados pelas companhias brasileiras listadas na Bolsa, Brasil e Balcão (B3), tomando por premissa subjacente a relação contratual entre acionistas controladores e minoritários. Considerando essa premissa, a discussão teórica desenvolvida considera que a suavização de dividendos sofre a influência do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e de suas idiossincrasias derivadas do regime jurídico *code law*.

Seguindo esse escopo teórico, foram testados os efeitos resultado e substituição. A análise desses efeitos, se deu com a identificação do padrão de suavização de dividendos no mercado de capitais brasileiro por meio de análise

de regressão com dados em painel. Desse modo, foi possível observar que as variáveis "dividendos em $t-1$ " e "lucro por ação" demonstraram um sinal positivo, respondendo por aproximadamente 70% das variações da variável dependente, o que indica que o modelo de ajustamento parcial de Lintner (1956) pode ser utilizado no mercado de capitais brasileiro para analisar as variações do nível de pagamento de dividendos.

Ademais, a velocidade de ajustamento dos dividendos () observada foi 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 diverge do observado por Javakhadze, Ferris e Sen (2014) para países de regime *code law*, sugerindo 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 idiossincrasias. 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. Estas características corroboram a hipótese do efeito resultado para o mercado de capitais brasileiro e convergem com as predições teóricas dos estudos de Michaely e Roberts (2011), Leary e Michaely (2012), Javakhadze, Ferris e Sen (2014) de que estas características podem implicar em uma menor suavização de dividendos.

Desse modo, é possível concluir sobre a existência de risco problemas de assimetria informacional quanto à eficácia com que os investidores podem ter para prever o retorno por seus investimentos. Esclarecendo, 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.

Em síntese, 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, também verificou-se a relevância dos dividendos, corroborando a hipótese de Gordon (1959; 1962) de que os investidores preferem altos níveis correntes de dividendos (passaro na mão) do que a expectativa de dividendos futuros (passaro no arbusto), sobretudo, em ambientes que favorecem o oportunismo gerencial de investidores controladores.

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, C.; BETZER, A.; GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. 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, C.; DOUMET, M.; FERNAU, E.; THEISSEN, E. 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, B.; BELGHITAR, Y. The information content of cash flows in the context of dividend smoothing. **Economic issues**, Washington, v. 17, n. 2, p. 57-70, 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.
- 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, A.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; MICHAELY, R. Payout policy in the 21st century. **Journal of financial economics**, v. 77, n. 3, p. 483-527, sep. 2005.
- 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.
- 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.; BABIAK, Harvey. Dividend policy: An empirical analysis. **Journal of the American statistical Association**, v. 63, n. 324, p. 1132-1161, dec. 1968.

GALVÃO, Kécia da Silveira; SANTOS, Josete Florencio; ARAÚJO, Jevuks Matheus. Política de Distribuição de Dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 38, n. 3, p. 57-75, 2019.

GONÇALVES, Tadeu Junior de Castro; SILVA, Anderson R. 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.

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

_____. 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.

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.

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.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANEZ, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems

and dividend policies around the world. **The journal of finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000a.

_____. 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, A. B.; WALKER, M.; SILVA, R. L. M. 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.

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. 2012.

RAJAN, R. 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.

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

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

Endereço dos Autores:

Universidade Federal de Alagoas, Reitoria, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade - FEAC, s/n - Tabuleiro do Martins CEP: 57072-900 - Maceió, AL - Brasil