



RGC, São Paulo, v. 8, art. e085 pp. 72-100, dez. 2021.  
ISSN 2359-313X

**Proteção ao Credor em Países de Origem Civil e Política Corporativa  
Dividendos: Uma Análise dos Modelos de Resultado e de Substituição**

**Creditor Protection in Countries of Civil Origin and Dividend Corporate Policy:  
an Analysis of the Outcome and Substitute Models**

Ana Cristina Miranda Rodrigues  
Professora Adjunta da Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP)  
Doutora em Administração pela Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV)  
[rodrigues\\_81@hotmail.com](mailto:rodrigues_81@hotmail.com)



## RESUMO

Este artigo investiga os efeitos dos mecanismos de proteção ao credor sobre as políticas corporativas de dividendos, à luz dos modelos de agência de resultado e de substituição. Os resultados empíricos estão baseados em dados de 6.191 empresas, em 27 países de direito civil, durante o período de 2008 a 2017. Para dar suporte às hipóteses formuladas, são apresentadas estatísticas resumidas, regressões Tobit e o Método Generalizado de Momentos (GMM). Os resultados sugerem que, em países de origem civil, a alta proteção ao credor reduz os dividendos de empresas com maiores oportunidades de investimento. Inversamente, quando da baixa proteção à dívida, as empresas pagam mais dividendos. Deste modo, é possível concluir que, em países de origem civil, sob a perspectiva do credor, as políticas de dividendos não são consistentes com os modelos de resultado e de substituição.

**Palavras-chave:** Proteção ao credor. Legislação civil. Dividendos. Modelo de resultado. Modelo de substituição. Classificação JEL: G30; G35.

## ABSTRACT

This article investigates the effects of creditor protection mechanisms on corporate dividend policies, in the light of the result and substitution agency models. The empirical results are based on data from 6,191 companies, in 27 civil law countries, during the period from 2008 to 2017. To support the formulated hypotheses, summary statistics, Tobit regressions and the Generalized Method of Moments (GMM) are presented. The results suggest that, in countries of civil origin, high creditor protection reduces dividends from companies with greater investment opportunities. Conversely, when there is low debt protection, companies pay more dividends. Thus, it is possible to conclude that, in countries of civil origin, from the creditor's perspective, dividend policies are not consistent with the outcome and substitute models.

**Keywords:** Protection of the creditor. Civil legislation. Dividends. Outcome model. Substitute model. JEL Classification: G30; G35.

## INTRODUÇÃO

Este artigo investiga os efeitos dos mecanismos de proteção ao credor, em países de direito civil, sobre a política de distribuição de dividendos, a partir dos modelos de agência de resultado (*outcome model*) e de substituição (*substitute model*), preditos por La Porta, Lopes-de-Sinales, Shleifer e Vishny (2000). Schiehl e Martins (2016) caracterizam tais mecanismos como governança em nível de país (mecanismos externos de governança – MEGs), não pertencentes à empresa, abrangendo regras políticas e regras econômicas, leis e regulações, códigos de condutas e valores que determinam o poder do investidor (credor e acionista). Se devidamente aplicados, o investidor está bem protegido, tornando-se mais disposto a financiar a empresa. Em contrapartida, quando os mecanismos são fracos, o investidor está exposto à expropriação (LA PORTA *et al.*, 2000) e apresenta mais restrições para financiar a empresa.

O modelo de resultados prevê que as proporções de pagamento de dividendos são mais altas em países com boa proteção ao acionista. No entanto, em caso de novas oportunidades de investimento, a taxa de distribuição de dividendos tende a ser menor. Já o modelo substituto prevê que os dividendos são mecanismos de auto-regulação do mercado, podendo substituir a fraca proteção ao acionista. Assim, a proteção jurídica torna-se um dos principais componentes da diferença *cross-country* no pagamento de dividendos porque difere consideravelmente entre os países, a partir das leis comerciais cujas origens são o direito civil (*civil law*) e o direito consuetudinário (*common law*). No direito civil, que deriva do direito romano, as leis são elaboradas por legisladores e fornecem direitos mais fracos ao investidor em relação às leis comuns; no direito consuetudinário, as leis são feitas por juízes e incorporadas à legislatura (La Porta *et al.*, 1997; 2000). La Porta *et al.* (2000) ainda distinguem, na tradição civil, três famílias: a francesa, a alemã e a escandinava. Nos países de direito civil alemão e escandinavo, a qualidade e aplicação da lei são mais elevadas que nos países de direito civil francês. No entanto, apenas nestes últimos os dividendos são obrigatórios. Os autores apontam algumas características acerca das duas grandes tradições, como: (a) leis civis fornecem direitos mais fracos aos acionistas e aos credores em relação às leis comuns; (b) países de direito civil alemão e escandinavo estão em posição mediana no grupo de famílias de direito; e

(d) em relação à qualidade da lei e sua aplicação, são mais elevadas nos países escandinavos e germânicos, seguidos pelos países de direito consuetudinário e, por fim, em países de direito civil francês.

Brockman e Unlu (2009), Byrne e O'Connor (2012), Shao, Kwok e Guedhami (2013) e Seifert e Gonenc (2016) defendem que os interesses dos fornecedores de dívida comprometem diretamente as decisões da empresa. Isto porque, embora a expectativa dos acionistas seja por mais dividendos, os credores manifestam suas preferências por menos dividendos, como forma de reduzir o risco de expropriação pelos acionistas, causando aos gestores das firmas limitações para tratarem, simultaneamente, dos conflitos entre tais agentes, conhecidos por conflitos de agência. Chang, Dutta e Saadi (2018), examinando o efeito da governança em nível de empresa nas políticas de dividendos para uma amostra de empresas em 30 países diferentes, reconhecem a importância e a determinação do papel do credor, como mecanismo de governança em nível de país, sobre as políticas de pagamento de dividendos das firmas internacionais.

Além disto, estudos, como Mitton (2004); Brockman e Unlu (2009); Chae, Kim e Lee (2009); Shao *et al.* (2013) e Chang *et al.* (2018), constatam que empresas de países com fraca proteção ao credor têm menor probabilidade de emitir dividendos, devido ao maior custo do financiamento por dívida. Kyröläinen, Tan e Karjalainen (2013), examinando como a proteção legal dos credores afeta o valor do caixa entre os países, constatam que o valor e o investimento marginais do caixa são consideravelmente maiores em países com direitos fracos dos credores, combinando com conclusões dos estudos anteriores de que a fraca proteção ao credor torna as empresas financeiramente restritas e que o saldo de caixa é mais valioso para estas empresas. Estas evidências apoiam a visão de que empresas em países com fracos direitos do credor tendem a distribuir menos dividendos, em detrimento à garantia de maiores saldos em caixa para financiar novos investimentos.

A partir destas constatações, é possível considerar que, em países de direito civil, as proteções legais a credores produzem efeitos contrários às proteções legais

do acionista sobre os dividendos. Deste modo, o objetivo desta pesquisa é ampliar as análises dos modelos de agência de resultado e de substituição para o credor, comparando as políticas de dividendos das empresas em ambientes institucionais com diferentes graus de proteção a credores. Especificamente, pretende-se identificar o comportamento do dividendo quando a proteção ao credor é alta e quando a proteção é baixa.

A perspectiva de diferenciação deste artigo se encontra na explicação de agência, na medida em que procura apoio mais consistente nos modelos de resultado e de substituição para explicar as políticas de dividendos corporativos, sob a perspectiva de proteção ao credor, em países de direito civil. No geral, a recente literatura defende que os dividendos devem ser pagos quando acionista e credor estão bem protegidos. No entanto, este artigo considera que, em caso de oportunidades de investimento, a situação pode ser diferente. Ou seja, a distribuição dos dividendos pode reduzir as preocupações dos acionistas, mas intensificar as preocupações dos credores, principalmente quando estes estão mal protegidos.

Além da introdução, este artigo está organizado da seguinte forma. A Seção 2 descreve a literatura, que trata de proteção ao credor e dividendos, além dos modelos de resultado e de substituição. A Seção 3 apresenta o método. A Seção 4 apresenta e discute os resultados. A Seção 5 conclui o estudo.

## LITERATURA

As teorias de poder de crédito, baseadas na transferência de direitos de controle sobre a inadimplência (Aghion & Bolton, 1992; Hart & Moore, 1998), implicam que, quando os credores possuem direitos mais fortes, podem se tornar mais favoráveis às decisões corporativas. No entanto, credores com direitos mais fortes normalmente exigem um conjunto de cláusulas contratuais, podendo controlar ou restringir quase todas as dimensões das decisões de investimento e de financiamento das empresas (Nini, Smith, & Sufi, 2009; Roberts & Sufi, 2009), sendo mais propensos a limitar o investimento da firma em resposta a aumentos em seu risco de crédito, medido pela relação entre dívida, fluxo de caixa e *rating* de crédito

da empresa (Nini *et al.*, 2009). Brockman e Unlu (2009) asseguram que uma das restrições contratuais típicas do credor sobre a empresa inclui a imposição de um limite superior sobre o montante total dos dividendos ao longo da vida do empréstimo, que aumenta com o nível de ganhos e os resultados de novas emissões de ações.

Brockman e Unlu (2009), utilizando amostra de 16.525 empresas em 52 países, no período de 1990 a 2006, identificam relação positiva entre os fracos direitos dos credores e a baixa distribuição de dividendos, consistente com o modelo substituto. Quando o direito do credor é fraco, os gestores têm maior probabilidade de restringir a distribuição dos lucros para garantir a reputação da empresa com o mercado de crédito e a redução do custo da dívida. Sob este aspecto, os autores encontram fortes evidências empíricas de que as empresas são menos propensas a pagar dividendos, ou pagá-los em menor quantidade, nos países onde os direitos dos credores são fracos. Além disso, os autores reforçam a hipótese de substituição, ao mostrarem que os credores exigem mais cláusulas de endividamento, incluindo restrições de dividendos, em substituição aos seus fracos direitos. Dessa forma, tanto os acionistas quanto os gestores são mais propensos a concordar com restrições como um contrapeso aos direitos fracos dos credores.

Byrne e O'Connor (2012), investigando o papel dos direitos dos acionistas e dos credores e da governança na determinação da política de dividendos corporativos, em uma amostra de 22.374 empresas de 35 países, verificam que os credores (e não os acionistas) exercem maior influência sobre a política de dividendos corporativos. Os resultados mostram que modelo de resultado é mais eficaz em países com fortes direitos do credor. Desse modo, quando os direitos dos credores são fracos, os credores exigem, com o consentimento das empresas, a redução dos dividendos. Os resultados ainda mostram coeficientes positivos, altos e significativos sobre os direitos dos acionistas (em níveis de empresa e de país) quando os direitos dos credores são fortes. Em contrapartida, quando os direitos dos credores são fracos, as estimativas de medidas dos direitos dos acionistas são muito baixas, negativas e estatisticamente insignificantes. Por fim, os resultados destes autores confirmam que os direitos dos credores dominam os direitos dos acionistas,



onde os direitos destes são mensurados em nível de país. Quando os fornecedores de dívida não estão adequadamente protegidos pelo regime jurídico, o número de empresas que pagam dividendos é muito menor, sendo, inclusive, o nível *payout* muito baixo.

Shao *et al.* (2013), adotando amostra de 39 países para 1991-2010 para testar um modelo de dividendos que explica a interação entre os custos de agência de capital e dívida, encontram fortes evidências de que os dividendos são mais sensíveis aos direitos dos credores quando os acionistas estão devidamente protegidos e vice-versa. Assim, se a forte proteção dos credores permitir às empresas maiores dividendos, as empresas exercem essa discricionariedade quando enfrentam menos pressão por dividendos de acionistas externos. Os principais resultados sugerem que o modelo de resultados é mais efetivo para proteção ao credor e o modelo substituto, para proteção ao acionista.

Diante do exposto, quando bem protegidos juridicamente, os credores apresentam menores limitações de financiamento e, por consequência, menores restrições sobre a distribuição de dividendos (Brockman & Unlu, 2009; 2011; Byrne & O'Connor, 2012; SHAO *et al.*, 2013). Estes apontamentos podem ser explicados porque credores com direitos fortes normalmente controlam, monitoram e, em caso de necessidade, restringem as decisões de investimento e de financiamento das empresas (Nini *et al.*, 2009; Roberts & Sufi, 2009). Assim, como resultado da forte proteção ao credor, ainda que em países de direito civil, que oferecem menor proteção ao credor em relação aos países de origem consuetudinária (La Porta *et al.* 2000), espera-se que as empresas estabeleçam taxas mais altas de dividendos, mesmo em caso de novos investimentos, considerando que o financiamento por meio de dívida se torna menos oneroso e menos restritivo. Estas discussões conduzem à Hipótese H1 deste artigo.

H1: Em países de direito civil e com maior proteção ao credor, firmas com maiores oportunidades de investimento distribuem mais dividendos.

Em contraponto, em caso de fracos direitos, os credores podem exigir a redução dos dividendos, tornando as empresas menos propensas a pagá-los e

forçando-as a utilizarem seus recursos internos para o financiamento de projetos de investimento (Doidge, Karolyi & Stulz, 2007; Brockman & Unlu, 2009; 2011; Nini *et al.*, 2009; Byrne & O'Connor, 2012; Shao *et al.*, 2013, Castro, Martins, Schiehl & Terra, 2017). Assim, é possível ponderar que os direitos dos credores influenciam também as políticas de dividendos das corporações como um efeito substituto. Quando o direito do credor é fraco, os gestores restringem os dividendos para garantir a reputação da empresa com o mercado de crédito e reduzir os custos da dívida (Doidge *et al.*, 2007). Deste modo, em substituição à fraca proteção ao credor, os dividendos podem ser menores, inclusive, em condições de novos investimentos. Estas evidências suportam a hipótese de substituição, que prevê a relação positiva entre proteção ao credor e dividendos, conduzindo à Hipótese H2 deste artigo.

H2: Em países de direito civil e com menor proteção ao credor, empresas com maiores oportunidades de investimento distribuem menos dividendos.

## MÉTODO

### FONTES DE DADOS E SELEÇÃO DA AMOSTRA

As principais fontes de dados desta tese são *World Bank*, para as variáveis de nível país, e *Capital IQ*, para as variáveis de nível corporativo. O período de análise compreende os exercícios de 2008 a 2017. A amostra é composta por países de direito civil, a partir de Castro *et al.* (2017), com exceção da África do Sul, por insuficiência de dados em nível de país. As empresas constantes são todas aquelas listadas publicamente, cujos dados financeiros consolidados entre 2008 e 2017. No entanto, são excluídas da amostra (a) empresas pertencentes ao setor financeiro porque, ao contrário de empresas não financeiras, os bancos possuem inúmeras partes interessadas, além de acionistas e credores, cuja complexidade restringe a capacidade dos depositantes e dos detentores de dívida de monitorar as atividades do banco (Ashraf & Zeng, 2015); e (b) empresas com total ausência dos dados necessários para compor as demais variáveis tratadas neste estudo. Após a aplicação deste filtro, a amostra final é composta por 6.191 empresas de capital

aberto de 27 países (QUADRO 1).

**Quadro 1** - Amostra deste estudo

País	Número de empresas	País	Número de empresas	País	Número de empresas
Alemanha	442	Espanha	96	Jordânia	66
Argentina	23	Filipinas	136	México	55
Áustria	52	Finlândia	104	Noruega	125
Bélgica	76	França	389	Peru	27
Brasil	193	Grécia	63	Portugal	28
Colômbia	26	Holanda	133	Suécia	602
Coréia do Sul	577	Indonésia	178	Suíça	174
Dinamarca	104	Itália	138	Taiwan	1.015
Egito	66	Japão	1.224	Turquia	79

**Fonte:** Elaboração própria.

## VARIÁVEIS DEPENDENTES

Considerando os dados contábeis de países com diferentes padrões de contabilidade, são duas as medidas de dividendos adotadas como variáveis dependentes: (a) Dividendos/Lucro Líquido (*DIVLL*), medida pela relação dos dividendos pagos mais juros sobre capital próprio e mais recompras de ações pelo lucro líquido da empresa (*payout*). Embora com fragilidades, como apresentar variações de lucros não relacionadas diretamente com as alterações dos dividendos, esta variável é utilizada por La Porta *et al.* (2000), que constitui a base teórica e empírica deste artigo; e (b) Dividendos/Fluxo de Caixa Operacional (*DIVFCO*), dimensionada pelo total de dividendos pagos mais juros sobre capital próprio e mais recompras de ações pelo fluxo de caixa operacional da empresa, cuja utilização é explicada levando em conta que os efeitos das modificações dos fluxos de caixa de investimento e de financiamento podem alterar substancialmente a medição, sendo esta variável mais adequada à análise. O Quadro 2 apresenta as variáveis dependentes.

**Quadro 2 - Variáveis dependentes**

Este quadro apresenta as variáveis dependentes, em nível de firma. A primeira coluna apresenta a sigla da variável; a segunda coluna descreve a variável; a terceira coluna apresenta a fonte da variável; a quarta coluna apresenta as referências que utilizam a respectiva variável.

Variáveis dependentes	Descrição	Fonte	Referência
<i>DIVLL</i>	Relação entre Dividendos mais Juros sobre Capital Próprio mais Recompra de ações e Lucro Líquido, representado por $Dividendos_t/Lucro\ Líquido_t$	Capital IQ	- La Porta <i>et al.</i> (2000)
<i>DIVFCO</i>	Relação entre Dividendos mais Juros sobre Capital Próprio mais Recompra de ações e Fluxo de Caixa Operacional, representado por $Dividendos_t/Fluxo\ de\ Caixa\ Operacional_t$	Capital IQ	

Fonte: Elaboração própria.

**VARIÁVEIS INDEPENDENTES**

Para testar os efeitos das proteções ao credor sobre os dividendos, as variáveis independentes, em nível de país, utilizadas são: (a) Direitos do Credor (*DCR*) e (b) Direitos do Acionista (*DAC*); e (c) Tributação (*T*). O direito do credor mede a posição relativa de uma economia em relação a outras economias no indicador de obtenção de crédito, classificando as pontuações das economias em uma variação de 0 a 100, cuja formação metodológica agrega indicadores que tratam da força legal do credor e do nível de profundidade da informação sobre a qualidade do crédito. O direito do acionista mede a posição relativa de uma economia em relação a outras economias no indicador de proteção dos investidores minoritários, cuja pontuação varia de 0 a 100, sendo a constituição metodológica da variável feita por indicadores que contemplam as extensões do índice de regulação dos conflitos de interesses e do índice de governança dos acionistas. Para as constituições dos valores ausentes de *DCR* e de *DAC*, em determinado país e em determinado ano, utilizam-se as médias aritméticas dos valores não ausentes. As definições metodológicas desses índices e sub-índices estão disponíveis mediante solicitação. Em relação à tributação sobre os dividendos, La Porta *et al.* (2000) citam duas abordagens contraditórias: a primeira, apresentada por Miller e Scholes (1978), estipula que investidores têm acesso a uma variedade de estratégias de prevenção que os permitem escapar das taxas sobre dividendos; a segunda, conhecida por

nova visão de taxas de dividendos, de King (1997) e Auerbach (1979), prevê que o dinheiro deve ser devolvido ao acionista, como dividendo ou ganho de capital, cuja tributação ocorrerá quando do pagamento, ou seja, mais cedo ou mais tarde, o que, conseqüentemente, não impede os pagamentos de dividendos. Em nível corporativo, as variáveis independentes são: (a) Oportunidade de Investimento (*OPINV*) e sua defasagem em um período (*OPINV<sub>t-1</sub>*); (b) Endividamento (*ENDIV*); (c) Tamanho (*TAM*); (d) Rentabilidade sobre Ativo (*ROA*); (e) Caixa (*CASH*); e (f) Lucros Retidos (*LR*). Para classificar a empresa em seu respectivo setor, utiliza-se a variável Indústria (*IND*).

O Quadro 3 detalha as especificações das variáveis independentes.

**Quadro 3 - Variáveis independentes**

Este quadro apresenta as variáveis independentes, em nível de país e de firma. A primeira coluna apresenta a sigla da variável, bem como os sinais esperados nos modelos de regressão; a segunda coluna descreve a variável; a terceira coluna apresenta a fonte da variável; a quarta coluna, as referências que utilizam a respectiva variável.			
<b>Painel A – Variáveis independentes em nível de país</b>			
Variável independente	Descrição	Fonte	Referência
<i>DCR (+/-)</i>	Nível de proteção do credor, sendo alta proteção = 1 e baixa proteção = 0.	World Bank	- Kyröläinen <i>et al.</i> (2013) - Castro <i>et al.</i> (2017)
<i>DAC (+/-)</i>	Nível de proteção do acionista, sendo alta proteção = 1 e baixa proteção = 0.	World Bank	- Kyröläinen <i>et al.</i> (2013) - Castro <i>et al.</i> (2017)
<i>T (+/-)</i>	Valor de uma unidade monetária de ganho em dividendo/Valor de uma unidade monetária em ganho de capital	La Porta <i>et al.</i> (2000)	- La Porta <i>et al.</i> (2000)
<b>Painel B – Variáveis independentes em nível de firma</b>			
<i>OPINV (+/-)</i>	Oportunidade de investimento, representada pelo logaritmo natural do crescimento das vendas anuais e medida por $\ln(\text{Vendas}_t/\text{Vendas}_{t-1})$ .	Capital IQ	- La Porta <i>et al.</i> (2000) - Brockman e Unlu (2009) - Shao <i>et al.</i> (2013) - Chang <i>et al.</i> (2018)
<i>OPINV<sub>t-1</sub> (+/-)</i>	Oportunidade de investimento, representada pelo logaritmo natural do crescimento das vendas anuais e medida por $\ln(\text{Vendas}_t/\text{Vendas}_{t-1})$ defasada em um período	Capital IQ	
Variável independente	Descrição	Fonte	Referência
<i>ENDIV (+/-)</i>	Endividamento, representada pela relação dívida e ativo total e medida por $\text{Dívida}_t/\text{AT}_t$	Capital IQ	- Shao <i>et al.</i> (2013)
<i>TAM (+)</i>	Tamanho da firma, representada pela relação ativo total e ativo total do período anterior e medida por $\text{AT}_t/\text{AT}_{t-1}$	Capital IQ	- Shao <i>et al.</i> (2013) - Chang <i>et al.</i> (2018)
<i>ROA (+)</i>	Retorno sobre os ativos, representada pela relação lucro líquido e ativo total e medida por $\text{LL}_t/\text{AT}_t$	Capital IQ	- Brockman e Unlu (2009) - Chang <i>et al.</i> (2018)
<i>CASH (+)</i>	Caixa, representada pela relação caixa mais equivalentes e ativo total e medida por $\text{Caixa}_t/\text{AT}_t$	Capital IQ	- Brockman e Unlu (2009) - Shao <i>et al.</i> (2013) - Chang <i>et al.</i> (2018)
<i>LR (-)</i>	Lucros retidos, representada pela relação lucros retidos do período e ativo total e medida por $\text{LR}_t/\text{AT}_t$	Capital IQ	- Brockman e Unlu (2009) - Shao <i>et al.</i> (2013) - Chang <i>et al.</i> (2018)
<i>IND</i>	<i>Dummy</i> para cada setor, sendo: Mineração = 1; Petróleo e Gás Natural = 2; Construção = 3; Manufatura = 4; Transporte e Armazenagem = 5; Comunicação = 6; Utilidades = 7; Comércio = 8; Outros setores = 9	Capital IQ	- La Porta <i>et al.</i> (2000) - Brockman e Unlu (2009) - Shao <i>et al.</i> (2013) - Castro <i>et al.</i> (2017) - Chang <i>et al.</i> (2018)

**Fonte:** Elaboração própria.

## MODELO ECONOMÉTRICO

Para testar os impactos dos níveis de proteção ao credor sobre os dividendos da empresa, estimam-se regressões sob modelo Tobit, permitindo que a variável dependente seja censurada em seus valores inferiores (à esquerda) ou superiores (à direita), de forma a obter estimativas mais consistentes e não viesadas. Além deste modelo, aplica-se o Método Generalizado de Momentos (GMM), cujo objetivo é encontrar um estimador consistente com um mínimo de restrições sobre os momentos. A condição fundamental de identificação para o modelo GMM é a estrita exogeneidade de algumas variáveis explicativas com efeitos individuais não observáveis, cujos distúrbios dos efeitos podem ser reduzidos (Blundell & Bond, 1998).

O modelo econométrico é apresentado no Quadro 4.

**Quadro 4** – Modelo econométrico

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DCR_{it} + \beta_2 T_{it} + \beta_3 OPINV_{it} + \beta_4 DCROPINV_{it} + \beta_5 DAC_{it} + \beta_6 ENDIV_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 CASH_{it} + \beta_{10} LR_{it} + \beta_{11} OPINV_{it-1} + \beta_{12} DCROPINV_{it-1} + \epsilon_{it}$$

Onde:

$DIV_{it}$  = Dividendo da firma

$DCR_{it}$  = Direitos do credor

$T_{it}$  = Tributação

$OPINV_{it}$  = Oportunidade de investimento

$DCROPINV_{it}$  = Interação direito do credor e Oportunidade de investimento

$DAC_{it}$  = Direitos do acionista

$ENDIV_{it}$  = Endividamento

$TAM_{it}$  = Tamanho

$ROA_{it}$  = Retorno sobre o ativo

$CASH_{it}$  = Caixa

$LR_{it}$  = Lucros retidos

$OPINV_{it-1}$  = Oportunidade de investimento defasada em um período

$DCROPINV_{it-1}$  = Interação direito do credor e Oportunidade de investimento defasada em um período

**Fonte:** Elaboração própria.

As principais variáveis de interesse, neste modelo, são  $DCR_{it}$ ,  $OPINV_{it}$  e  $DCROPINV_{it}$ , de forma a testar conjuntamente os efeitos dos níveis de proteção ao credor e das oportunidades de investimento sobre os dividendos.

## RESULTADOS EMPÍRICOS

### ESTATÍSTICAS RESUMIDAS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas, as medianas das variáveis por país, os dividendos por nível de proteção legal ao credor e por nível de oportunidade de investimento, além dos testes de medianas.

**Tabela 1** – Estatísticas descritivas, medianas das variáveis por país, dividendos por nível proteção legal ao credor e testes de medianas

O Painel A apresenta as estatísticas descritivas das variáveis. O Painel B apresenta as medianas das variáveis por país. O Painel C classifica os níveis de dividendos a partir da proteção legal ao credor (alta e baixa) no país em que estão registradas e a partir do nível de oportunidade de investimento da empresa, sendo a classificação do nível de oportunidade de investimento (alto e baixo) feita da seguinte forma: extrai-se a mediana desta variável de cada sub-amostra de países (alta e baixa proteção ao credor), em seguida, extrai-se a mediana de cada empresa, durante o período de 2008 a 2017, classificando a empresa no respectivo grupo, conforme alto ou baixo nível de oportunidade de investimento, ou seja, empresas acima do valor da mediana são consideradas com alto nível de oportunidade de investimento e empresas abaixo ou igual ao valor da mediana, com baixo nível de oportunidade de investimento. O Painel D apresenta a estatística de Mann-Whitney das duas medidas de dividendos por nível de proteção legal ao credor e por níveis de oportunidades de investimento.

Painel A – Estatísticas descritivas das variáveis

Variável	N	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
$DCR_t$	61.410	0,61	0,48	0,00	1,00
$DAC_t$	61.410	0,44	0,49	0,00	1,00
$T_t$	61.410	0,80	0,17	0,56	1,08
$DIVLL_t$	61.410	0,23	0,40	-0,40	1,31
$DIVFCO_t$	61.410	0,14	0,28	-0,36	0,91
$OPINV_t$	61.054	0,06	0,36	-15,77	16,04
$OPINV_{t-1}$	61.054	0,14	0,54	-15,57	16,06
$ENDIV_t$	61.410	0,19	0,18	0,00	0,60
$TAM_t$	61.410	0,08	0,18	0,03	0,64
$ROA_t$	61.280	1,62	7,42	-38,80	12,16
$CASH_t$	61.410	0,13	0,15	-0,44	0,98
$LR_t$	61.410	0,00	0,12	-0,53	0,54

Painel B – Medianas das variáveis por país

País	N	DCR	DAC	T	DIVLL	DIVFCO	OPINV <sub>t</sub>	OPINV <sub>t-1</sub>	ENDIV	TAM	ROA	CASH	LR
Alemanha	442	81,25	50,00	0,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11	0,00	1,93	0,08	0,03
Argentina	23	68,75	50,00	1,00	0,07	0,05	0,00	0,00	0,20	0,00	0,50	0,03	0,12
Áustria	52	68,75	53,33	0,90	0,23	0,14	0,00	0,00	0,23	0,00	2,97	0,06	0,15
Bélgica	76	56,25	70,00	0,78	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,00	1,58	0,05	0,00
Brasil	193	50,00	53,33	1,00	0,13	0,08	0,00	0,00	0,26	0,00	3,74	0,05	0,07
Colômbia	26	62,50	73,33	1,00	0,37	0,15	0,00	0,00	0,20	0,02	3,03	0,03	0,06
Coréia Sul	577	68,75	60,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,00	1,72	0,05	0,16
Dinamarca	104	81,25	63,33	0,67	0,00	0,00	0,05	0,09	0,14	0,00	2,28	0,05	0,28



Egito	66	50,00	36,67	1,00	0,00	0,00	0,04	0,06	0,05	0,00	0,82	0,05	0,09
Espanha	96	68,75	53,33	0,72	0,01	0,02	0,00	0,00	0,31	0,00	1,96	0,04	0,04
Filipinas	136	33,75	43,33	1,05	0,02	0,01	0,00	0,00	0,09	0,03	1,48	0,07	0,10
Finlândia	104	75,00	56,67	1,07	0,25	0,18	0,00	0,00	0,20	0,00	2,75	0,07	0,15
França	389	53,13	53,33	0,64	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,00	1,51	0,08	0,01
Grécia	63	50,00	33,33	1,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,38	-0,03	1,49	0,05	0,05
Holanda	133	56,25	43,33	0,74	0,00	0,02	0,00	0,00	0,18	0,00	2,20	0,06	0,02
Pais	N	DCR	DAC	T	DIVLL	DIVFCO	OPINV <sub>t</sub>	OPINV <sub>t-1</sub>	ENDIV	TAM	ROA	CASH	LR
Indonésia	178	57,50	57,50	0,76	0,02	0,00	0,01	0,00	0,24	0,02	3,03	0,05	0,06
Itália	138	50,00	56,67	0,77	0,02	0,02	0,00	0,00	0,24	0,00	1,53	0,05	0,02
Japão	1.224	75,00	70,00	0,70	0,21	0,09	0,00	0,00	0,15	0,00	2,65	0,12	0,25
Jordânia	66	12,50	30,00	0,85	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,01	0,01	0,04
México	55	71,88	56,67	1,00	0,13	0,09	0,00	0,00	0,27	0,00	4,84	0,06	0,18
Noruega	125	62,50	63,33	1,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,66	0,07	0,01
Peru	27	81,25	61,67	1,00	0,21	0,08	0,00	0,00	0,13	0,03	4,42	0,04	0,11
Portugal	28	50,00	61,00	0,98	0,44	0,16	0,00	0,00	0,39	-0,02	2,70	0,05	0,05
Suécia	602	68,75	63,33	1,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,05	0,01
Suíça	174	81,25	30,00	0,56	0,18	0,11	0,00	0,00	0,12	0,00	2,83	0,09	0,17
Taiwan	1.015	60,00	53,33	0,60	0,33	0,15	0,00	0,00	0,15	0,00	2,39	0,13	0,11
Turquia	79	56,25	56,67	0,90	0,08	0,03	0,00	0,00	0,16	0,00	2,61	0,07	0,11
Painel C – Dividendos por proteção legal ao credor e por níveis de oportunidades de investimento													
Proteção legal ao credor			Amostra completa			OPINV > Mediana OPINV			OPINV ≤ Mediana OPINV				
Dividendos por Lucro Líquido (DIVLL)													
Alta			0,02			0,01			0,03				
Baixa			0,13			0,13			0,14				
Dividendos por Fluxo de Caixa Operacional (DIVFCO)													
Alta			0,01			0,01			0,02				
Baixa			0,06			0,06			0,07				
Painel D - Testes de medianas (Mann-Whitney)													
						DIVLL			DIVFCO				
Proteção alta versus Proteção baixa						-7,64***			-5,86***				
Proteção alta: OPINV maior versus OPINV menor						-3,50***			-3,31***				
Proteção baixa: OPINV maior versus OPINV menor						-3,27**			-1,80*				
***, **, * indicam níveis de significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente.													

**Fonte:** Elaboração própria.

Os resultados gerais do Painel A, embora com altos graus de dispersão para algumas variáveis, mostram que, em países de origem civil, o nível médio de proteção ao credor (0,61) é maior que a proteção ao acionista (0,44). Além disto, nestes países, o valor médio do ganho em dividendo para o acionista em relação ao ganho de capital ( $T$ ) é de 80%, não indicando que a tributação sobre dividendos seja um grande entrave. La Porta *et al.* (2000) encontram um nível médio de 78% desta variável para países sob legislação civil. Em relação às medidas de dividendos, o valor médio do payout ( $DIVLL$ ) é de 0,23 e do dividendo por fluxo de caixa

operacional ( $DIVFCO$ ), de 0,14. La Porta *et al.* (2000) encontram payout médio, em países de origem civil, de 0,25. No que tange às oportunidades de investimento, o período que antecede o pagamento do dividendo ( $OPINV_{t-1}$ ) é superior àquele que compreende o exercício financeiro da distribuição ( $OPINV_t$ ). Desta forma, é conveniente analisar os efeitos das oportunidades de investimento da firma que antecedem o exercício da efetiva distribuição do dividendo. O nível médio de endividamento das firmas de países sob a legislação civil é de 19%; o crescimento médio, de 8%; a rentabilidade média, de 1,62; os níveis médios de caixa, de 13%; e, por fim, nível médio de retenção do lucro, de 0%.

As colunas 3 a 14 do Painel B exibem, respectivamente, as medianas das variáveis por país. Os países com maiores medianas de proteção ao credor ( $DCR$ ) são Alemanha, Dinamarca, Peru e Suíça (81,25). Em relação ao acionista ( $DAC$ ), Bélgica e Japão apresentam maiores proteções (70,00). Quanto ao nível de ganho em dividendos em relação ao ganho de capital ( $T$ ), Filipinas, Finlândia, Noruega e Suécia apresentam medianas superiores a 1, indicando que o pagamento de dividendo, especificamente nestes países, não apresenta restrições tributárias, se comparado ao futuro ganho de capital. Quanto às medidas de dividendos, Portugal apresenta maior mediana do payout ( $DIVLL$ ), de 0,44, e a Finlândia, em dividendo por fluxo de caixa operacional ( $DIVFCO$ ), de 0,18. Em oportunidades de investimento corporativo ( $OPINV_t$  e  $OPINV_{t-1}$ ), as medianas da Dinamarca são as maiores (0,05 e 0,09). Os maiores níveis de endividamento ( $ENDIV$ ) são de firmas da Grécia (0,38) e de Portugal (0,39). Em termos de crescimento ( $TAM$ ), as maiores medianas positivas são de firmas das Filipinas e do Peru (0,03) e, inversamente, a maior negativa, de empresas da Grécia (-0,03). As empresas que apresentam maiores rentabilidades sobre o ativo ( $ROA$ ) estão localizadas no México (4,84) e no Peru (4,42). Em relação aos níveis de caixa ( $CASH$ ), as firmas de Taiwan exibem a maior mediana (0,13). Por fim, firmas da Dinamarca retêm maiores quantias do lucro ( $LR$ ), de 0,28, o que, possivelmente, explica seus baixos níveis de distribuição de dividendos.

Os resultados do Painel C indicam que, em todas as medidas de pagamentos, os países com maior proteção ao credor têm taxas mais baixas de dividendos em relação aos países com menor proteção à dívida. Além disto, dentro da amostra de

países de origem civil com alta proteção ao credor, empresas com maiores oportunidades de investimento apresentam dividendos mais baixos em relação àquelas com menores níveis de oportunidades de investimento. Da mesma forma, na amostra de países de origem civil e com baixa proteção ao credor, firmas com maiores oportunidades de investimento exibem menores níveis de dividendos. O Painel D resume os testes de medianas e comprova os achados do Painel C. Preliminarmente, estes resultados não sustentam a Hipótese H1, embora sejam coerentes com a Hipótese H2 deste artigo.

Em seguida, analisam-se as regressões cujos modelos econométricos investigam os efeitos das proteções ao credor sobre os pagamentos de dividendos.

## MODELO ECONOMÉTRICO

### **Proteções ao credor e pagamentos de dividendos**

Esta seção examina os efeitos das proteções ao credor sobre a distribuição de dividendos corporativos, a partir das estimações Tobit. Os coeficientes negativos e significativos das variáveis *DCR* e *DCROPINV*, em todos os modelos da Tabela 2, revelam que firmas instaladas em países de direito civil e com alta proteção ao credor, mesmo com boas oportunidades de investimento, pagam menos dividendos, sendo que o inverso ocorre. Além disto, os sinais negativos da interação *DCROPINV1*, que mede a influência do direito do credor e das oportunidades de investimento das firmas em exercício anterior, sobre os dividendos (MODELOS 4 e 8) também apoiam tais implicações. Estes resultados não sustentam as Hipóteses H1 e H2 deste artigo e não convergem com Brockman e Unlu (2009), Byrne e O'Connor (2012), Shao *et al.* (2013). Contrariamente, estes achados sugerem que os gerentes operam em ambientes cuja proteção à dívida restringe os pagamentos dos dividendos. Ou seja, mesmo com alta proteção ao credor, empresas instaladas em países de direito civil distribuem menos dividendos. Chae *et al.* (2009) também indicam que maiores restrições de financiamento externo reduzem os dividendos, mesmo com custos de agência mais baixos. Ainda, estas relações negativas entre direito do credor e distribuição de dividendos podem ser explicadas, inclusive, por Nini *et al.* (2009) e Roberts e Sufi (2009), ao afirmarem que credores com direitos

fortes normalmente controlam, monitoram e, em caso de necessidade, restringem as decisões de investimento e de financiamento das empresas. A variável *OPINV*, quando analisada isoladamente, embora com sinais positivos, em todas as especificações da Tabela 2, não apresenta efeitos significativos e explicativos sobre a distribuição de dividendos. Em relação à variável que mede a tributação (*T*) sobre os dividendos, seus coeficientes são negativos e altamente significativos, apresentando evidências a favor da visão tradicional dos dividendos e sugerindo que os investidores possuem acesso a uma variedade de estratégias de prevenção que os permitem escapar das taxas sobre dividendos.

Nos Modelos 2, 3 e 4, embora a variável Direito do acionista (*DAC*) mostre relação positiva e significativa com o payout (*DIVLL*), as demais variáveis que tratam do direito do credor (*DCR* e *DCROPINV*) mantêm relações negativas e mais significativas com a referida medida de dividendo, cujos resultados corroboram Brockman e Unlu (2009), Byrne e O'Connor (2012), Shao *et al.* (2013) e Seifert e Gonenc (2016), ao defenderem que, embora a expectativa dos acionistas seja por mais dividendos, os credores manifestam suas preferências por menos dividendos, como forma de reduzir o risco de expropriação pelos acionistas. A partir destas constatações, é possível constatar que, em países de direito civil, as proteções legais a credores produzem efeitos contrários às proteções legais do acionista sobre os dividendos.

Quanto às variáveis em nível de firma (Modelos 3, 4, 7 e 8), existem relações positivas e significativas entre os valores de dividendos (*DIVLL* e *DIVFCO*), tamanho (*TAM*), rentabilidade (*ROA*) e caixa (*CASH*). A teoria do ciclo de vida das empresas sugere que o padrão de dividendos muda ao longo do período, ou seja, empresas novas e, ou em crescimento pagam menos dividendos e as empresas maduras pagam dividendos mais elevados (Fama & French, 2001; DeAngelo, DeAngelo & Wruck, 2002; Brockman & Unlu, 2011). De forma contrária, identificam-se relações negativas entre dividendos, endividamento (*ENDIV*) e retenção de lucros (*LR*), sendo que os coeficientes destes últimos, embora positivos, não são significativos. É importante levar em consideração que os coeficientes negativos da variável *ENDIV* sobre os dividendos sinalizam, inclusive, os efeitos negativos da capitalização via dívida sobre os dividendos, cujos sinais são consistentes com as expectativas.

Sob tais constatações, como a perspectiva deste artigo é encontrar apoio mais consistente nos modelos de resultado e de substituição, sob a perspectiva do credor, para explicar as políticas de dividendos corporativos, os resultados da Tabela 2 não confirmam as Hipóteses H1 e H2 deste artigo, mostrando que firmas com melhores oportunidades de investimento, instaladas em países sob legislação civil e com alta proteção ao credor, pagam menos dividendos, não indicando, portanto, evidências das efetividades dos modelos de resultado, sob fortes direitos do credor, e do modelo de substituição, sob fracos direitos do credor, respectivamente. Deste modo, a distribuição dos dividendos possivelmente pode reduzir as preocupações dos acionistas, mas intensificar as preocupações dos credores, mesmo quando estes estão bem protegidos.

La Porta *et al.* (1998; 2000) consideram que as firmas devem pagar mais dividendos, independentemente das oportunidades de investimento, desde que possam contar com a captação de recursos externos. Assim, maiores proteções à dívida deveriam resultar em um ambiente no qual as empresas são menos limitadas financeiramente devido ao menor racionamento de crédito e aos custos mais baixos de financiamento (Doidge *et al.* 2007; Brockman & Unlu, 2009; 2011; Byrne & O'Connor, 2012; Shao *et al.*, 2013; Seifert & Gonenc, 2016; Castro *et al.*, 2017), podendo as firmas estabelecer taxas mais altas de dividendos, mesmo em caso de novos investimentos. No entanto, os resultados encontrados nesta seção não são condizentes com esta literatura. Uma possível explicação pode estar relacionada com a origem legal do país. Ou seja, como os países de origem civil, em geral, possuem menores níveis de proteção ao credor e apresentam sistemas financeiros menos desenvolvidos (La Porta *et al.* 2000), as necessidades de financiamento das firmas via mercado de crédito, possivelmente, motiva a redução do dividendo, sendo que o inverso ocorre. Ou seja, em caso de menor proteção ao credor, as empresas distribuem mais dividendos para garantir a reputação com os acionistas.

Ainda, em relação aos credores, embora este artigo tenha identificado as medidas de força legal do credor, não identificou, especificamente, a existência de covenants (obrigações contratuais aplicadas pelos credores aos tomadores de crédito) como mecanismo externo de governança que impõe limites aos dividendos. Assim, é possível que este mecanismo também exerça considerável influência e possa explicar melhor o motivo pelo qual, mesmo com alta proteção, o credor

apresente restrições quanto à distribuição do dividendo pela empresa.

## Endogeneidade

Adicionalmente, deve-se considerar a possibilidade de endogeneidade entre as variáveis explicativas, cuja causa seja por omissão de algum regressor relevante ou por erro de medida. Assim sendo, de modo a se obterem estimadores de maior eficiência e menor viés possível (Blundell & Bond, 1998), emprega-se o Método Generalizado de Momentos (GMM). A Tabela 3 apresenta os resultados.

O Painel A mostra os efeitos negativos e altamente significativos do direito do credor (*DCR*), com instrumento defasado desta variável, sobre as duas medidas de dividendos, confirmando o impacto significativo do direito do credor sobre a distribuição do dividendo. Em seguida, dada a necessidade de captar os efeitos da interação direito do credor e oportunidade de investimento sobre a distribuição do dividendo, o Painel B, com instrumento defasado em um período desta variável (*DCROPINV<sub>t-1</sub>*), também confirma os achados anteriores, indicando os efeitos negativos dos direitos do credor sobre os dividendos, em caso de novas oportunidades de investimento. Da mesma forma, o Painel C, que mostra as estimações GMM da variável instrumentada Direito do Credor defasada em um período (*DCR<sub>t-1</sub>*), de forma a capturar os efeitos desta variável, com instrumentos não defasados, sobre as duas medidas de dividendos, reforça os achados da seção anterior. Por fim, o Painel D, que estima os efeitos da variável *DCR* não defasada e os instrumentos defasados em um período, ratificam os resultados encontrados anteriormente, indicando a efetiva relação negativa entre proteção à dívida e distribuição dos dividendos, em países de direito civil, não suportando, portanto, as Hipóteses H1 e H2 deste artigo.

Deste modo, sob estimações do Método Generalizado de Momentos (GMM), os resultados confirmam que, em condição de alta proteção, o credor restringe o pagamento do dividendo e, inversamente, quando da baixa proteção, as empresas pagam mais dividendos, possivelmente, como forma de garantir a reputação com o mercado de capitais, devido a uma presumível fragilidade do mercado de crédito. Assim sendo, a partir dos resultados encontrados, existem evidências de que, sob a

perspectiva de proteção ao credor, os modelos de resultado e de substituição não são consistentes para explicar a política de dividendos corporativos, em países de direito civil.

Tabela 2 – Proteções ao acionista e ao credor e pagamento de dividendos – modelo Tobit

Esta tabela apresenta os resultados das regressões Tobit com as variáveis dependentes winsorizadas em 5% e 95%, incluindo dummies de indústria e de ano para controlar os fatores específicos. As variáveis dependentes e independentes referem-se ao período de 2008 a 2017. As variáveis dependentes são as duas medidas de dividendos utilizadas neste artigo: (a) Dividendo por lucro líquido (*DIVLL*); e (b) Dividendo por fluxo de caixa operacional (*DIVFCO*). As variáveis independentes são direito do credor (*DCR*); direito do acionista (*DAC*); tributação (*T*); oportunidade de investimento (*OPINV*); oportunidade de investimento em um período anterior (*OPINV1*); interação direito do credor e oportunidade de investimento (*DCROPINV*); interação direito do credor e oportunidade de investimento em um período anterior (*DCROPINV1*); endividamento (*ENDIV*); tamanho (*TAM*); rentabilidade sobre ativo (*ROA*); caixa (*CASH*); e lucros retidos (*LR*). Os erros-padrão são apresentados em parênteses.

Variáveis independentes	Variável dependente: <i>DIVLL</i>				Variável dependente: <i>DIVFCO</i>			
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Intercepto</i>	0,1214* (0,0851)	0,1065* (0,0855)	-0,0889* (0,0717)	-0,0886* (0,0718)	-0,0630* (0,0519)	-0,0634* (0,0429)	-0,1240** (0,0605)	-0,1221** (0,0605)
<i>DCR<sub>t</sub></i>	-0,1532*** (0,0147)	-0,1573*** (0,0149)	-0,1730*** (0,0140)	-0,1730*** (0,0140)	-0,1772*** (0,0116)	-0,1751*** (0,0117)	-0,1824*** (0,0110)	-0,1821*** (0,0110)
<i>T<sub>t</sub></i>	-0,6217*** (0,0434)	-0,6119*** (0,0437)	-0,5263*** (0,0414)	-0,5254*** (0,0415)	-0,1542*** (0,0326)	-0,1599*** (0,0323)	-0,1095*** (0,0312)	-0,1089*** (0,0312)
<i>OPINV<sub>t</sub></i>	0,0068 (0,0118)	0,0063 (0,0118)	0,0080 (0,0117)	0,0031 (0,0131)	0,0042 (0,0100)	0,0042 (0,0100)	0,0059 (0,0099)	0,0083 (0,0111)
<i>DCROPINV<sub>t</sub></i>	-0,0228* (0,0187)	-0,0229* (0,0184)	-0,0230* (0,0155)	-0,0231** (0,0122)	0,0208* (0,0102)	0,0208* (0,0105)	-0,0209* (0,0127)	-0,0209* (0,0124)
<i>DAC<sub>t</sub></i>		0,0270* (0,0155)	0,0442*** (0,0146)	0,0440*** (0,0147)		0,0163 (0,0118)	0,0082 (0,0111)	0,0099 (0,0112)
<i>ENDIV<sub>t</sub></i>			-0,4233*** (0,0310)	-0,4211*** (0,0310)			-0,0732*** (0,0252)	-0,0722*** (0,0252)
<i>TAM<sub>t</sub></i>			0,3650*** (0,0239)	0,3628*** (0,0240)			0,2482*** (0,0203)	0,2481*** (0,0203)
<i>ROA<sub>t</sub></i>			0,0184*** (0,0009)	0,0185*** (0,0009)			0,0125*** (0,0007)	0,0125*** (0,0007)
<i>CASH<sub>t</sub></i>			0,2729*** (0,0357)	0,2726*** (0,0357)			0,1336*** (0,0288)	0,1334*** (0,0288)
<i>LR<sub>t</sub></i>			-0,1907 (0,4413)	-0,1908 (0,4414)			-0,0463 (0,3384)	-0,0483 (0,3383)
<i>OPINV1<sub>t</sub></i>				0,0032 (0,0131)				0,0091 (0,0106)



<i>DCROPINV1</i>				-0,0155** (0,0043)				-0,0140** (0,0010)
<i>Observações</i>	61.054	61.054	60.910	60.744	61.054	61.054	60.910	60.744
<i>Grupos</i>	6.141	6.141	6.139	6.139	6.141	6.141	6.139	6.139

Fonte: Elaboração própria

\*\*\*Significativo em nível de 1%; \*\*Significativo em nível de 5%; \*Significativo em nível de 10%.

Tabela 3 – Método Generalizado de Momentos

O Painel A apresenta os resultados das estimações GMM da variável instrumentada *DCR* e da variável instrumento *DCR* defasada em um período sobre as medidas de dividendos *DIVLL* e *DIVFCO*; o Painel B, os resultados das estimações GMM da variável instrumentada *DCROPINV* e da variável instrumento *DCROPINV* defasada em um período sobre as medidas de dividendos *DIVLL* e *DIVFCO*; e o Painel C, os resultados das estimações GMM da variável instrumentada  $DCR_{t-1}$  e das variáveis instrumentos *T*, *OPINV*, *DCROPINV*, *DAC*, *ENDIV*, *TAM*, *ROA*, *CASH*, *LR* sobre as medidas de dividendos *DIVLL* e *DIVFCO*. Os erros-padrão são apresentados entre parênteses

Painel A – Regressões GMM com instrumentada <i>DCR</i> e instrumento <i>DCR</i> defasado em um período			Painel B – Regressões GMM com instrumentada <i>DCROPINV</i> e instrumento <i>DCROPINV</i> defasado em um período		
Variável independente	Variável dependente: <i>DIVLL</i>	Variável dependente: <i>DIVFCO</i>	Variável independente	Variável dependente: <i>DIVLL</i>	Variável dependente: <i>DIVFCO</i>
<i>Intercepto</i>	0,1093*** (0,0173)	0,1125*** (0,0122)	<i>Intercepto</i>	0,0838*** (0,0154)	0,0816*** (0,0109)
<i>DCR</i>	-0,0005*** (0,0001)	-0,0006*** (0,0000)	<i>DCROPINV</i>	-0,0147* (0,0106)	-0,0070* (0,0046)
<i>Observações</i>	61.410	61.410	<i>Observações</i>	61.410	61.410
$R^2$	0,014	0,011	$R^2$	0,014	0,011
<i>Dummy indústria</i>	Sim	Sim	<i>Dummy indústria</i>	Sim	Sim
<i>Dummy ano</i>	Sim	Sim	<i>Dummy ano</i>	Sim	Sim
Instrumentada: <i>DCR</i> Instrumento: $DCR_{t-1}$			Instrumentada: <i>DCROPINV</i> Instrumento: $DCROPINV_{t-1}$		
Painel C – Regressões GMM com instrumentada <i>DCR</i> defasada em um período e instrumentos não defasados			Painel D – Regressões GMM com instrumentada <i>DCR</i> e instrumentos defasados em um período		
Variáveis independentes	Variável dependente: <i>DIVLL</i>	Variável dependente: <i>DIVFCO</i>	Variáveis independentes	Variável dependente: <i>DIVLL</i>	Variável dependente: <i>DIVFCO</i>
<i>Intercepto</i>	0,2492*** (0,0196)	0,1620*** (0,0141)	<i>Intercepto</i>	0,2505*** (0,0197)	0,1631*** (0,0141)

<i>DCR</i>	-0,0009*** (0,0001)	-0,0006*** (0,0001)	<i>DCR</i>	-0,0011*** (0,0001)	0,0007*** (0,0001)
<i>T</i>	-0,2336*** (0,0097)	-0,0671*** (0,0070)	<i>T<sub>t-1</sub></i>	0,2286*** (0,0096)	0,0650*** (0,0069)
<i>OPINV</i>	0,0136*** (0,0053)	0,0082** (0,0038)	<i>OPINV<sub>t-1</sub></i>	0,0029 (0,0059)	0,0002 (0,0040)
<i>DCROPINV</i>	-0,0368*** (0,0090)	-0,0211*** (0,0061)	<i>DCROPINV<sub>t-1</sub></i>	-0,0211** (0,0092)	-0,0115** (0,0065)
<i>DAC</i>	0,0000 (0,0001)	0,0000 (0,0001)	<i>DAC<sub>t-1</sub></i>	0,0015*** (0,0001)	0,0000 (0,0001)
<i>ENDIV</i>	-0,0161** (0,0087)	-0,0766*** (0,0060)	<i>ENDIV<sub>t-1</sub></i>	-0,0345*** (0,0085)	-0,0888*** (0,0058)
<i>TAM</i>	0,1094*** (0,0088)	0,1039*** (0,0065)	<i>TAM<sub>t-1</sub></i>	0,0429*** (0,0093)	0,0335*** (0,0067)

Continua  
Continuação

Variáveis independentes	Variável dependente: <i>DIVLL</i>	Variável dependente: <i>DIVFCO</i>	Variáveis independentes	Variável dependente: <i>DIVLL</i>	Variável dependente: <i>DIVFCO</i>
<i>ROA</i>	0,0132*** (0,0001)	0,0092*** (0,0001)	<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	0,0145*** (0,0001)	0,0103*** (0,0001)
<i>CASH</i>	0,2264*** (0,0101)	0,1767*** (0,0074)	<i>CASH<sub>t-1</sub></i>	0,2538*** (0,0106)	0,1912*** (0,0079)
<i>LR</i>	0,0023 (0,1187)	0,0283 (0,0891)	<i>LR<sub>t-1</sub></i>	0,0009 (0,1498)	0,0956 (0,0901)
<i>Observações</i>	61.262	61.262	<i>Observações</i>	61.390	61.390
<i>R<sup>2</sup></i>	0,090	0,081	<i>R<sup>2</sup></i>	0,100	0,093
<i>Dummy indústria</i>	Sim	Sim	<i>Dummy indústria</i>	Sim	Sim
<i>Dummy ano</i>	Sim	Sim	<i>Dummy ano</i>	Sim	Sim

Instrumentada: *DCR<sub>t-1</sub>*

Instrumentos: *T*, *OPINV*, *DCROPINV*, *DAC*, *ENDIV*, *TAM*, *ROA*, *CASH*, *LR*

Instrumentada: *DCR*

Instrumentos: *T<sub>t-1</sub>*, *OPINV<sub>t-1</sub>*, *DCROPINV<sub>t-1</sub>*, *DAC<sub>t-1</sub>*, *ENDIV<sub>t-1</sub>*, *TAM<sub>t-1</sub>*, *ROA<sub>t-1</sub>*, *CASH<sub>t-1</sub>*, *LR<sub>t-1</sub>*

Fonte: Elaboração própria

\*\*\*Significativo em nível de 1%; \*\*Significativo em nível de 5%; \*Significativo em nível de 10%.

## CONCLUSÃO

Este artigo investiga os efeitos dos mecanismos de proteção ao credor, em países de origem civil, sobre as políticas corporativas de dividendos, a partir dos modelos de agência de resultado e de substituição. Os principais resultados indicam que os países com maior proteção ao credor apresentam taxas mais baixas de dividendos em relação aos países com menor proteção à dívida. Na amostra de países com alta proteção ao credor, empresas com maiores oportunidades de investimento apresentam dividendos mais baixos em relação àquelas com menores níveis de oportunidades de investimento. Sob as estimações dos modelos econométricos, os resultados também mostram que firmas instaladas em países com alta proteção ao credor e com melhores oportunidades de investimento pagam menos dividendos, não apresentando efetividades dos modelos de resultado e de substituição, sob a perspectiva do direito do credor. Isto porque os sinais negativos dos coeficientes das variáveis relacionadas ao direito do credor, em todos os modelos utilizados, permitem inferir que, em condição de alta proteção, o credor restringe o pagamento do dividendo e, inversamente, quando da baixa proteção, as empresas pagam mais dividendos. Estes resultados ampliam os achados de La Porta *et al.* (2000), mas são inconsistentes com Brockman e Unlu (2009), Byrne e O'Connor (2012) e Shao *et al.* (2013), por não apresentarem evidências de aumentos dos dividendos quando do aumento da proteção ao credor.

A abordagem de maior contribuição deste artigo com a Teoria de Agência dos Dividendos é a identificação do efeito da proteção ao credor sobre os dividendos, cujos resultados não confirmam que, em países de origem civil e com alta proteção ao credor, firmas com boas oportunidades de investimento distribuem mais dividendos, como, também, não confirmam que firmas com boas oportunidades de investimento, instaladas em países com baixa proteção à dívida, distribuem menos dividendos. Dentro deste contexto, os resultados sugerem que o direito do credor não é determinante para explicar as políticas de dividendos, segundo os modelos de agência de resultado e de substituição.

No entanto, como não se identificou a existência de obrigações contratuais

aplicadas pelos credores aos tomadores de crédito (covenants) como mecanismo de imposição aos dividendos, é possível que este mecanismo possa exercer alguma influência sobre a política de distribuição do dividendo, explicando melhor o motivo pelo qual, mesmo com alta proteção, o credor apresenta restrições quanto à distribuição do dividendo pela empresa. A resolução desta limitação seria um tema interessante para pesquisas futuras.

## REFERÊNCIAS

- Aghion, P., & Bolton, P. (1992). An incomplete contracts approach to financial contracting. *The Review Economic Studies*, 59(3), 473-494.
- Blundell, R., & Bond, S. (2000). GMM estimation with persistent panel data: an application to production functions. *Econometric Reviews*, 19(3), 321-340.
- Brockman, P., & Unlu, E. (2009) Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276-299.
- \_\_\_\_\_. (2011). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1610-1625.
- Byrne, J.; & O'Connor, T. (2012). Creditor rights and the outcome model of dividends. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 52(2), 227-242.
- Castro, L. R. K., Martins, H. C., Schiehl, E., & Terra, P. R. S. (2017). External governance mechanisms and investment-cash flow sensitivity: an international perspective. Manuscrito inédito.
- Chang, B., Dutta, S., Saadi, S., & Zhu, P. C. (2018). Corporate governance and dividend payout policy: beyond country-level governance. *Journal of Financial Research*, 41(4), 445-484.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Wruck, K. (2002). Asset liquidity, debt covenants, and managerial discretion: the collapse of LA Gear. *Journal of Financial Economics*, 64(1), 3-34.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance?. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39.
- Fama, F., & French, K. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Hart, O., & Moore, J. (1998). Default and renegotiation: a dynamic model of debt. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 1-41.
- Kyröläinen, P., Tan, I., & Karjalainen, P. (2013). How creditor rights affect the value of cash: a cross-country study. *Journal of Corporate Finance*, 22(1), 278-298.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- \_\_\_\_\_. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2009). Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420.

- Roberts, M. R.; & Sufi, A. (2009). Control rights and capital structure: An empirical investigation. *The Journal of Finance*, 64(4), 1657-1695.
- Schiehll, E., & Martins, H. C. (2016). Cross-national governance research: a systematic review and assessment. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 181-199.
- Seifert, B., & Gonenc, H. (2016). Creditor rights, country governance, and corporate cash codlings. *Journal of Internacional Financial & Accounting*, 27(1), 65-90.
- Shao, L., Kwok, C. C. Y., & Guedhami, O. (2013). Dividend policy: balancing shareholders' and creditors' interests. *Journal of Financial Research*, 36(1), 43-66.
- World Bank. (2018). Getting credit. Recuperado em 15 de julho, 2018, de <http://www.doingbusiness.org>.
- \_\_\_\_\_ Protection minority investor. Recuperado em 15 de julho, 2018, de <http://www.doingbusiness.org>.