



**PROTEÇÕES AO ACIONISTA E AO CREDOR E POLÍTICA  
DE DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE INTERNACIONAL  
DOS MODELOS DE RESULTADO E DE SUBSTITUIÇÃO**

**PROTECTIONS TO SHAREHOLDER AND TO CREDITOR  
AND DIVIDEND POLICY: AN INTERNATIONAL ANALYSIS  
OF OUTCOME AND SUBSTITUTE MODELS**

**PROTECCIONES A ACCIONISTA Y ACREEDOR Y POLÍTICA  
DE DIVIDENDOS: UN ANÁLISIS INTERNACIONAL SOBRE  
LOS MODELOS DE RESULTADO Y SUSTITUCIÓN**

**Ana Cristina Miranda Rodrigues**

<https://orcid.org/0000-0001-9878-3063>

Professora Adjunta da Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP)  
Doutora em Administração pela Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV)

E-mail: [rodrigues\\_81@hotmail.com](mailto:rodrigues_81@hotmail.com)

## RESUMO

Este artigo investiga os efeitos dos mecanismos de proteção ao acionista e ao credor sobre as políticas de dividendos, à luz dos modelos de agência de resultado e de substituição. Para dar suporte às hipóteses formuladas, desenvolvem-se estatísticas descritivas, regressões Tobit e o Método dos Momentos Generalizados. Os resultados empíricos, baseados em dados de 18.607 empresas de 40 países, durante o período de 2008 a 2017, sugerem que firmas instaladas em países com alta proteção ao acionista e com melhores oportunidades de investimento são menos propensas a pagar dividendos, como assim o fazem, indicando as efetividades dos modelos de resultado e de substituição, sob a perspectiva do acionista. Sob a perspectiva do credor, os resultados mostram que, em condição de alta proteção, o credor restringe o pagamento do dividendo de firmas com maiores oportunidades de investimento e, quando da baixa proteção à dívida, as empresas pagam mais dividendos. Deste modo, é possível concluir que os direitos dos acionistas, e não dos credores, são consistentes com os modelos de agência de resultado e de substituição dos dividendos.

**Palavras-chave:** Direitos do acionista. Direitos do credor. Dividendos. Modelo de resultado. Modelo de substituição.

## ABSTRACT

This article investigates the mechanisms of protection effects for the shareholder and the creditor on dividend policies, in the light of the outcome and substitution agency models. To support the formulated hypotheses, descriptive statistics, Tobit regressions and the Generalized Moments Method are developed. The empirical results, based on data from 18,607 companies

from 40 countries, during the period from 2008 to 2017, suggest that firms located in countries with high shareholder protection and with better investment opportunities are less likely to pay dividends, as they do, indicating the effectiveness of the outcome and substitution models, from the shareholder perspective. From the creditor perspective, the results show that, in a condition of high protection, the creditor restricts the payment of the dividend of firms with greater investment opportunities and, when the debt is poorly protected, companies pay more dividends. Therefore, it is possible to infer that the rights of the shareholders, and not of the creditors, are consistent with the outcome and substitute models agency.

**Keywords:** Shareholder rights. Creditor rights. Dividends. Outcome model. Substitute model.

## RESUMEN

Este artículo investiga los efectos de los mecanismos de protección al accionista y al acreedor en las políticas de dividendos, a la luz de los modelos de agencia de resultado y sustitución. Para apoyar las hipótesis formuladas, se desarrollan estadísticas descriptivas, regresiones Tobit y el Método de Momentos Generalizados. Los resultados empíricos, basados en datos de 18.607 empresas de 40 países, durante el período de 2008 a 2017, sugieren que las empresas ubicadas en países con alta protección de los accionistas y con mejores oportunidades de inversión tienen menos probabilidades de pagar dividendos, como lo hacen, lo que indica la efectividad de los modelos de resultado y sustitución, desde la perspectiva del accionista. Desde la perspectiva del acreedor, los resultados muestran que, en una condición de alta protección, el acreedor restringe el pago del dividendo de las empresas con mayores oportunidades de inversión y, cuando la protección de la deuda es baja, las empresas pagan más dividendos. Así, es posible concluir que los derechos de los accionistas, y no de los acreedores, son consistentes con los modelos de agencia de resultado y sustitución de dividendos.

**Palabras clave:** Derechos del accionista. Derechos del acreedor. Dividendos. Modelo de resultado. Modelo de sustitución.

## 1. INTRODUÇÃO

Pesquisas baseadas em teorias de agência vêm demonstrando importantes ligações entre os mecanismos de proteção ao acionista e ao credor e a política de dividendos, como La Porta, Lopes-de-Sinales; Shleifer e Vishny (2000); Brockman e Unlu (2009); Byrne e O'Connor (2012; 2017); Shao, Kwok e Guedhami (2013); Seifert e Gonenc (2016); Tran, Alphonse e Nguyen (2017); Chang, Dutta, Saadi e Zhu (2018); Tran (2019); Attig, Ghoul, Guedhami e Zheng (2020). No geral, estes autores defendem que os dividendos são sensíveis às variações das proteções legais do acionista e do credor, cujos interesses comprometem as decisões da empresa. Embora as expectativas dos acionistas sejam por mais dividendos, os credores manifestam suas preferências por menos dividendos, como forma de reduzir o risco de expropriação pelos acionistas. Assim, qualquer alteração na política de dividendos se torna suscetível de alerta por parte dos fornecedores de capital e de dívida, indicando que acionistas e credores possuem interesses opostos nas políticas de dividendos corporativos.

Para explicar a política de distribuição de dividendos, como tratamento dos conflitos de agência, La Porta *et al.* (2000) desenvolvem dois modelos de agência de dividendos, caracterizados como mecanismos de governança: o modelo de resultado (*outcome model*) e o modelo substituto (*substitute model*). O modelo de resultados prevê que as proporções de pagamento de dividendos são mais altas em países com boa proteção jurídica ao acionista; no entanto, em caso de novas oportunidades de crescimento, a taxa de dividendos tende a ser menor. A previsão do modelo substituto é de que os dividendos são mecanismos de

---

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

autorregulação do mercado, que substituem a fraca proteção ao acionista. Em investigação de empresas de diferentes países e com diferentes níveis de direitos dos acionistas minoritários, La Porta *et al.* (2000) encontram evidências que sustentam o modelo de agência de resultado dos dividendos, indicando que empresas instaladas em países com maior proteção do investidor fazem pagamentos de dividendos mais altos, se comparados àquelas instaladas em países com menor proteção.

Sob a perspectiva do credor, Brockman e Unlu (2009) identificam relação positiva entre os fracos direitos dos credores e a baixa distribuição de dividendos, consistente com o modelo substituto. Em contraponto, Byrne e O'Connor (2012) mostram que o modelo de resultado é mais eficaz em países com fortes direitos do credor. De forma similar, os principais resultados de Shao *et al.* (2013) sugerem que o modelo de resultados é mais efetivo para proteção ao credor e o modelo substituto, para proteção ao acionista. Posteriormente, Byrne e O'Connor (2017) concluem que os credores colocam pouca ou nenhuma restrição ao pagamento de dividendos, devido aos seus fortes direitos; em contraste, quando dos direitos fracos, os detentores de dívida restringem as distribuições dos lucros. No entanto, Tran (2019), levando em conta mecanismos de construção de reputação e de pactuação da dívida separadamente, conclui que as informações de crédito e as regras legais, que dão suporte aos ativos móveis, exercem efeitos opostos sobre a políticas de dividendos.

Dentro deste contexto de resultados diversos acerca das consistências dos modelos de agência de dividendos, preditos por La Porta *et al.* (2000), a pergunta desta pesquisa é: como os modelos de resultado (*outcome model*) e de substituição (*substitute model*) contribuem para explicar a política de dividendos, segundo as proteções ao acionista e ao credor? O objetivo é, portanto, testar as efetividades dos modelos de agência de resultado e de substituição, sob as perspectivas do acionista e do credor, levando em conta a existência de novas oportunidades de investimento.

Os resultados são baseados em dados de 18.607 empresas de 40 países, durante o período de 2008 a 2017, para uma amostra construída a partir de Castro, Martins, Schiehl e Terra (2017). As escolhas do período de análise e da amostra utilizada neste artigo são provenientes do trabalho de tese, concluído e defendido no ano de 2019. Deste modo, os principais resultados identificam relação negativa entre direitos do acionista e distribuição de dividendos, sugerindo que firmas instaladas em países com alta proteção ao acionista e com melhores oportunidades de investimento são menos propensas a pagar dividendos, como assim o fazem, indicando as efetividades dos modelos de resultado e de substituição. Sob a perspectiva do credor, os principais resultados mostram também relação negativa entre proteção à dívida e pagamento de dividendo, indicando que, mesmo em condição de alta proteção, o credor restringe o pagamento do dividendo de firmas com maiores oportunidades de investimento e, quando da baixa proteção à dívida, as empresas pagam mais dividendos. Deste modo, é possível concluir que os direitos dos acionistas, e não dos credores, são consistentes com os modelos de resultado e de substituição dos dividendos.

A diferenciação deste artigo se encontra na explicação de agência, na medida em que encontra apoio mais consistente nos modelos de resultado e de substituição para explicar as políticas de dividendos corporativos sob as perspectivas de proteção ao acionista e de proteção ao credor. Deste modo, sua contribuição marginal é estender a análise de La Porta *et al.* (2000), investigando se, efetivamente, os níveis de proteção ao investidor influenciam a política de distribuição dos dividendos corporativos e em qual direção.

Além da introdução, este artigo está organizado da seguinte forma. A Seção 2 descreve a literatura. A Seção 3 apresenta o método. A Seção 4 apresenta e discute os resultados. A Seção 5 conclui o estudo.

## 2. LITERATURA

### 2.1 MODELOS DE RESULTADO E DE SUBSTITUIÇÃO SOB A PERSPECTIVA DO ACIONISTA

Os modelos de resultado e de substituição constituem a base para as formulações das hipóteses deste artigo. Para o desenvolvimento destes modelos, La Porta *et al.* (2000), consideram as origens das leis comerciais: o direito consuetudinário (*common law*), cujas leis são feitas por juízes e incorporadas à legislatura; e o direito civil (*civil law*), que deriva do direito romano, cujas leis são elaboradas por legisladores. As leis civis fornecem direitos mais fracos aos acionistas e aos credores em relação às leis comuns.

O modelo de resultado prevê que os dividendos são resultado de um sistema de proteção legal ao acionista minoritário, cujos poderes são utilizados para forçar as empresas a devolverem dinheiro. Assim, os dividendos procedem de uma proteção jurídica mais forte para os acionistas minoritários, haja vista que os acionistas pressionam os gestores a pagarem dividendos mais altos em detrimento ao uso indevido de caixa por parte destes. Sob outra visão, este modelo aceita que, em países com boa proteção aos acionistas, empresas com melhores oportunidades de investimento devem ter menores proporções de pagamento de dividendos. Isto porque, quando o acionista está bem protegido, aceita baixos pagamentos de dividendos e altos índices de reinvestimento de uma empresa com boas oportunidades porque consideram que, quando os investimentos derem bons frutos, maiores níveis de dividendos podem ser pagos. Contrariamente, se a proteção ao acionista for frágil, não se pode esperar a mesma relação entre pagamento e crescimento, haja vista que, sob tal condição, a opção do acionista é por dividendo (LA PORTA *et al.*, 2000).

Sob as previsões do modelo de substituição, as firmas substituem os fracos direitos dos acionistas por altos dividendos, constituídos como mecanismos de autorregulação e como substitutos para a proteção legal. Esta situação é mais evidente em sistemas de governança fracos e em países de direito civil, cuja visão se baseia na necessidade das firmas de alcançar e/ou manter reputação para adquirir recursos em condições favoráveis no mercado de capital externo (LA PORTA *et al.*, 2000; BROCKMAN e UNLU, 2009). Deste modo, uma forma de alcançar e/ou manter tal reputação é pagando dividendos, reduzindo os recursos passíveis de expropriação pelos agentes internos. Assim, firmas com melhores perspectivas de investimento têm maiores incentivos para estabelecer uma reputação, desde que tenham potencial necessidade por fundos externos, mantendo-se inalterados os demais fatores. Como consequência, estas empresas pagam mais dividendos se comparadas àquelas com menores expectativas de crescimento (LA PORTA *et al.*, 2000). Esta visão implica que, mantendo-se inalterados os demais fatores, o pagamento das proporções de dividendos deve ser mais alto em países com fraca proteção legal a acionistas em comparação àqueles países com forte proteção.

Em teste com 4.000 empresas de 33 países, com diferentes níveis de direitos dos acionistas minoritários, La Porta *et al.* (2000) encontram evidências que sustentam o modelo de agência de resultado dos dividendos. Ou seja, empresas em países de direito consuetudinário, cuja proteção do investidor é tipicamente melhor, fazem pagamentos de dividendos mais altos, se comparados àquelas empresas em países de direito civil. No entanto, quando da existência de investimentos, em países de direito consuetudinário, empresas de alto crescimento fazem pagamentos de dividendos mais baixos do que empresas de baixo crescimento. Em contraponto, La Porta *et al.* (2000) apresentam uma importante objeção às análises encontradas em seus modelos. Segundo os autores, talvez a evidência de pagamentos de dividendos em países com fraca proteção ao acionista possa presumir maior dependência de financiamento por dívida. Isto porque La Porta *et al.* (1997) testam a validade desta objeção incluindo uma medida de débito financeiro nas regressões, cujos resultados encontrados são positivos, embora insignificantes.

## 2.2 MODELOS DE RESULTADO E DE SUBSTITUIÇÃO SOB A PERSPECTIVA DO CREDOR

Pesquisas de direito e de finanças vêm mostrando que os custos da dívida e as distribuições de dividendos são também moldados pela proteção legal ao credor (SHAO *et al.*, 2013). 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, em nível de país, os gestores têm maior probabilidade de restringir a distribuição dos lucros para garantir a reputação da empresa com o mercado de crédito. 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. Como consequência, tanto os acionistas quanto os gestores são mais propensos a concordar com restrições de dividendos 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 exercem maior influência sobre a política de dividendos corporativos que os acionistas. Os resultados mostram que o modelo de resultado é mais eficaz em países com fortes direitos do credor. Deste modo, quando os direitos dos credores são fracos, os credores solicitam e as firmas consentem a redução dos dividendos. Além disto, quando a proteção à dívida é fraca, a probabilidade de pagamento do dividendo e o pagamento em si são muito baixos, mesmo quando os direitos do acionista são fortes. Os resultados ainda mostram coeficientes positivos, altos e significativos sobre os direitos dos acionistas quando os direitos dos credores são fortes. Posteriormente, Byrne e O'Connor (2017), analisando as influências das interações dos direitos credor e da cultura do país sobre os dividendos, corrobora seus resultados anteriores, ao identificarem que os credores colocam pouca ou nenhuma restrição ao pagamento de dividendos, devido aos seus fortes direitos; em contraste, quando dos direitos fracos, os detentores de dívida restringem as distribuições dos lucros.

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. Em contraponto, Tran (2019), levando em conta mecanismos de construção de reputação e de pactuação da dívida separadamente, conclui que as informações de crédito e as regras legais, que dão suporte aos ativos móveis, exercem efeitos opostos sobre as políticas de dividendos.

Deste modo, a partir das variadas constatações acerca das consistências dos modelos de resultado e de substituição sob as perspectivas das proteções ao acionista e ao credor, este artigo formula quatro hipóteses, conforme seguem.

*H1: Segundo o modelo de resultados, em países com melhor proteção ao acionista, empresas com melhores oportunidades de investimento apresentam menor distribuição de dividendos.*

*H2: Segundo o modelo de resultados, em países com melhor proteção ao credor, empresas com melhores oportunidades de investimento apresentam maior distribuição de dividendos.*

*H3: Segundo o modelo de substituição, em países com pior proteção ao acionista, empresas com melhores oportunidades de investimento apresentam maior distribuição de dividendos.*

*H4: Segundo o modelo de substituição, em países com pior proteção ao credor, empresas com melhores oportunidades de investimento apresentam menor distribuição de dividendos.*

### 3. MÉTODO

#### 3.1 FONTES DE DADOS E SELEÇÃO DA AMOSTRA

Para as variáveis em nível de país, os dados são extraídos da base *World Bank*; em nível corporativo, da base *Capital IQ*. O período de análise compreende os exercícios de 2008 a 2017. A amostra é construída a partir de Castro, Martins, Schiehl e Terra (2017), que investigam as influências dos mecanismos de proteção ao acionista e ao credor sobre os financiamentos interno e externo de 8.573 empresas listadas em 41 países no período de 2005 a 2014. No entanto, da amostra de Castro *et al.* (2017), este estudo exclui a África do Sul e o Equador, por insuficiência de dados em nível de país, e inclui a China, dada sua representatividade econômica, correspondendo a um total de 40 países. As escolhas do período de análise e da amostra são oriundas do trabalho de tese da autora, concluído e defendido no ano de 2019.

As empresas constantes da amostra são aquelas listadas publicamente, com dados financeiros consolidados e disponíveis no período de análise. No entanto, são excluídas empresas pertencentes ao setor financeiro porque, ao contrário de empresas não financeiras, os bancos possuem inúmeras partes interessadas, além de acionistas e credores, como os depositantes e o governo, cuja complexidade do negócio restringe a capacidade dos depositantes e dos detentores de dívida de monitorar as atividades do banco (ASHRAF e ZENG, 2015). Após a aplicação do filtro, a amostra final é composta por 18.607 empresas de capital aberto de 40 países.

O Quadro 1 apresenta os países constantes da amostra, o número de empresas e a origem legal por país.

**Quadro 1** - Amostra do estudo

País	Número de empresas	Origem legal	País	Número de empresas	Origem legal
Alemanha	442	Civil	Indonésia	178	Civil
Argentina	23	Civil	Irlanda	72	Consuetudinário
Austrália	1.599	Consuetudinário	Itália	138	Civil
Áustria	52	Civil	Israel	192	Consuetudinário
Bélgica	76	Civil	Japão	1.224	Civil
Brasil	193	Civil	Jordânia	66	Civil
Canadá	2.552	Consuetudinário	Malásia	727	Consuetudinário
China	1.804	Consuetudinário*	México	55	Civil
Colômbia	26	Civil	Noruega	125	Civil
Coreia do Sul	577	Civil	Nova Zelândia	28	Consuetudinário
Dinamarca	104	Civil	Peru	27	Civil
Egito	66	Civil	Portugal	28	Civil
Espanha	96	Civil	Reino Unido	1.137	Consuetudinário
Estados Unidos	3.169	Consuetudinário	Singapura	438	Consuetudinário
Filipinas	136	Civil	Sri Lanka	106	Consuetudinário
Finlândia	104	Civil	Suécia	602	Civil
França	389	Civil	Suíça	174	Civil
Grécia	63	Civil	Tailândia	451	Consuetudinário
Holanda	133	Civil	Taiwan	1.015	Civil
Hong Kong	141	Consuetudinário	Turquia	79	Civil

Fonte: Elaboração própria.

Os países desenvolvidos, em sua maior parte, são de direito consuetudinário, enquanto os países emergentes, de direito civil. Além disso, das empresas constantes da amostra, 50% estão instaladas nos Estados Unidos, Canadá, China e Austrália.

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

### 3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES

Considerando os dados contábeis de países com diferentes padrões de contabilidade, são quatro as medidas de dividendos adotadas como variáveis dependentes. A primeira variável é *Dividendos/Lucro Líquido (DIVLL)*, conhecida como *payout*; a segunda, *Dividendos/Fluxo de Caixa Operacional (DIVFCO)*, 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; a terceira variável é *Dividendos/Patrimônio Líquido (DIVPL)*; e, por fim, a quarta, é *Dividendos/Ativo Total (DIVAT)*.

O Quadro 2 apresenta as descrições destas variáveis dependentes e suas respectivas fontes e referências.

**Quadro 2** - Variáveis dependentes

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 <i>Dividendos/Lucro Líquido<sub>t</sub></i>	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 <i>Dividendos/Fluxo de Caixa Operacional<sub>t</sub></i>	Capital IQ	
<i>DIVPL</i>	Relação entre Dividendos mais Juros sobre Capital Próprio mais Recompra de ações e Patrimônio Líquido, representado por <i>Dividendos/Patrimônio Líquido<sub>t</sub></i>	Capital IQ	
<i>DIVAT</i>	Relação entre Dividendos mais Juros sobre Capital Próprio mais Recompra de ações e Valor de Mercado, representado por <i>Dividendos/Ativo Total<sub>t</sub></i>	Capital IQ	

Fonte: Elaboração própria.

A utilização dos dados referentes às recompras de ações, para compor a variável Dividendo, é explicada por ser uma forma de pagamento ao acionista, da mesma forma que dividendos e juros sobre o capital próprio.

### 3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

As variáveis independentes em nível de país são (a) *Direitos do Acionista (DAC)*; (b) *Direitos do Credor (DCR)*<sup>1</sup>; (c) *Origem Legal do País (OL)* e (d) *Tributação (T)*. O direito do acionista (*DAC*) mede a posição relativa de uma economia em relação a outras economias no indicador de proteção aos investidores minoritários, com pontuação variando de 0 a 100, cuja constituição metodológica é feita por indicadores que contemplam as extensões do índice de regulação dos conflitos de interesses e do índice de governança dos acionistas. O direito do credor (*DCR*) mede a posição relativa de uma economia em relação a outras economias no indicador de crédito de obtenção, cuja pontuação também varia de 0 a 100 e sua formação metodológica agrega indicadores que tratam da força legal do credor e do nível de profundidade da informação sobre a qualidade do crédito. Para a variável Origem Legal (*OL*), utilizam-se *dummies*, sendo países de direito civil igual a 1 e de direito consuetudinário, igual a 0. Em relação à variável Tributação (*T*), são consideradas duas abordagens contraditórias: a primeira estipula que a tributação é relevante, tendo o acionista acesso a uma variedade de estratégias de prevenção que o permita escapar das taxas sobre dividendos; a segunda, conhecida por nova visão de taxas de dividendos, prevê que o dinheiro deve ser devolvido ao acionista como dividendo ou ganho de capital, cuja tributação ocorrerá quando do pagamento, o que não impede o pagamento do dividendo.

<sup>1</sup> Devido a restrições de espaço, as definições metodológicas para as construções dos índices e sub-índices *DAC* e *DCR* estão disponíveis mediante solicitação.

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

Para dar suporte aos modelos, as variáveis independentes em nível corporativo são: (a) *Oportunidade de Investimento (OPINV)*, por constituir variável-chave dos modelos de resultado e de substituição; (b) *Endividamento (ENDIV)*, para explicar o efeito da dívida sobre os dividendos, conforme ponderado por Seifert e Gonenc (2016); (c) *Tamanho (TAM)*, por também constituir variável importante dos modelos preditos por La Porta *et al.* (2000); (d) *Caixa (CASH)*, levando em conta o efeito da economia de caixa interna sobre o dividendo; (e) *Rentabilidade sobre Ativo (ROA)*; 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**

Variável independente	Descrição	Fonte	Referência
<i>DAC (+/-)</i>	Direitos dos acionistas. Medida do nível de proteção ao acionista minoritário, onde valores absolutos acima da mediana são considerados alta proteção e valores iguais e abaixo da mediana, baixa proteção.	Doing Business World Bank	- Castro <i>et al.</i> (2017)
<i>DCR (+/-)</i>	Direitos dos credores. Medida do nível de proteção ao credor, onde valores absolutos acima da mediana são considerados alta proteção e valores iguais e abaixo da mediana, baixa proteção.	Doing Business World Bank	- Castro <i>et al.</i> (2017)
<i>OL (+/-)</i>	Origem legal do país. Medida de qualidade do acionista, sendo Civil = 1 e Consuetudinário = 0.	La Porta <i>et al.</i> (2000)	- La Porta <i>et al.</i> (2000)
<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)
<i>OPINVI* (+/-)</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)
<i>OPINV2* (+/-)</i>	Oportunidade de investimento no período anterior, representada pelo logaritmo natural do crescimento das vendas anuais e medida por $\ln(\text{Vendas}_t/\text{Vendas}_{t-1})$ .	Capital IQ	
<i>ENDIV (+/-)</i>	Endividamento, representada pela relação dívida e ativo total ( $\text{Dívida}_t/\text{AT}_t$ )	Capital IQ	- Shao <i>et al.</i> (2013) - Tran (2017; 2019)
<i>TAM (+)</i>	Tamanho da firma, representada pela relação ativo total e ativo total do período anterior ( $\text{AT}_t/\text{AT}_{t-1}$ )	Capital IQ	- Shao <i>et al.</i> (2013) - Tran (2017; 2019)
<i>ROA (+)</i>	Retorno sobre os ativos, representado pela relação lucro líquido e ativo total ( $\text{LL}_t/\text{AT}_t$ )	Capital IQ	- Brockman e Unlu (2009) - Tran (2017; 2019)
<i>CASH (+/-)</i>	Caixa, representada pela relação caixa mais equivalentes e ativo total ( $\text{Caixa}_t/\text{AT}_t$ )	Capital IQ	- Brockman e Unlu (2009) - Shao <i>et al.</i> (2013) - Tran (2017; 2019)
<i>LR (-)</i>	Lucros retidos, representada pela relação lucros retidos do período e ativo total ( $\text{LR}_t/\text{AT}_t$ )	Capital IQ	- Brockman e Unlu (2009) - Shao <i>et al.</i> (2013) - Tran (2017; 2019)



Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

<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> (1998; 2000) - Brockman e Unlu (2009) - Shao <i>et al.</i> (2013) - Castro <i>et al.</i> (2017)
------------	---	------------	---

\*A variável *OPINV1* é utilizada nos modelos Tobit e a variável *OPINV2*, nos modelos MMG  
Fonte: Elaboração própria.

### 3.4 MODELOS ECONOMETRÍCOS

As especificações econométricas se baseiam nas suposições de que as políticas corporativas de dividendos são influenciadas pelos níveis de proteção ao acionista e ao credor, considerando a existência de novas oportunidades de investimentos. Para tanto, os modelos são estimados por regressões Tobit, incluindo dummies de indústria e de ano para controlar os respectivos fatores específicos, e pelo Método de Momentos Generalizados (MMG), que, segundo Arellano e Bond (1991), é um método que permite encontrar um estimador consistente com um mínimo de restrições sobre os momentos, de forma a construir instrumentos que atendam as defasagens de variáveis dependentes e não exógenas. A condição fundamental de identificação para o modelo MMG é a estrita exogeneidade de algumas variáveis explicativas com efeitos individuais não observáveis. Blundell e Bond (2000) mostram que os distúrbios dos efeitos não observáveis das variáveis exógenas podem ser reduzidos por meio de um estimador MMG estendido, em que as primeiras diferenças das séries também são utilizadas como instrumentos para as equações de nível.

Os modelos econométricos são apresentados no Quadro 4.

**Quadro 4** – Modelos econométricos

$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OL_{it} + \beta_2 DAC_{it} + \beta_3 DCR_{it} + \beta_4 T_{it} + \beta_5 OPINV1_{it} + \beta_6 OL_{it} * OPINV1_{it} + \beta_7 DAC_{it} * OPINV1_{it} + \beta_8 DCR_{it} * OPINV1_{it} + \epsilon_{it}$	(1)
$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OL_{it} + \beta_2 DAC_{it} + \beta_3 DCR_{it} + \beta_4 T_{it} + \beta_5 OPINV1_{it} + \beta_6 OL_{it} * OPINV1_{it} + \beta_7 DAC_{it} * OPINV1_{it} + \beta_8 DCR_{it} * OPINV1_{it} + \beta_9 ENDIV_{it} + \beta_{10} TAM_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} CASH_{it} + \beta_{13} LR_{it} + \epsilon_{it}$	(2)
$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAC_{it} + \beta_2 DCR_{it} + \epsilon_{it}$	(3)
$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAC_{it} * OPINV1_{it} + \beta_2 DCR_{it} * OPINV1_{it} + \epsilon_{it}$	(4)
$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OL_{it} + \beta_2 DAC_{it} + \beta_3 DCR_{it} + \beta_4 T_{it} + \beta_5 OPINV2_{it} + \beta_6 OL_{it} * OPINV2_{it} + \beta_7 DAC_{it} * OPINV2_{it} + \beta_8 DCR_{it} * OPINV2_{it} + \beta_9 ENDIV_{it} + \beta_{10} TAM_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} CASH_{it} + \beta_{13} LR_{it} + \epsilon_{it}$	(5)
<p>Onde:</p> <p><math>DIV_{it}</math> = Dividendo</p> <p><math>OL_{it}</math> = Origem legal do país (+/-)</p> <p><math>DAC_{it}</math> = Direitos do acionista (+/-)</p> <p><math>DCR_{it}</math> = Direitos do credor (+/-)</p> <p><math>T_{it}</math> = Tributação (+/-)</p> <p><math>OPINV1_{it}</math> = Oportunidade de investimento (+/-)</p> <p><math>OPINV2_{it}</math> = Oportunidade de investimento defasada em um ano (+/-)</p> <p><math>ENDIV_{it}</math> = Endividamento (+/-)</p> <p><math>TAM_{it}</math> = Tamanho (+)</p> <p><math>ROA_{it}</math> = Retorno sobre o ativo (+)</p> <p><math>CASH_{it}</math> = Caixa (+/-)</p> <p><math>LR_{it}</math> = Lucros retidos (-)</p>	

Fonte: Elaboração própria.

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

Na Equação 1, utilizada no modelo Tobit, as variáveis de interesse são *Origem Legal (OL)*, *Direito do Acionista (DAC)*, *Direito do Credor (DCR)*, *Oportunidade de Investimento (OPINV)*, além das interações das variáveis *OL*, *DAC* e *DCR* com *OPINV* (*OLOPINV*; *DACOPIN* e *DCROPINV*), de forma a testar conjuntamente os efeitos da origem legal, dos níveis de proteção ao acionista e ao credor e das oportunidades de investimento sobre os dividendos. Na Equação 2, também utilizada na estimação Tobit, acrescentam-se variáveis corporativas, de forma a controlar as características específicas da empresa. As relações esperadas (positivas e/ou negativas) das variáveis são apresentadas pelos respectivos sinais, dispostos ao lado da descrição de cada variável. As Equações 3, 4 e 5 são utilizadas nas estimações MMG.

## 4. RESULTADOS EMPÍRICOS

### 4.1 ESTATÍSTICAS RESUMIDAS E EMPRESAS POR INDÚSTRIA

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis.

**Tabela 1** – Estatísticas descritivas das variáveis

Variável	N	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<i>DAC</i>	186.070	67,76	13,54	30,00	96,67
<i>DCR</i>	186.070	75,62	17,22	12,50	100,00
<i>T</i>	186.070	0,81	0,16	0,56	1,08
<i>DIVLL</i>	186.070	0,19	0,40	-0,40	1,31
<i>DIVFCO</i>	186.070	0,12	0,28	-0,36	0,91
<i>DIVPL</i>	186.070	0,04	0,09	-0,01	0,39
<i>DIVAT</i>	186.070	0,01	0,02	-0,01	0,07
<i>OPINV1</i>	185.372	0,07	0,50	-15,77	16,05
<i>OPINV2</i>	185.201	0,13	0,66	-15,65	16,28
<i>ENDIV</i>	186.070	0,17	0,19	0,00	0,60
<i>TAM</i>	186.070	0,05	0,22	-0,38	0,64
<i>ROA</i>	185.886	-1,26	11,75	-38,80	12,16
<i>CASH</i>	185.990	0,15	0,20	-0,25	0,92
<i>LR</i>	186.070	0,00	0,04	-0,98	0,95

Fonte: Elaboração própria.

Os dados da Tabela 1 mostram maior nível de proteção ao credor (75,62) em relação ao acionista (67,72), indicando, em conformidade com La Porta *et al.* (1997; 2000); Brockman e Unlu (2009); Byrne e O'Connor (2012; 2017); Shao *et al.* (2013); Seifert e Gonenc (2016); Chang *et al.* (2018) e Tran (2019), que os credores têm muitos poderes, podendo, possivelmente, influenciar decisões corporativas, como a distribuição de dividendos. O valor médio de uma unidade monetária de ganho em dividendo em relação ao ganho de capital (*T*) é de 0,81, valor próximo à média encontrada por La Porta *et al.* (2000) – 0,83, indicando certa proximidade entre ganho em dividendo e ganho de capital. Em relação à medida *payout (DIVLL)* é maior, se comparada às demais medidas de dividendos (*DIVFCO*; *DIVPL*; *DIVAT*), levando em conta sua constituição algébrica. Os níveis de oportunidade de investimento (*OPINV1*) apresentam média menor que o período anterior (*OPINV2*) ao pagamento do dividendo, o que, possivelmente, pode ser uma razão da maior distribuição do lucro. O nível médio de endividamento (*ENDIV*) das firmas é 17%, com crescimento médio (*TAM*) de 5%. Shao *et al.* (2013) encontram 50%, em nível de endividamento, e 8,5%, em crescimento médio, das firmas analisadas. Tran (2019) encontra 10,67% para endividamento e 9,9%. A rentabilidade média (*ROA*) é de -1,26, indicando que firmas com lucros negativos também pagam dividendos. Brockman e Unlu (2009) encontram rentabilidade média das firmas de 1,5% e Tran (2019), 5,61%. Os níveis médios de caixa (*CASH*) são de 15% em relação ao total do ativo da firma, próximos àqueles achados por Shao *et al.* (2013) – 14,6% – e Tran (2019) –

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

14,97%. Brockman e Unlu (2009) encontram níveis médios de caixa de 8%. Por fim, a retenção média do lucro é de 0%, sendo que Brockman e Unlu (2009) encontram média de 6,8%; Shao *et al.* (2013), -5%; e Tran (2019), 21,83%.

A Tabela 2 apresenta o número de empresas por indústria.

**Tabela 2** – Empresas por indústria

Classificação da indústria	Código SIC	Número de empresas
Agricultura, Silvicultura, Caça e Pesca	01-09	717
Mineração (ferro, ouro, cobre, prata etc)	10-12	1.726
Petróleo e Gás Natural	13	707
Mineração Não-Metálica	14	110
Construções	15-17	459
Indústria Manufatureira	20-39	8.041
Transporte e Armazenagem	40-47	480
Comunicação	48	361
Utilidades	49	418
Comércio Atacadista/Varejista	50-59	1.428
Câmbio, Seguro, Arrendamento, Holding	62-67	1.400
Hotelaria	70	129
Serviços Comerciais, Automotivos e Entretenimento	72-79	2.009
Saúde, Assistência Social e Educação	80-82	216
Serviços de Engenharia	87	298
Outros Serviços	99	108
<b>Total</b>		<b>18.607</b>

Fonte: Elaboração própria.

Os dados da Tabela 2 mostram que a indústria manufatureira predomina com o total de 8.041 empresas da amostra, seguida por serviços comerciais, automotivos e entretenimento (2.009), por mineração (1.726) e por comércio atacadista/varejista (1.428).

## 4.2 MODELOS ECONOMETRÍCOS

### 4.2.1 Proteções ao acionista e ao credor e pagamentos de dividendos: estimações Tobit

Os resultados desta seção são apresentados no Apêndice A. Os coeficientes negativos e altamente significativos das variáveis *OL* e *OLPINVI*, em todas as especificações das medidas de dividendos, sugerem que empresas instaladas em países de direito civil e com boas oportunidades de investimento reduzem a distribuição dos dividendos. É importante ressaltar que os países de origem civil possuem mercados de capitais e sistemas financeiros menos desenvolvidos (LA PORTA *et al.* 2000), aumentando, possivelmente, a dificuldade de acesso à capitalização externa, provocando a retenção do lucro e, conseqüentemente, a redução do dividendo. Além disto, em países de direito civil, as necessidades de firmas manterem reputação com o mercado de crédito é mais evidente (LA PORTA *et al.*, 2000; BROCKMAN e UNLU, 2009), o que, possivelmente, motiva a redução do dividendo.

Em relação à variável *OPINVI*, quando analisada isoladamente, mostra relação positiva com o pagamento do dividendo, com exceções dos Modelos 7 e 8, em conformidade com o modelo de substituição. Sob esta visão, firmas com melhores perspectivas de crescimento também possuem maior incentivo para estabelecer uma reputação com o mercado de capitais, em caso de necessidade de mais recursos externos. Como consequência, empresas com maiores oportunidades de investimento escolhem proporções mais altas de dividendos, se comparadas àquelas com menores expectativas de crescimento. O coeficiente negativo e significativo da variável *DAC*, quando analisada individualmente, também suporta o modelo de substituição, indicando que o baixo nível de proteção ao acionista provoca aumentos dos dividendos porque as firmas substituem os fracos direitos dos acionistas por altos dividendos, constituídos como mecanismos de autorregulação e substitutos para a proteção legal. Uma forma de manter tal

reputação é pagando dividendos, reduzindo os recursos passíveis de expropriação pelos agentes internos. Estes resultados são consistentes com a Hipótese H3 deste artigo.

No entanto, a interação direito do acionista e oportunidade de investimento (*DACOPINV*), variável de interesse deste estudo, apresenta coeficientes negativos e altamente significativos em todas as medidas de dividendos, indicando, inclusive, a efetividade do modelo de resultados. Ou seja, quando da interação direito do acionista e aumento da oportunidade de investimento, o pagamento de dividendos é reduzido. Estes resultados são consistentes com a Hipótese H1, além de estarem em conformidade com La Porta *et al.* (2000). Assim sendo, devido à alta proteção ao capital e às novas oportunidades de investimento, as empresas pagam menores dividendos porque o acionista está disposto a esperar por maiores pagamentos de dividendos no futuro; inversamente, quando o nível de proteção ao capital reduz, o acionista, com boas oportunidades de investimento corporativo, exige maiores distribuições do lucro.

Quanto às variáveis *DCR* e *DCROPINVI*, seus coeficientes negativos e significativos, em todos os modelos, revelam que empresas de países com alta proteção ao credor, mesmo com boas oportunidades de investimento, pagam menos dividendos. Estes resultados não sustentam as Hipóteses H2 e H4 deste artigo e não convergem com Brockman e Unlu (2009), Byrne e O'Connor (2012) e Shao *et al.* (2013). No entanto, estes achados sugerem que os gerentes operam em ambientes cuja alta proteção à dívida restringe os pagamentos dos dividendos, convergindo com os resultados de Tran (2019). Ou seja, mesmo em caso de alta proteção ao credor, as empresas distribuem menores dividendos. Os achados de Chae, Kim e Lee (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, Smith e Sufi (2009), ao afirmarem que credores com direitos fortes normalmente controlam, monitoram e restringem as decisões de investimento e de financiamento das empresas.

Em relação à variável que mede a tributação (*T*) sobre os dividendos, em todas as especificações do Apêndice A, seus coeficientes positivos e altamente significativos sugerem evidências a favor da nova visão dos dividendos, cujas taxas de pagamentos já se encontram capitalizadas no valor da firma e, por consequência, influenciam positivamente a política de dividendos. La Porta *et al.* (2000) também encontram coeficientes positivos desta variável, em seus modelos, embora não significativos.

Quanto às variáveis em nível de firma, existem relações positivas e significativas entre os valores de dividendos, tamanho (*TAM*) e rentabilidade (*ROA*). Estes resultados também permitem inferir que empresas maiores e mais rentáveis distribuem mais dividendos. De forma contrária, identificam-se relações negativas entre dividendos, endividamento (*ENDIV*), caixa (*CASH*) e lucros retidos (*LR*), sendo que os coeficientes negativos significativos destes últimos são identificados apenas nos modelos cujas medidas de dividendo consideram o patrimônio líquido (*DIVPL*) e o ativo total da empresa (*DIVAT*). É importante levar em consideração que os coeficientes negativos da variável *ENDIV* sobre os dividendos indicam, inclusive, os efeitos negativos da capitalização via dívida sobre a distribuição do lucro. Os sinais destas variáveis de controle são consistentes com as expectativas.

Sob tais constatações, os resultados confirmam as Hipóteses H1 e H3 deste artigo, sugerindo que firmas instaladas em países com alta proteção ao acionista e com melhores oportunidades de investimento pagam menos dividendos, indicando maiores evidências da efetividade do modelo de resultado, sob fortes direitos do acionista, e do modelo de substituição, sob fracos direitos do acionista. Os achados desta seção contribuem e ampliam La Porta *et al.* (2000), embora inconsistentes com Brockman e Unlu (2009), Byrne e O'Connor (2012), Shao *et al.* (2013) e Tran (2019), por não apresentarem evidências de aumentos dos

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

dividendos quando do aumento da proteção ao credor. Além disto, não é possível perceber que os pagamentos dos dividendos sejam mais sensíveis aos direitos do credor em comparação aos direitos do acionista, mas ambos exercem igualmente efeitos negativos e significativos sobre a distribuição do dividendo. Esta situação sugere que os direitos dos acionistas são mais determinantes e consistentes com os modelos de resultado e de substituição dos dividendos. Uma possível explicação para estes resultados pode estar relacionada com a origem legal do país. Ou seja, como os países de origem civil apresentam mercados de capitais e sistemas financeiros menos desenvolvidos (LA PORTA *et al.* 2000), a dificuldade de acesso à capitalização externa torna o fluxo de caixa interno da empresa a principal fonte de financiamento de seus projetos de investimento, provocando alto grau de retenção dos lucros.

#### 4.2.2 Método de Momentos Generalizados - MMG

Considerando a possibilidade de endogeneidade entre as variáveis explicativas em nível de país, cuja causa seja por omissão de algum regressor relevante ou por erro de medida, emprega-se o MMG.

A Tabela 3 apresenta as regressões MMG com variáveis instrumentos defasadas em um período.

**Tabela 3** – Regressões MMG com variáveis instrumentos defasadas em um período

	<i>DIVLL</i>	<i>DIVFCO</i>	<i>DIVPL</i>	<i>DIVAT</i>
<i>Intercepto</i>	0,6563*** (0,0061)	0,3247*** (0,0043)	0,1288*** (0,0015)	0,0274*** (0,0002)
<i>DAC</i>	-0,0024*** (0,0000)	-0,0013*** (0,0000)	-0,0003*** (0,0001)	0,0001*** (0,0000)
<i>DCR</i>	-0,0039*** (0,0000)	0,0015*** (0,0000)	0,0001*** (0,0000)	0,0001*** (0,0000)
<i>Observações</i>	167.463	167.463	167.463	167.463
<i>AR(1)</i>	0,03	0,03	0,04	0,04
<i>AR(2)</i>	0,31	0,31	0,34	0,34
<i>Teste de Hansen</i>	0,05	0,05	0,05	0,05
<i>Diff-in-Hansen</i>	0,50	0,51	0,49	0,49

Variáveis instrumentadas: *DAC* e *DCR*

Variáveis instrumentos: *DAC<sub>t-1</sub>* e *DCR<sub>t-1</sub>*

Fonte: Elaboração própria

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

Os resultados da Tabela 3 mostram os efeitos negativos e altamente significativos do direito do acionista (*DAC*) e do direito do credor (*DCR*), com instrumentos defasados destas variáveis, sobre todas as medidas de dividendos. Estes resultados apoiam as Hipóteses H1 e H3, reforçando as efetividades dos modelos de resultado e de substituição sob fortes e fracos direitos do acionista, respectivamente. No entanto, estes achados não suportam as Hipóteses H2 e H4. Assim, a expectativa de aumento do dividendo, a partir da alta proteção ao credor, também não é confirmada nesta seção.

Em seguida, levando em conta a necessidade de captar os efeitos das interações direito do acionista e oportunidade de investimento e direito do credor e oportunidade de investimento sobre a distribuição do dividendo, a Tabela 4 apresenta as regressões MMG com instrumentos das variáveis Origem Legal (*OL*) e Tamanho (*TAM*), dadas suas reconhecidas representatividades na determinação da política de dividendos corporativos, como defendido por La Porta *et al.* (2000). Os resultados também confirmam os efeitos negativos dos direitos do acionista e do credor sobre os dividendos, em caso de novas oportunidades de investimento, mesmo sob perspectivas distintas, a partir dos modelos de resultado e de substituição.

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

**Tabela 4** – Regressões MMG com instrumentadas *OPINVDAC* e *OPINVDCR* e instrumentos *OL* e *TAM*

	<i>DIVLL</i>	<i>DIVFCO</i>	<i>DIVPL</i>	<i>DIVAT</i>
<i>Intercepto</i>	1,0311*** (0,0529)	0,5264*** (0,0043)	0,2538*** (0,0015)	0,0456*** (0,0002)
<i>DACOPINV</i>	-0,0310*** (0,0026)	-0,0203*** (0,0012)	-0,0116*** (0,0005)	-0,0062*** (0,0000)
<i>DCROPINV</i>	-0,0167*** (0,0017)	-0,0053*** (0,0000)	-0,0021*** (0,0000)	-0,0009*** (0,0000)
<i>Observações</i>	186.070	186.070	186.070	186.070
<i>AR(1)</i>	0,04	0,04	0,04	0,04
<i>AR(1)</i>	0,04	0,04	0,04	0,04
<i>AR(2)</i>	0,33	0,33	0,31	0,31
<i>Teste de Hansen</i>	0,05	0,05	0,05	0,05
<i>Diff-in-Hansen</i>	0,50	0,51	0,52	0,52
Variáveis instrumentadas: <i>OPINVDAC</i> e <i>OPINVDCR</i>				
Variáveis instrumentos: <i>OL</i> e <i>TAM</i>				

Fonte: Elaboração própria

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

A Tabela 5 apresenta as estimações com instrumentos defasados em um período, cujos resultados se diferenciam dos anteriores, com efeitos inconclusivos das variáveis *OLOPINV*, *DACOPINV* e *DCROPINV* sobre os dividendos.

**Tabela 5** – Regressões MMG com instrumentos defasados em um período

	<i>DIVLL</i>	<i>DIVFCO</i>	<i>DIVPL</i>	<i>DIVAT</i>
<i>OL</i>	0,2691*** (0,0687)	0,1232*** (0,0369)	0,0727*** (0,0190)	0,0064*** (0,0015)
<i>DAC</i>	-0,0011*** (0,0003)	-0,0005*** (0,0002)	-0,0001 (0,0001)	0,0000 (0,0000)
<i>DCR</i>	-0,0000 (0,0003)	0,0006*** (0,0001)	0,0000 (0,0000)	0,0002*** (0,0000)
<i>T</i>	0,2866*** (0,0324)	0,1400*** (0,0175)	0,0535*** (0,0089)	0,0123*** (0,0008)
<i>OPINV2</i>	0,0002* (0,0001)	0,0004** (0,0001)	0,0008** (0,0003)	0,0005** (0,0001)
<i>OLPOPINV2</i>	-2,5485 (1,9336)	-1,2245 (1,0395)	-0,6648 (0,5353)	-0,0521 (0,0438)
<i>DACOPINV2</i>	-0,0100 (0,0063)	-0,0033 (0,0034)	-0,0022 (0,0017)	-0,0001 (0,0001)
<i>DCROPINV2</i>	-0,0031 (0,0021)	-0,0011 (0,0009)	0,0009* (0,0005)	-0,0000 (0,0000)
<i>ENDIV</i>	-0,1379 (0,1363)	-0,1351** (0,0731)	-0,0302 (0,0376)	-0,0119*** (0,0031)
<i>TAM</i>	0,0093*** (0,0008)	0,0072*** (0,0004)	0,0008*** (0,0002)	0,0007*** (0,0000)
<i>ROA</i>	0,0084*** (0,0004)	0,0062*** (0,0003)	0,0032*** (0,0002)	0,0028*** (0,0002)
<i>CASH</i>	0,0395 (0,0945)	0,0668 (0,0501)	-0,0488* (0,0258)	-0,0140*** (0,0021)
<i>LR</i>	-0,0009 (0,0445)	0,0118 (0,0233)	0,0127 (0,0102)	0,0013 (0,0016)
<i>Observações</i>	135.415	135.415	135.415	135.415
<i>Instrumentos</i>	13	13	13	13
<i>AR(1)</i>	0,05	0,05	0,05	0,05
<i>AR(2)</i>	0,50	0,52	0,56	0,56
<i>Teste de Hansen</i>	0,04	0,04	0,04	0,04
<i>Diff-in-Hansen</i>	0,45	0,39	0,36	0,36

Fonte: Elaboração própria

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

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

Por fim, os resultados da Tabela 6 confirmam os efeitos negativos das variáveis em nível de país sobre os dividendos corporativos.

**Tabela 6** – Regressões MMG com variáveis instrumentadas *DAC* e *DCR* e instrumentos *OL*, *T*, *OPINV2*, *OLOPINV2*, *DACOPINV2*, *DCROPINV2*, *ENDIV*, *TAM*, *ROA*, *CASH*, *LR*

	<i>DIVLL</i>	<i>DIVFCO</i>	<i>DIVPL</i>	<i>DIVAT</i>
<i>Intercepto</i>	0,5902*** (0,0147)	0,2245*** (0,0105)	0,1045*** (0,0085)	0,0228*** (0,0007)
<i>DAC</i>	-0,0029*** (0,0001)	-0,0013*** (0,0000)	-0,0008*** (0,0001)	-0,0006*** (0,0005)
<i>DCR</i>	-0,0035*** (0,0001)	0,0008*** (0,0007)	0,0007*** (0,0005)	0,0009*** (0,0005)
<i>OL</i>	-0,0950*** (0,0032)	0,0354*** (0,0023)	0,0227*** (0,0020)	-0,0043*** (0,0001)
<i>T</i>	0,0370*** (0,0082)	0,0427*** (0,0058)	0,0235*** (0,0019)	0,0036*** (0,0004)
<i>OPINV2</i>	0,0037** (0,0019)	0,0025** (0,0014)	0,0014** (0,0003)	0,0002** (0,0001)
<i>OLPOPINV2</i>	-0,0245*** (0,0045)	-0,0130*** (0,0031)	-0,0048 (0,0013)	-0,0004** (0,0002)
<i>DACOPINV2</i>	-0,0000*** (0,0000)	-0,0000*** (0,0000)	-0,0002*** (0,0000)	-0,0009*** (0,0001)
<i>DCROPINV2</i>	-0,0003*** (0,0001)	-0,0002*** (0,0001)	-0,0003*** (0,0001)	-0,0004*** (0,0001)
<i>ENDIV</i>	-0,0267*** (0,0062)	-0,0560*** (0,0044)	-0,0303*** (0,0076)	-0,0071*** (0,0002)
<i>TAM</i>	0,0317*** (0,0054)	0,0646*** (0,0041)	0,0108*** (0,0022)	0,0051*** (0,0005)
<i>ROA</i>	0,0084*** (0,0004)	0,0053*** (0,0000)	0,0022*** (0,0003)	0,0005*** (0,0002)
<i>CASH</i>	0,0072*** (0,0046)	0,0305*** (0,0036)	0,0048*** (0,0009)	-0,0063*** (0,0003)
<i>LR</i>	-0,0127 (0,0222)	0,0005 (0,0017)	0,0007 (0,0011)	0,0001 (0,0014)
<i>Observações</i>	141.604	141.604	141.604	141.604
<i>AR(1)</i>	0,06	0,06	0,06	0,06
<i>AR(2)</i>	0,49	0,50	0,51	0,50
<i>Teste de Hansen</i>	0,04	0,04	0,04	0,04
<i>Diff-in-Hansen</i>	0,42	0,39	0,37	0,39

Variáveis instrumentadas: *DAC* e *DCR*

Variáveis instrumentos: *OL*, *T*, *OPINV2*, *OLOPINV2*, *DACOPINV2*, *DCROPINV2*, *ENDIV*, *TAM*, *ROA*, *CASH*, *LR*.

Fonte: Elaboração própria

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

Em termos gerais, os resultados encontrados apoiam as Hipóteses H1 e H3, reforçando as efetividades dos modelos de resultado e de substituição sob fortes e fracos direitos do acionista, respectivamente. No entanto, estes achados não sustentam as Hipóteses H2 e H4. Assim, a expectativa de aumento do dividendo, a partir da alta proteção ao credor, também não é confirmada nesta seção. Uma possível explicação para este resultado é a de que, como forma de garantir a redução do nível de risco, o detentor da dívida, mesmo sob alta proteção, exige a redução do pagamento do dividendo. Em contraponto, em caso de baixa proteção à dívida, é possível que as firmas distribuam mais dividendos para garantir a reputação com o acionista.

As estimativas MMG confirmam, em sua maioria, as descobertas anteriores deste artigo, apoiando as efetividades dos modelos de resultados e de substituição, sob alta proteção e baixa proteção ao acionista, respectivamente. Em relação ao credor, os sinais dos coeficientes e suas

respectivas significâncias semelhantes àqueles encontrados para o acionista 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 como forma de garantir a reputação com o mercado de capitais, devido à possível fragilidade do mercado de crédito. Estes resultados apresentam fortes evidências de que os modelos de resultado e de substituição são coerentes com os níveis de proteção ao acionista.

## 5. CONCLUSÃO

Este artigo investiga os efeitos da proteção ao investidor sobre as políticas corporativas de dividendos, estendendo para o credor as análises dos modelos de agência de resultado e de substituição, com dados baseados em 18.607 empresas de 40 países, durante o período de 2008 a 2017. No geral, os resultados indicam que firmas instaladas em países com alta proteção ao acionista e com melhores oportunidades de investimento são menos propensas a pagar dividendos, como também o fazem, indicando maior efetividade dos modelos de resultado e de substituição, sob a perspectiva do direito do acionista, mas não do credor. Isto porque os sinais negativos dos coeficientes das variáveis relacionadas ao direito do credor e ao endividamento, em todos os modelos utilizados, permitem inferir que, em condição de alta proteção, o credor restringe o pagamento do dividendo e, inversamente, em baixa proteção à dívida, as empresas pagam mais dividendos.

Os resultados deste artigo ampliam os achados de La Porta *et al.* (2000), embora 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. Ao contrário destes autores, não é possível perceber que os pagamentos dos dividendos são mais sensíveis aos direitos do credor em comparação aos direitos do acionista, mas ambos exercem igualmente efeitos negativos e significativos sobre a distribuição do dividendo. Esta situação sugere que os direitos dos acionistas são mais determinantes e consistentes com os modelos de resultado e de substituição dos dividendos.

No entanto, não se identificou a existência de obrigações contratuais aplicadas pelos credores aos tomadores de crédito (*covenants*), como mecanismo de imposição aos dividendos. Assim, 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

- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- ASHRAF, B. N.; ZHENG, C. Z.. Shareholder protection, creditor rights and bank dividend policies. **China Finance Review International**, v. 5, n.2, p.161-186, 2015.
- ATTIG, N.; GHOUL, S. E.; GUEDHAMI, O.; ZHENG, X. Dividends and economic policy uncertainty: International evidence. **Journal of Corporate Finance**, 2020.
- BLUNDELL, R.; BOND, S. GMM estimation with persistent panel data: an application to production functions. **Econometric Reviews**, v. 19, n. 3, p. 321-340, 2000.



- BROCKMAN, P.; UNLU, E. Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 92, n. 2, p. 276-299, 2009.
- BYRNE, J.; O'CONNOR, T. Creditor rights and the outcome model of dividends. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 52, n. 2, p. 227-242, 2012.
- \_\_\_\_\_. Creditor rights, culture and dividend payout policy. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 39, p. 60-77, 2017.
- CASTRO, L. R. K.; MARTINS, H. C.; SCHIEHLL, E.; TERRA, P. R. S. External governance mechanisms and investment-cash flow sensitivity: an international perspective. Manuscrito inédito. 2017.
- CHAE, J.; KIM, S.; LEE, E. J. How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 11, p. 2093-2101, 2009.
- CHANG, B.; DUTTA, S.; SAADI, S.; ZHU, P. C. Corporate governance and dividend payout policy: beyond country-level governance. **Journal of Financial Research**, v. 41, n. 4, p. 445-484, 2018.
- DeANGELO, H.; DeANGELO, L.; WRUCK, K. Asset liquidity, debt covenants, and managerial discretion: the collapse of LA Gear. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 1, p. 3-34, 2002.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.
- \_\_\_\_\_. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.
- NINI, G.; SMITH, D. C.; SUFI, A. Creditor control rights and firm investment policy. **Journal of Financial Economics**, v. 92, n. 3, p. 400-420, 2009.
- SEIFERT, B.; GONENC, H. Creditor rights, country governance, and corporate cash codlings. **Journal of Internacional Financial & Accounting**, v. 27, n. 1, p. 65-90, 2016.
- SHAO, L.; KWOK, C. C. Y.; GUEDHAMI, O. Dividend policy: balancing shareholders' and creditors' interests. **Journal of Financial Research**, v. 36, n. 1, p. 43-66, 2013.
- TRAN, Q. T.; ALPHONSE, P. NGUYEN, X. M. Dividend policy: Shareholder rights and creditor rights under the impact of the global financial crisis. **Economic Modeling**, v. 64, p. 502-512, 2017.
- TRAN, Q. T. Creditors and dividend policy: Reputation building versus debt covenant. **Europe Research on Management and Business Economics**, v. 25, p. 114-121, 2019.
- WORLD BANK. Getting credit. Disponível em <<http://www.doingbusiness.org>>. Acesso em 15 jul. 2018.
- \_\_\_\_\_. Protection minority investor. Disponível em <<http://www.doingbusiness.org>>. Acesso em 15 jul. 2018.

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

**Apêndice A** – 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 quatro medidas de dividendos: (a) Dividendo por lucro líquido (*DIVLL*); (b) Dividendo por fluxo de caixa operacional (*DIVFCO*); (c) Dividendo por patrimônio líquido (*DIVPL*); e (d) Dividendo por Ativo (*DIVAT*). As variáveis independentes são (a) origem legal; (b) direito do acionista (*DAC*); (c) direito do credor (*DCR*); (d) tributação (*T*); (e) oportunidade de investimento (*OPINVI*); (f) interação origem legal e oportunidade de investimento (*OLOPINVI*); (g) interação direito do acionista e oportunidade de investimento (*DACOPINVI*); (h) interação direito do credor e oportunidade de investimento (*DCROPINVI*); (i) endividamento (*ENDIV*); (j) tamanho (*TAM*); (k) rentabilidade sobre ativo (*ROA*); (l) caixa (*CASH*); e (m) lucros retidos (*LR*). Os Modelos 1, 3, 5 e 7 estimam os efeitos de *OL*, *DAC*, *DCR*, *T*, *OPINVI*, *OLOPINVI*, *DACOPINVI*, *DCROPINVI* sobre *DIVLL*, *DIVFCO*, *DIVPL* e *DIVAT*; os Modelos 2, 4, 6 e 8 estimam os efeitos de *OL*, *DAC*, *DCR*, *T*, *OPINVI*, *OLOPINVI*, *DACOPINVI*, *DCROPINVI*, *ENDIV*, *TAM*, *ROA*, *CASH* e *LR* sobre *DIVLL*, *DIVFCO*, *DIVPL* e *DIVAT*. Os erros-padrão são apresentados em parênteses.

Variáveis independentes	Variável dependente: <i>DIVLL</i>		Variável dependente: <i>DIVFCO</i>		Variável dependente: <i>DIVPL</i>		Variável dependente: <i>DIVAT</i>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Intercepto</i>	0,3235*** (0,0220)	0,3631*** (0,0222)	0,0901*** (0,0122)	0,1004*** (0,0159)	0,0452*** (0,0113)	0,0452*** (0,0113)	0,0185*** (0,0011)	0,0201*** (0,0013)
<i>OL</i>	-0,1021*** (0,0038)	-0,1096*** (0,0042)	-0,0527*** (0,0025)	-0,0617*** (0,0030)	-0,0138*** (0,0018)	-0,0390*** (0,0021)	-0,0017*** (0,0002)	-0,0023*** (0,0002)
<i>DAC</i>	-0,0028*** (0,0001)	-0,0045*** (0,0001)	-0,0015*** (0,0001)	-0,0024*** (0,0001)	-0,0009*** (0,0000)	-0,0013*** (0,0000)	-0,0003*** (0,0000)	-0,0005*** (0,0000)
<i>DCR</i>	-0,0037*** (0,0005)	-0,0050*** (0,0001)	-0,0011*** (0,0001)	-0,0019*** (0,0001)	-0,0021*** (0,0000)	-0,0024*** (0,0000)	-0,0002*** (0,0000)	-0,0004*** (0,0000)
<i>T</i>	0,0193*** (0,0119)	0,0239*** (0,0117)	0,0336*** (0,0061)	0,0586*** (0,0084)	0,0182*** (0,0042)	0,0380*** (0,0060)	0,0013*** (0,0006)	0,0027*** (0,0007)
<i>OPINVI</i>	0,0295*** (0,0162)	0,0597*** (0,0177)	0,0169** (0,0123)	0,0222** (0,0127)	0,0148*** (0,0079)	0,0257*** (0,0089)	-0,0002 (0,0010)	-0,0006 (0,0011)
<i>OLPOPINVI</i>	-0,0734*** (0,0072)	-0,0819*** (0,0092)	-0,0329*** (0,0061)	-0,0416*** (0,0066)	-0,0282*** (0,0032)	-0,0392*** (0,0045)	-0,0008* (0,0002)	-0,0010* (0,0006)
<i>DACOPINVI</i>	-0,0005*** (0,0000)	-0,0002*** (0,0000)	-0,0001** (0,0000)	-0,0001** (0,0000)	-0,0002*** (0,0000)	-0,0003*** (0,0000)	-0,0003*** (0,0000)	-0,0004*** (0,0000)
<i>DCROPINVI</i>	-0,0010*** (0,0003)	-0,0007*** (0,0002)	-0,0001 (0,0001)	-0,0002* (0,0001)	-0,0002*** (0,0000)	-0,0003*** (0,0001)	-0,0006 (0,0009)	-0,0009 (0,0010)

Proteções ao Acionista e ao Credor e Política de Dividendos:  
Uma Análise Internacional dos Modelos de Resultado e de Substituição

Continua

Continuação

Variáveis independentes	Variável dependente: <i>DIVLL</i>		Variável dependente: <i>DIVFCO</i>		Variável dependente: <i>DIVPL</i>		Variável dependente: <i>DIVAT</i>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>ENDIV</i>		-0,0447*** (0,1012)		-0,1037*** (0,0072)		-0,0213*** (0,0050)		-0,0181*** (0,0006)
<i>TAM</i>		0,1086*** (0,0118)		0,1664*** (0,0084)		0,1124*** (0,0058)		0,0119*** (0,0007)
<i>ROA</i>		0,0347*** (0,0002)		0,0223*** (0,0001)		0,0038*** (0,0001)		0,0010*** (0,0000)
<i>CASH</i>		-0,1972*** (0,0120)		-0,1440*** (0,0084)		-0,2129*** (0,0063)		-0,0113*** (0,0006)
<i>LR</i>		-0,0729 (0,0581)		-0,0336 (0,0404)		-0,0893*** (0,0319)		-0,0051** (0,0029)
<i>Observações</i>	154.428	154.428	154.428	154.428	154.428	154.428	154.428	154.428

Fonte: Elaboração própria

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