

**A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS PORTUGUESAS E ESPANHOLAS
– FATORES EXPLICATIVOS**

- 1 Catarina Isabel Nogueira Henriques
Mestrado em Gestão Empresarial
Afiliação: *Politécnico de Coimbra – Coimbra Business School | ISCAC*
- 2 José Manuel Seabra Benzinho da Silva
Afiliação: Politécnico de Coimbra – Coimbra Business School | ISCAC
- 3 Maria Manuela Coelho Larguinho
Afiliação: Polytechnic of Coimbra, CBS Research Centre|ISCAC and CIMA, UÉ

Área Temática: Finanças

Palavras-Chave: Política de dividendos, Assimetria fiscal, Espanha, Portugal.

A política de dividendos nas empresas portuguesas e espanholas – fatores explicativos

Resumo

Este trabalho pretende estudar a influência de algumas características específicas das empresas portuguesas e espanholas na política de distribuição de resultados, nomeadamente os fatores fiscais.

Para alcançar o objetivo proposto foi utilizada uma amostra constituída por 1292 empresas no período compreendido 2013-2019. No estudo foi utilizada a metodologia de dados em painel (Baltagi, 2005).

Os resultados mostram que os fatores fiscais têm um peso acrescido na política de dividendos. Em Espanha, os dividendos são favorecidos fiscalmente, relativamente aos ganhos de capital. Pelo contrário, em Portugal é indiferente.

Abstract

This work intends to study the influence of some specific characteristics of Portuguese and Spanish companies on earnings distribution policy, namely fiscal factors.

To achieve this aim, we have used data from 1792 Portuguese and Spanish companies in the period 2013-2019. We have used the panel data methodology (Baltagi, 2005).

The results show that tax factors have an increased weight in dividend policy. In Spain, dividends are tax-favoured in relation to capital gains. On the contrary, in Portugal it is indifferent.

1 Introdução

O objetivo deste estudo é a análise das políticas de distribuição das empresas que têm pagado lucros, comparando dois países distintos da união europeia, Portugal e Espanha. Pretende-se, também, analisar quais os fatores que determinam a decisão de distribuir os resultados gerados.

Em termos mais específicos, definimos dois objetivos adicionais: 1) compreender o impacto dos fatores fiscais nas políticas de dividendos e a existência de um regime fiscal mais favorável para as mais-valias comparativamente aos lucros distribuído; 2) comparar dois países distintos no período 2013-2019, durante o qual variam as taxas de tributação dos dividendos e dos ganhos de capital, assim como as características do sistema fiscal em vigor.

Durante os últimos sessenta anos, a política de dividendos tem merecido uma elevada relevância e atenção por parte dos investigadores, com o objetivo de procurar encontrar uma solução para um “*puzzle cujas peças não encaixam perfeitamente entre si*” (Black & Scholes, 1974).

Pedreira (n.d.), acrescenta que, a política de distribuição de resultados, é uma decisão financeira de grande importância que permite definir a percentagem de benefícios que a empresa retém sob a forma de reservas e conseqüentemente a proporção que é repartida aos seus acionistas na forma de dividendos. Isto é, a política de dividendos refere-se à prática adotada pelas empresas sobre quanto, como e quando são distribuídos os lucros obtidos pelos seus sócios ao longo do tempo.

Este é um tema importante e de grande relevância para os gestores e académicos, o que levou a que ao longo das últimas décadas, fosse estudada a importância da distribuição dos lucros, argumentado e demonstrando factos que derrogam os pressupostos iniciais de Miller e Modigliani.

A grande questão que se coloca, ao longo dos anos, é perceber se a “*política de dividendos influencia ou não o preço da ação, e, por consequência, a riqueza do acionista*” (Farinha & Soro, 2012, p. 114).

Existem várias teorias e modelos que se debruçam sobre este tema. Alguns autores defendem que um aumento na proporção dos benefícios destinados ao pagamento de dividendos conduz a um maior valor da empresa. Outros defendem que o aumento dos dividendos leva a uma diminuição do valor da empresa. E por fim, ainda existe outro grupo de defensores que argumentam que a política de dividendos é irrelevante para o valor da empresa (Pedreira, n.d.).

De entre as diversas abordagens e teorias, relativamente aos fatores que influenciam as políticas de dividendos, destacam-se os aspetos fiscais. Os proprietários estão

sujeitos a uma taxa de imposto sobre os rendimentos individuais, onde se incluem os dividendos recebidos, muitas vezes a uma taxa superior à que são tributados os rendimentos de capital. Nesta ótica, as empresas não deveriam optar pela distribuição dos lucros, com vista à maximização da riqueza dos acionistas. Por outro lado, pode existir assimetria fiscal entre a tributação dos rendimentos em dividendos e dos ganhos de capital, sendo os primeiros mais taxados que as mais-valias.

Como alternativa, a política de afetação de riqueza criada deveria favorecer a retenção dos lucros e o seu, reinvestimento com vista ao aumento do valor da empresa.

Ainda assim, as empresas continuam a pagar dividendos, permanecendo por resolver o fenómeno que Black e Scholes (1974) designaram de *dividend puzzle*. De entre as diferentes explicações para tentar esclarecer este enigma, a literatura identifica diversas teorias que serão abordadas na próxima secção.

2 Revisão da Literatura

Na segunda metade do século XX, ocorreu o marco inicial das discussões académicas: Em 1956 Lintner lançou as bases fundamentais do entendimento das políticas de dividendos.

Miller e Modigliani (1961), doravante designados por MM, mudaram o paradigma e introduziram a discussão da irrelevância dos dividendos para o valor da empresa sob a perspectiva de mercados perfeitos, introduzindo a teoria da irrelevância da política de dividendos. Segundo estes, a política de distribuição de resultados que as empresas adotam não tem impacto sobre a riqueza dos acionistas. *“O valor da empresa depende da rendibilidade dos capitais investidos e não do destino que é dado aos resultados; distribuição ou retidos”* Augusto (2006)

E desde então diversos autores tentaram dar explicações e alternativas a esta teoria para os mercados imperfeitos, nomeadamente para o efeito dos impostos. Surgindo diversas teorias, como a de agência, de sinalização, do ciclo de vida, entre outras.

a) Teoria do efeito-clientela

MM (1961) defenderam que existem tratamentos fiscais distintos entre os dividendos e os ganhos de capital, influenciando deste modo, o comportamento dos investidores na concretização dos respetivos investimentos. Segundo estes autores, as empresas procuram avocar o tipo de investidores, ou seja, o tipo de clientela de investidores da sua eleição, alterando a sua política de dividendos, de forma a atraí-los. Num mercado de capitais perfeitos, em que não existe impacto dos dividendos para determinar o valor das empresas, não existem incentivos ou vantagem para aliciar clientela de investidores.

b) Teoria dos efeitos fiscais

XX Encontro Internacional AECA

A argumentação de MM (1961) sobre a irrelevância da política de dividendos, apresentava algumas discrepâncias face à realidade, sendo a mais relevante a não ponderação do efeito fiscal. Isto porque os dividendos e os ganhos de capital possuem tratamentos fiscais distintos, observando-se que existe uma maior “*preferência fiscal dos legisladores com a taxas de tributação inferiores para os ganhos de capital relativamente aos dividendos*” (Vieira, 2016).

Farrar e Selwyn (1967) e Brennan (1970) são autores apologistas da ideia de que, caso as taxas de imposto sejam superiores nos dividendos em relação aos ganhos de capital, “*as empresas devem evitar a distribuição dos mesmos*” (Vieira, 2016).

Três anos mais tarde, Brennan (1970) veio criticar Farrar e Selwyn (1967), por estes não terem em conta as oportunidades disponíveis no mercado para os investidores e quando estas forem tidas em consideração “*a utilidade deles será máxima com a maximização do valor de mercado da empresa*”. Assim, os acionistas exigem que o retorno seja superior face ao investimento graças ao “*caráter progressivo da tributação dos dividendos*” (Vieira, 2016).

c) Teoria de Sinalização

Bhattacharya (1979) apresentou o primeiro modelo relativamente ao tema do efeito sinalizador dos dividendos. Segundo este modelo, os *insiders* possuem informações privilegiadas sobre os *outsiders*, relativamente à rentabilidade da empresa. E como os dividendos em dinheiro são tributados a uma taxa superior à dos ganhos de capital, a distribuição de lucros funciona como um sinal relativamente à capacidade que a empresa tem em gerar fluxos financeiros (*cash flows*) no futuro.

Seis anos mais tarde, Miller e Rock (1985) desenvolveram também um modelo em que tentaram perceber de que forma a cotação das ações é influenciada pelo anúncio dos dividendos, existindo assimetria de informação entre os *insiders* e os *outsiders*. Tendo concluído que o efeito de anunciar inesperadamente um aumento de dividendos ou resultados, é interpretado pelo mercado como sendo algo vantajoso. Pelo contrário, o recurso a financiamento externo é patenteado como sendo desvantajoso.

Para concluir, Benzinho (2004) refere que os modelos de sinalização permitem às empresas utilizar a sua política de dividendos para transferir informação para o mercado, relativamente à rentabilidade da sociedade no futuro. Ainda assim, esta teoria não explica o porquê de as empresas recorrerem mais ao pagamento de dividendos e não à recompra de ações, “*que é um mecanismo menos oneroso*”.

d) Teoria de Agência

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como “*um contrato sob a qual uma ou mais pessoas (o principal) confere a outra pessoa (o agente) a realização de algum tipo de serviço e para isso delega ao agente alguma autoridade para poder tomar decisões*”.

Contudo, existem formas para se tentar controlar os atos dos agentes para que estes não sejam utilizados em prol dos interesses do principal. Estes mecanismos de monitorização têm custos a que estes autores chamam “*custos de agência*”. Estes são o “*resultado dos custos de supervisão efetuados pelo principal, das despesas com a obtenção de garantias pelo agente e das perdas residuais, definidas como as perdas de riqueza do principal devido a comportamentos pelo agente que se afastem dos interesses do principal*” (Marques, 2013).

Benzinho (2004) alega que a teoria de agência explica que “*a empresa é uma entidade na qual existem diferentes forças, com interesses que podem ser divergentes e que podem ter influência sobre a política de dividendos*”.

Em síntese, os possíveis conflitos podem surgir entre os gestores e os investidores, entre os proprietários e os credores e, por fim, entre os acionistas majoritários e os minoritários.

e) Teoria do ciclo de vida

Fama e French (2001), Grullon, Michaely (2002) e DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) avançaram com explicações para o pagamento de dividendos seguindo o ciclo de vida das empresas.

Salsa (2009) refere que o modelo do ciclo de vida das empresas tem sido utilizado com o intuito de ajudar a compreender o crescimento/desenvolvimento das empresas e identificar quais as suas consequências a nível interno, ao longo do tempo, das diferentes fases e consequentemente, explicar as decisões financeiras das empresas. As variáveis financeiras que têm sido associadas às várias fases do ciclo de vida e às características que estas apresentam são as oportunidades de investimento, os fluxos de caixa disponíveis (*free-cash-flows* disponíveis), os resultados obtidos, o financiamento utilizado e, por fim, os dividendos.

3 Hipóteses de investigação, metodologia e análise dos resultados

A questão de investigação do estudo é: “Quais os fatores determinantes, nomeadamente, os fatores fiscais, do pagamento de dividendos nas empresas portuguesas e espanholas?”

3.1 Hipóteses de investigação

Com base na literatura existente e tendo em vista selecionar as variáveis dependentes que podem influenciar a política de dividendos das empresas, optou-se por usar, as seguintes: sistema fiscal vigente em cada país e em cada ano, assimetria fiscal entre o pagamento de dividendos e os ganhos de capital e algumas variáveis associadas às características de cada empresa, nomeadamente a rentabilidade, o endividamento, a maturidade e a dimensão.

A variável dependente escolhida foi o rácio: *Dividend Payout* ($DP_{i,t}$), que permite avaliar a estabilidade da política de dividendos defendida por Lintner (1956). Este rácio consente concluir qual a percentagem dos resultados gerados que são distribuídos pelos acionistas e ainda, perceber quais são as expectativas relativamente ao crescimento das empresas (Farinha e Soro, 2012, p.44).

A relação (e o impacto) entre as políticas de dividendos e as variáveis em estudo podem ser avaliadas através das hipóteses que se apresentam de seguida.

a) Regime fiscal adotado em cada país e em cada ano

Os sistemas de mitigação fiscal existentes em cada país evidenciam soluções híbridas, cujas características dominantes são mais ou menos diferenciadas, mas cujo objetivo é atenuar a dupla tributação económica dos dividendos.

Diversos estudos relacionam a questão fiscal dos dividendos com a teoria de sinalização. Parua & Gupta (2009), clarificam que o pagamento de impostos elevados, leva a que as empresas distribuam menos dividendos. Por outro lado, o pagamento de impostos mais elevados, significa que os ganhos são mais elevados. Assim, rendimentos mais altos, significa que as sociedades apresentam maior capacidade para distribuir resultados, dada a liquidez das mesmas.

Shinozaki & Uchida (2013), clarificam que as empresas que se situam num país cujo sistema fiscal em vigor é o sistema clássico apresentam níveis de distribuição de resultados inferiores.

O efeito dos impostos sobre a política de dividendos pode ser analisado através dos sistemas fiscais em vigor, em cada momento e em cada país, testando a hipótese de as

empresas pertencentes aos países onde a carga fiscal sobre os dividendos é mais elevada distribuem resultados inferior.

Segundo a *OECD Tax Database* no período em estudo, em Portugal e Espanha, vigoraram dois regimes fiscais: sistema clássico (*classical system*)¹ e sistema clássico modificado (*modified classic system*)².

Em Portugal, durante todo o período em estudo, vigora o sistema clássico modificado. Pelo contrário, em Espanha, de 2013 a 2014 vigora o sistema clássico modificado e de 2015 a 2017 vigora o sistema clássico.

Assim, formulámos a seguinte hipótese:

Hipótese 1: *O pagamento de dividendos é maior nos países e nos períodos (anos) em que vigora um sistema clássico modificado, que nos países e nos períodos (anos) com um sistema clássico.*

b) Discriminação fiscal

A discriminação fiscal mete a atratividade dos dividendos como meio de distribuição de riqueza relativamente aos ganhos de capital. O rácio *Dividend Tax Discrimination* ($DTD_{i,t}$) permite considerar o efeito de qualquer alteração nas taxas de imposto que possam ocorrer em cada país e entre países sobre as políticas de dividendos das empresas, bem como testar o papel dos sistemas fiscais (Lasfer e Alzahrami, 2008).

Se o rácio da discriminação fiscal for positivo, significa que favorece fiscalmente os dividendos relativamente aos ganhos de capital e as empresas tendem a distribuir mais lucros. Se o valor do rácio for um, o rendimento individual após impostos é o mesmo, quer seja obtido via dividendos, quer seja via ganhos de capital. Sempre que o valor for superior (inferior) à unidade, significa uma vantagem fiscal dos dividendos (mais-valias) relativamente às mais-valias (dividendos).

Em Portugal, durante todo o período em análise, o rácio da discriminação fiscal foi sempre igual a um. Pelo contrário, em Espanha de 2013 a 2014 foi 1,0003, em 2015 foi 1,0005 e por último, de 2016 a 2019 foi 1,0002.

Desde modo, consideramos a hipótese seguinte:

Hipótese 2: *O pagamento de dividendos é menor nos países e nos períodos (anos) em que a taxa de imposto sobre o rendimento em dividendos é superior à que incide sobre as mais-valias.*

¹ Informação obtida, em 01-06-2021, no sítio antes referido e está definida em <https://stats.oecd.org/Index.aspx?lang=en&SubSessionId=6b452f7d-1068-4a9a-956a-d11bfcd94245&themetreeid=18#>

² Informação obtida, em 01-06-2021, no sítio antes referido e está definida em <https://stats.oecd.org/Index.aspx?lang=en&SubSessionId=6b452f7d-1068-4a9a-956a-d11bfcd94245&themetreeid=18#>

No que concerne às variáveis associadas às características específicas de cada empresa e que utilizamos, seguem-se as seguintes hipóteses:

c) Rendibilidade

Segundo Lintner (1956) a rendibilidade é uma das variáveis mais relevantes a estudar na política de dividendos. Andrade (2019) clarifica a definição de rendibilidade dos ativos, *return on assets*, (ROA), como sendo “*um indicador que procura avaliar a capacidade e a eficiência da gestão dos ativos detidos por uma entidade, no que respeita ao seu reflexo nos resultados*”, isto é, permite evidenciar a capacidade que os ativos de uma empresa tem em gerar resultados. Assim os investidores conseguem estimar a capacidade que uma empresa detém para retribuir os seus acionistas.

Fama e French (2001), DeAngelo *et. al* (2006) e Ribeiro (2004) testaram a teoria do ciclo de vida e analisaram o rácio da rendibilidade, tendo concluído que as empresas com maiores níveis de rendibilidade apresentam uma maior propensão para o pagamento de dividendos, evidenciando deste modo, a existência de uma relação positiva entre a rendibilidade e a distribuição dos lucros gerados, o que nos leva a formular a hipótese seguinte:

Hipótese 3: *Existe uma relação positiva entre a rendibilidade do ativo ($ROA_{i,t}$) e a decisão de pagamento dos lucros gerados numa empresa (Dividendos).*

d) Endividamento

Salsa (2009) clarifica que o nível de endividamento são um fator relacionado com o pagamento de dividendos, coerente com a teoria de agência e a de sinalização.

Agrawal e Jayaraman (1994) e DeAngelo *et. al* (2006), sustentam que existe uma relação negativa entre o valor da dívida da empresa e a decisão de pagamento dos lucros. Então, formulamos a hipótese seguinte:

Hipótese 4: *Existe uma relação negativa entre o nível de dívida (endividamento) ($ENDIV_{i,t}$) da empresa e a decisão de pagamento dos lucros gerados numa empresa (Dividendos).*

e) Maturidade da empresa (idade das empresas)

Fairchild, Guney & Thanatawee (2014) evidenciaram a teoria do ciclo de vida das empresas, demonstrando que as sociedades com mais anos, ou seja, mais maduras apresentam níveis mais elevados de *free cash flow* e que consequentemente, podem vir a ser pagos sob a forma de dividendos. Assim, formula-se a hipótese seguinte:

Hipótese 5: *Existe uma relação positiva entre a maturidade da empresa ($MAT_{i,t}$) e a decisão de pagamento dos lucros gerados numa empresa (Dividendos).*

f) Dimensão

Fama e French (2001), defendem que a possibilidade de as sociedades pagarem os lucros gerados está articulada com a respetiva dimensão da mesma, coerente com a teoria de agência. Assim, o tamanho das empresas pode ser um dos fatores com maior relevância na decisão de distribuir ou não os resultados.

Naceur, Goaid e Belanes (2006) e Rafique (2012) recorreram ao valor do ativo, ao logaritmo do ativo líquido, como medida da dimensão das empresas. Neste sentido quanto maior for a dimensão da sociedade, maior é a quantidade de resultados que são distribuídos. Mais recentemente, Gizelle, Allen e Weeks (2013) e Mubin *et al.* (2014), comprovaram e evidenciaram a existência de uma relação positiva entre a dimensão e os dividendos. Deste modo, assumimos a hipótese seguinte:

Hipótese 6: *Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa ($DIM_{i,t}$) e a decisão de pagamento dos lucros gerados numa empresa (Dividendos).*

Por fim, uma vez que os modelos são estimados utilizando os dados de dois países, também se considera a variável *país*.

Esta variável permite perceber qual o efeito que as características específicas de cada país podem ter sobre as empresas. Assim utiliza-se a variável $PAÍSDummy_{i,t}$ para representar o país de localização da empresa i no período t . Considerando o valor 1, se a empresa pertence a Portugal e valor 0, se a empresa pertence a Espanha.

3.2 Amostra

Na concretização do estudo empírico foram utilizadas três fontes distintas para a obtenção de dados. A amostra de empresas selecionada, foi granjeada através da base de dados da plataforma online “Sistema de Análise de Balanços Ibéricos” (*Sabi*), disponível no *ISCAC*. Os dados sobre o sistema fiscal em cada ano e cada país e as taxas que incidem sobre os dividendos recebidos pelo investidor, obtiveram-se na *OECD Tax Database* (<https://www.oecd.org/ctp/tax-policy/tax-database/>). As taxas de tributação que recaem sobre os ganhos de capital foram obtidas *online*, em <https://www.pwc.com/gx/en/services/tax/worldwide-tax-summaries.html>.

No trabalho de investigação, a amostra selecionada para o estudo foram as empresas portuguesas e espanholas, presentes na *Sabi*, num total de 1792 empresas, das quais 493 são portuguesas e 799 são espanholas, num período de sete anos.

Com esta amostra, dispomos de um número de observações (n° de empresas x n° de anos em estudo) para Portugal e Espanha igual a 3.451 e 5.593, respetivamente.

A amostra utilizada inclui apenas empresas não financeiras de todos os tipos, devido às suas especificidades setoriais não permitirem a comparação com as restantes

sociedades e que pagaram dividendos durante todo o período em análise (Benzinho, 2004). O tratamento dos dados foi realizado a partir do software informático *Gretl*³.

3.3 Variáveis

Nesta subsecção são apresentadas as variáveis (independentes) utilizadas. A sua seleção, foi fundamentada na literatura existente, designadamente em estudos empíricos semelhantes, como por exemplo, Barras (2019), Vieira (2016), Pereira (2015) e Fernandes (2013) de modo a obter uma maior perceção e comparação, quanto aos resultados obtidos no presente trabalho.

Tabela 1 – Variáveis do estudo empírico

Fonte: Elaboração própria

Variáveis	Designação	Proxy	Fundamentação Teórica
Sistema Fiscal	SISTdummy	Variáveis <i>dummy</i> : ClassicalDUM : valor 1 se a empresa opera num país com um sistema clássico; ModClassicamDUM : valor 0 se a empresa se localiza num país com sistemas de atenuação fiscal (sistema clássico modificado).	Parua & Gupta (2009); Shinozaki & Uchida (2013).
Discriminação Fiscal	DTD	$DTD_{i,t} = \frac{100 - txd_t}{100 - txgl_t}$	Lasfer e Alzahrami (2008).
Rendibilidade	ROA	$ROA_{i,t} = \frac{\text{Resultado Líquido}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}}$	Lintner (1956); Fama e French (2001); DeAngelo <i>et. al</i> (2006); Ribeiro (2004) e Andrade (2019).
Endividamento	ENDIV	$ENDIV_{i,t} = \frac{\text{Passivo Total}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \times 100$	Agrawal e Jayaraman (1994) e DeAngelo <i>et. al</i> (2006).
Maturidade	MAT	$MAT_{i,t} = (\text{Ano Observação}_{i,t} - \text{Ano de Início}_{i,t}) + 1$	Fairchild, Guney & Thanatawee (2014)
Dimensão	DIM	$DIM_{i,t} = \ln(\text{Ativos Totais}_{i,t})$	Fama e French (2001); Naceur, Goaid e Belanes (2006); Rafique (2012); Gizelle, Allen e Weeks (2013) e Mubin <i>et al.</i> (2014).

³ Gretl (acrónimo de *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*) é um software livre que compila e interpreta dados econométricos.

3.4 Metodologia

No presente estudo utilizámos modelos de dados em painel, uma vez que, as 1292 empresas são analisadas ao longo do tempo, mais concretamente em sete anos consecutivos, de 2013 a 2019.

Baltagi (2005) refere que os dados em painel permitem o controlo da heterogeneidade individual de cada secção, mais viabilidade, informação, menos colinearidade entre as variáveis, maior grau de eficiência e de liberdade.

Deste modo, para analisar a relação existente entre a variável dependente (*DP*) e as diversas variáveis independentes e testar as hipóteses, utilizámos dois modelos de dados em painel, apresentados por Greene (2013), com diferentes pormenorizações: modelo de dados em painel *pooled* e o modelo de dados em painel com feitos fixos.

Nos modelos de dados em painel as variáveis apresentam um índice duplo, evidenciado na seguinte equação geral, que é escrita considerando as hipóteses de investigação:

$$DP_{i,t} = \beta_{0i} + \beta_{1i}PAÍSDummy_{i,t} + \beta_{2i}SISTdummy_{i,t} + \beta_{3i}DTD_{i,t} + \beta_{4i}ROA_{i,t} + \beta_{5i}ENDIV_{i,t} + \beta_{6i}MAT_{i,t} + \beta_{7i}DIM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, i = 1,2, \dots, 1292 \text{ e } t = 1,2, \dots, 7$$

Onde:

- β_0 representa a variável da origem, isto é, os efeitos individuais de cada empresa, constante ao longo de um período;
- β_{1i} a β_{7i} são coeficientes desconhecidos associados às variáveis independentes e representam os efeitos individuais de cada empresa;
- ε_{it} é o termo aleatório do erro, sendo que i refere-se a cada uma das empresas (1292) e t inclui o número de períodos analisados (7 anos);

O modelo inclui um conjunto de variáveis *dummy* para os sistemas fiscais existentes (*SISTdummy*) e para o país onde as empresas atuam (*PAÍSDummy*), as quais permitem, controlar as características e as especificidades fiscais de cada país.

Com o objetivo de selecionar o modelo que melhor se ajusta à estrutura dos dados foram considerados os testes estatísticos: teste de *poolabilidade* e o teste de multiplicadores de Lagrange.

Os modelos utilizados apresentam diferentes pormenorizações e estão evidenciados nas seguintes equações:

a) Modelo de dados em painel *pooled*

De acordo com este modelo, o termo β_0 é comum às diferentes empresas e constante ao longo de um determinado período (de 2013 a 2019), assim sendo, o índice da variável desaparece. Os coeficientes β ($\beta_{1i}, \dots, \beta_{7i}$), são considerados comuns nas diversas

XX Encontro Internacional AECA

empresas que constituem o painel, e deste modo, o índice da variável também desaparece. Ficamos com o seguinte modelo:

$$DP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PAÍsdummy_{i,t} + \beta_2 SISTdummy_{i,t} + \beta_3 DTD_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 ENDIV_{i,t} + \beta_6 MAT_{i,t} + \beta_7 DIM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

b) Modelo de dados em painel com efeitos fixos

Relativamente a este modelo, os coeficientes β são considerados comuns às diferentes empresas que constituem o painel. Assim, o índice da variável desaparece e ficamos com o modelo:

$$DP_{i,t} = \beta_{0i} + \beta_1 PAÍsdummy_{i,t} + \beta_2 SISTdummy_{i,t} + \beta_3 DTD_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 ENDIV_{i,t} + \beta_6 MAT_{i,t} + \beta_7 DIM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Este modelo revela que a heterogeneidade das empresas se capta no termo constante, que é distinto de empresa para empresa.

3.5 Discussão dos resultados

Nesta parte do trabalho, tivemos como ponto de partida os diferentes modelos de dados em painel e os vários testes apresentados anteriormente, de modo a seleccionar o modelo mais adequado para a nossa estrutura de dados. Efetuamos uma análise aos dois países em conjunto e uma análise a cada um deles, em separado.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas dos dados conjuntos, Portugal e Espanha
Fonte: Elaboração própria

Portugal + Espanha						
	DP	ROA	ENDIV	MAT	DIM	DTD
Média	2,048949338	0,123144	0,456878168	31,60836	9,552480708	1,000168
Desvio-padrão	73,9540117/	0,143123	0,243771343	20,70183	1,413230722	0,000155
Assimetria	92,51406523	5,77717	0,232943543	2,744918	0,432203631	0,499782
Mínimo	2,95454E-05	9,32E-06	0	1	2,868	1
Máximo	6967,48507	2,695248	0,99937	252	16,47422793	1,0005
Portugal						
Média	1,655625	0,136922	0,46697	30,99189	9,091632	
Desvio-padrão	13,57675	0,124819	0,241518	23,54398	1,584725	
Assimetria	29,18204	1,935474	0,148865	3,511242	0,251637	
Mínimo	0,000114	0,000108	0	1	2,868	
Máximo	572,5554	0,871817	0,99937	252	14,314	
Espanha						
Média	2,291639	0,114643	0,450651	31,98874	9,836834	1,000271
Desvio-padrão	93,43732	0,152722	0,244966	18,72644	1,211794	0,000103
Assimetria	74,12563	7,093659	0,285382	1,729062	1,282683	1,376452
Mínimo	2,95E-05	9,32E-06	0,00366	1	6,194558	1,0002
Máximo	6967,485	2,695248	0,99928	142	16,47423	1,0005

XX Encontro Internacional AECA

A Tabela 1 apresenta os resultados das estatísticas descritivas das variáveis em estudo, para o período de tempo entre 2013 e 2019.

É possível averiguar, nos dados conjuntos, que o *dividend payout* médio é de 2,05, isto é, em média, no período em análise, o montante de dividendos pagos pelas empresas portuguesas e espanholas é de aproximadamente 2,05 euros por ação. Existe uma grande amplitude entre o valor máximo de *dividend payout* (6967,49) e mínimo de 0,00003. O desvio-padrão de *dividend payout* (73,95), muito superior ao valor da média, revela um elevado grau de dispersão das observações relativamente à média. O coeficiente da assimetria (92,51) indica uma assimetria positiva da variável dependente.

Em Portugal, em média, no período em análise, o montante de dividendos pagos pelas empresas portuguesas é de aproximadamente 1,66 euros por ação. A amplitude entre o valor máximo de variável dependente, 572,56, e o mínimo é de 0,00011, relevando uma grande amplitude. O desvio-padrão do *dividend payout* (13,57), muito superior ao valor da média, revela um elevado grau de dispersão das observações relativamente à média. O coeficiente da assimetria (29,18) indica uma assimetria positiva da variável dependente.

Em Espanha, o *dividend payout* médio é de, aproximadamente, 2,29 euros por ação. O máximo de *dividend payout* (6967.49) e o mínimo, 0.00003, evidenciam uma grande amplitude entre a variável dependente. O desvio-padrão do *dividend payout* (93,44), muito superior ao valor da média, revela um elevado grau de dispersão das observações relativamente à média. O coeficiente de assimetria (74,13) indica uma assimetria positiva da variável dependente.

3.5.1 Dados conjuntos (Portugal e Espanha)

A Tabela 3 apresenta o modelo de dados em painel *pooled* estimado. Pela sua análise, verificamos que apenas as variáveis: *Dimensão* e *Sistema Fiscal* são estatisticamente significativas, considerando um nível de significância de 10% (*). A variável *Sistema Fiscal*, para além de ser significativa também é inversamente relacionada com a variável resposta (*dividend payout*), uma vez que, o coeficiente estimado apresenta um valor negativo.

Tabela 3 – Modelos de dados em painel *pooled*
Fonte: Elaboração própria

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	1248,27	9759,28	0,1279	0,8982	
ROA	-4,62977	5,67487	-0,8158	0,4146	
ENDIV	3,14731	3,34028	0,9422	0,3461	
MAT	-0,0267565	0,0396880	-0,6742	0,5002	
DIM	1,08081	0,590215	1,831	0,0671	*
DTD	-1253,19	9756,19	-0,1285	0,8978	
PAAS	-3,25604	3,70794	-0,8781	0,3799	
SIST	-4,35458	2,22955	-1,953	0,0508	*

XX Encontro Internacional AECA

Repetimos e eliminámos as variáveis que não são estatisticamente significativas, ficando apenas com as variáveis: *Dimensão* e *Sistema Fiscal* (Tabela 4). Constatámos que a variável *Dimensão* é significativa considerando um nível de significância de 5% (**).

Tabela 4 – Modelos de dados em painel *pooled* (variáveis DIM e SIST)

Fonte: Elaboração própria

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	-9,31357	5,32795	-1,748	0,0805	*
DIM	1,30751	0,562343	2,325	0,0201	**
SIST	-2,55238	1,60026	-1,595	0,1108	

Por último, foi estimado o modelo final, apresentado na tabela 5, agora apenas com a variável que era anteriormente significativa (*Dimensão*), ao nível de significância de 5% (**).

Tabela 5 – Modelos de dados em painel *pooled* (variável DIM)

Fonte: Elaboração própria

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	-8,66637	5,31293	-1,631	0,1029	
DIM	1,12173	0,550195	2,039	0,0415	**

Deste modo, apenas a variável *dimensão*, é significativa para explicar o comportamento da variável dependente. Confirmando a hipótese 6, isto é, quanto maior é a dimensão da empresa, maior é a distribuição dos resultados gerados.

Uma vez estimado este modelo, passámos à execução e análise dos testes de diagnóstico do painel. Para tal, realizámos o teste de *poolabilidade*, também designado de teste F ou teste de Chow (proposto por este autor em 1960), considerando a hipótese nula (H_0) a homogeneidade do termo constante e a hipótese alternativa (H_1) a heterogeneidade do termo constante, ou seja,

H_0 : Assume a homogeneidade do termo constante (modelo *pooled*).

Versus

H_1 : Assume a heterogeneidade do termo constante (modelo com efeitos fixos).

O valor observado da estatística de teste associado ao teste F é igual a 0.998, com um valor-p igual a 0.515, maior que qualquer nível de significância usual (1%, 5% e 10%), pelo que não rejeitamos a hipótese nula de que o modelo de dados em painel *pooled* se ajusta à estrutura dos dados.

3.5.2 Portugal

Com vista a estimar o modelo que melhor se ajusta à estrutura dos dados, apenas para Portugal, começamos por estimar o modelo de dados em painel *pooled*, fazendo posteriormente a análise de diagnóstico. Foi realizado o teste de *poolabilidade*, com um

XX Encontro Internacional AECA

valor observado da estatística de teste igual a 1.178 e com valor-p de 0.007, rejeitando a hipótese nula a favor de um modelo com efeitos fixos.

Realizámos de seguida o teste dos multiplicadores de Lagrange (LM), conhecido como teste de Breusch-Pagan (teste proposto por estes autores em 1979). Prendemos assim testar:

H_0 : Os coeficientes associados ao termo constante e às variáveis independentes são homogéneos (modelo *pooled*).

Versus

H_1 : O coeficiente associado ao termo constante é heterogéneo (modelo com efeitos aleatórios).

O valor observado da estatística de teste associado ao teste LM é igual a 0.880 com um valor-p igual a 0.348, maior que qualquer nível de significância usual, pelo que não rejeitamos a hipótese nula.

Finalmente, tendo em conta o resultado do teste de *poolabilidade*, podemos considerar que o modelo com efeitos fixos é o que melhor se ajusta à estrutura de dados. Os resultados do modelo final estimado estão apresentados na Tabela 6, com as variáveis: *rendibilidade*, *endividamento*, *maturidade* e *dimensão*.

Tabela 6 – Modelos de dados em painel com efeitos fixos
Fonte: Elaboração própria

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	36,8955	9,98746	3,694	0,0002	***
ROA	-21,9189	4,65550	-4,708	<0,0001	***
ENDIV	6,97539	2,95229	2,363	0,0182	**
MAT	0,530113	0,119115	4,450	<0,0001	***
DIM	-5,71132	1,13537	-5,030	<0,0001	***

Foi possível constatar que todas as variáveis independentes são estatisticamente significativas. As variáveis *rendibilidade*, *maturidade* e *dimensão* são significativas considerando um nível de significância de 1% (***). Enquanto que, a variável *endividamento* é significativa considerando um nível de significância de 5% (**).

As variáveis *rendibilidade* e *dimensão*, para além de serem significativas, também são inversamente relacionadas com a variável resposta (*dividend payout*). Podemos concluir que todas as variáveis apresentadas são significativas para explicar o comportamento da variável dependente, ou seja, da distribuição dos resultados gerados.

3.5.3 Espanha

A Tabela 7 apresenta o modelo de dados em painel *pooled* estimado. Pela sua análise, verificamos que as variáveis: *rendibilidade*, *endividamento*, *maturidade*, *sistema fiscal* e *discriminação fiscal*, não são estatisticamente significativas, considerando os

XX Encontro Internacional AECA

níveis de significância usuais. A variável *dimensão* é estatisticamente significativa, considerando um nível de significância de 5% (**).

Tabela 7 – Modelo de dados em painel *pooled*
Fonte: Elaboração própria

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	916,839	12339,6	0,07430	0,9408	
ROA	-3,90524	8,44128	-0,4626	0,6436	
ENDIV	5,08093	5,39440	0,9419	0,3463	
MAT	-0,0430158	0,0714921	-0,6017	0,5474	
DIM	2,37253	1,04875	2,262	0,0237	**
SIST	-4,47266	2,82394	-1,584	0,1133	
DTD	-934,903	12335,4	-0,07579	0,9396	

De seguida, foi estimado o modelo final, apresentado na Tabela 7, agora apenas com a variável que era anteriormente significativa (*Dimensão*), ao nível de significância de 5% (**).

Tabela 8 – Modelo de dados em painel *pooled* (variável *DIM*)
Fonte: Elaboração própria

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	-20,7863	10,2158	-2,035	0,0419	**
DIM	2,34608	1,03073	2,276	0,0229	**

Tal como acontece nos dados conjuntos, estes resultados confirmam a hipótese 6, comprovando mais uma vez que, a decisão de pagar dividendos está positivamente relacionada com a dimensão das empresas espanholas.

Uma vez estimado este modelo, passámos à execução e análise dos testes de diagnóstico do painel. Para tal, realizámos o teste de *poolabilidade*, cujo valor observado da estatística de teste associado ao teste F é igual a 0.99 com um valor-p igual a 0.55, maior que qualquer nível de significância usual (1%, 5% e 10%), pelo que aceitamos a hipótese nula de que o modelo de dados em painel *pooled* se ajusta à estrutura dos dados.

Na Tabela 9 estão representadas as variáveis independentes estudadas, os sinais que eram esperados e que foram recolhidos a partir da revisão da literatura e por fim, os sinais obtidos no estudo e que foram recolhidos por meio das diversas Matrizes de Correlação (Matrizes de *Pearson*), onde é possível recolher as correlações entre as variáveis.

Tabela 9 – Síntese dos resultados esperados e obtidos

Variáveis	Sinal Esperado	Sinal Obtido		
		Portugal+Espanha	Portugal	Espanha
Discriminação Fiscal	+	+		+
ROA	+	-	-	-
Endividamento	-	+	+	+
Maturidade	+	-	+	-
Dimensão	+	+	-	+

XX Encontro Internacional AECA

Os resultados apresentados nos três conjuntos de dados, são iguais nas variáveis: rendibilidade e endividamento. Em ambos, a rendibilidade apresentou sinal negativo e o endividamento sinal positivo, contrário ao que era esperado. Rejeitando, deste modo, as hipóteses 3 e 4 em ambos os países.

A maturidade varia nos três casos, é negativa nos dados conjuntos e nos espanhóis, contrário ao esperado. Enquanto nos portugueses foi positiva. Assim sendo, nos dados para Portugal, confirma-se a hipótese 5 e em Espanha, rejeita-se a hipótese 5.

A dimensão teve um comportamento idêntico, nos dados conjuntos e nos espanhóis, apresentou resultados positivos. Nos portugueses foi negativa, contrário ao esperado. Assim, em Espanha confirmamos a hipótese 6 e em Portugal rejeitamos a hipótese 6.

A discriminação fiscal em Portugal não foi analisada, uma vez que, era constante ao longo do período em estudo. Ou seja, o rácio da discriminação fiscal foi sempre igual a um, logo não existe assimetria fiscal e é indiferente a distribuição de riqueza ser feita através de dividendos ou de ganhos de capital.

Nos dados conjuntos e em Espanha, a discriminação fiscal apresenta uma influência positiva na tomada de decisão de pagamento de dividendos. Uma vez que, o rácio da discriminação fiscal é superior a um, o que significa que favorece fiscalmente os dividendos relativamente aos ganhos de capital. Assim sendo, as empresas tendem a distribuir mais lucros sob a forma de dividendos. Este propósito vem rejeitar a hipótese 2 e revogar um dos objetivos específicos, que tinha sido inicialmente definido, a partir da revisão da literatura.

No que diz respeito aos sistemas fiscais, Portugal apresenta um sistema fiscal mais favorável e com uma carga fiscal mais baixa, durante todo o período em análise. Uma vez que, o sistema clássico modificado permite reduzir a carga fiscal proporcionada pela dupla tributação económica dos dividendos que caracteriza o sistema clássico.

Em Espanha, confirma-se a hipótese 1, uma vez que, o pagamento de dividendos foi superior, nos dois anos em que vigora o sistema clássico modificado, pois o rácio da discriminação fiscal é superior.

Não é possível fazer a comparação com Portugal, dado que, neste país vigora sempre o mesmo regime fiscal, durante todo o período em análise. Apresentando desta forma, uma limitação no estudo.

Foi possível constatar que a amostra conjunta aponta no mesmo sentido da amostra para Espanha, em todas as variáveis, o que poderá dever-se ao facto de Espanha ter um peso maior na amostra, isto é, o número de empresas espanholas é superior.

O facto de as variáveis: endividamento, maturidade e dimensão, terem apresentado resultados distintos dos esperados, poderá dever-se a conflitos de agência e às diferentes estruturas de propriedade

XX Encontro Internacional AECA

Os conflitos de agência foram expostos por Jensen e Meckling em 1976, quando desenvolveram a teoria de agência. Segundo esta teoria, empresas mais maduras e de grandes dimensões, tendem a ter gestores distintos da propriedade ou com relativamente baixa participação no capital da sociedade. Em consequência podem surgir conflitos de interesses entre a gestão e a propriedade. Os quais podem conduzir a administração a tomar decisões menos eficientes na perspetiva da criação de valor. Em particular, os gestores podem preocupar-se mais com a continuidade do seu emprego, a sua reputação e evidenciar “comportamentos oportunistas”.

Relativamente às características da estrutura de propriedade, estas influenciam a performance das empresas, em linha com os fundamentos da teoria de agência. Uma vez que, a performance é influenciada pelos conflitos de agência que surgem dentro das organizações, quer entre a gestão e a propriedade como também entre os vários proprietários, nomeadamente os acionistas maioritários e os minoritários.

Quando a estrutura acionista é dispersa, os conflitos de interesse surgem entre os acionistas externos e os gestores, os quais, em geral, não detêm qualquer participação no capital da empresa ou quando detém, é mínima.

Quando existe concentração de propriedade, isto é, quando o grau de concentração do capital permite apenas um acionista deter o controlo sobre a mesma, as naturezas dos conflitos de agência mudam, surgindo conflitos entre os acionistas maioritários e os minoritários.

O facto de a rendibilidade do ativo ter apresentado um sinal diferente do esperado, pode ser explicado pela *proxy* utilizada para medir o desempenho da empresa. Teria sido interessante e, porventura, mais adequando, recorrer à rendibilidade dos capitais próprios (ROE).

4 Conclusão

O objetivo principal e primordial do trabalho visou estudar o impacto dos fatores fiscais na política de dividendos, analisando o comportamento do rácio *dividend payout*, em Portugal e Espanha, no período de 2013 a 2019.

O presente estudo contribui positivamente para a literatura, uma vez que, são analisadas as políticas de dividendos em dois países distintos da união europeia, com regimes legais semelhantes e distintos sistemas fiscais, a partir de uma amostra de empresas não financeiras de capital aberto e fechado.

Considerando a panóplia de teorias e opiniões distintas sobre a política de dividendos, verificamos a partir do estudo realizado, que ainda nos dias de hoje,

XX Encontro Internacional AECA

continua a fazer sentido a afirmação de que: a política de dividendos é um “*puzzle cujas peças não encaixam perfeitamente entre si*”.

As conclusões dos vários estudos empíricos sobre as políticas de dividendos não são consensuais ao longo destes últimos anos, existem múltiplas conclusões contrárias entre os diferentes autores, o que leva a acreditar que ainda muito pode investigar nesta área.

Os resultados alcançados revelam que os fatores fiscais, têm um peso acrescido na política de dividendos. E em virtude de os dividendos serem favorecidos fiscalmente, relativamente aos ganhos de capital, verifica-se que as empresas espanholas distribuem mais lucros sob a forma de dividendos, ao contrário do que ocorre nas sociedades portuguesas. Ou seja, em Portugal é indiferente a distribuição de riqueza ser feita através de dividendos ou de ganhos de capital.

O facto de os resultados obtidos terem sido distintos do que era esperado, poderá dever-se: às características da amostra; ao facto de a amostra excluir todas as empresas que não pagam dividendos, pois uma empresa que não paga dividendos também tem a sua política de distribuição de riqueza; a maioria das sociedades são PME e empresas familiares e por último, as variáveis de controlo que utilizámos. Factos estes que podem estar a influenciar os resultados.

5 Referências

- Agrawal, A. & Jayaraman, N. (1994). The dividend policies of all-equity firm: A direct test of the free cash flow theory. *Managerial and Decision Economics*, 15 (2), 139-148.
- Andrade, C. (2019). *Determinantes da Política de Dividendos do setor Bancário Português*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de contabilidade e Administração do Porto, Politécnico do Porto, Portugal. Disponível em: [https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/14974/1/CI%C3%A1udia Andrade MCF 2019.pdf](https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/14974/1/CI%C3%A1udia%20Andrade%20MCF%202019.pdf)
- Augusto, M. A. (2006). *Política de Dividendos e Estrutura do Capital: Respostas e Dúvidas do Estado da Arte*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. (3rd edition). John Wiley & Sons, Ltd.
- Barras, A. (2019). *A política de dividendos nas empresas portuguesas*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Instituto Politécnico de Lisboa, Portugal. Disponível em: <https://repositorio.ipl.pt/handle/10400.21/12763>
- Benzinho, J. (2004). *The dividend policy of the Portuguese corporations: Evidence from Euronext Lisbon*. Munich Personal RePEc Archive. MPRA Paper nº1137. ISCAC – IP Coimbra. Disponível em: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/1137/>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Informations, Dividend Policy and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.

XX Encontro Internacional AECA

- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22.
- Brennan, M. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *Nacional tax Journal*, 23 (4), 417-427.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y., (2014). Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31, 129-151.
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60 (1), 3-43.
- Farinha, J., & Soro, M. (2012). *Dividendos e Recompra de Ações: da teoria à prática*. Porto: Vida Económica – Editorial, S.A.
- Farrar, D., & Selwyn, L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, 20 (4), 444-454.
- Fernandes, D., & Ribeiro, A. (2013). *Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon*. Estudos do ISCA, série IV, 7, 2-12.
- Gizelle, P., Allen, M, & Weeks, S. (2013). Determinantes da política de dividendos para as empresas de ADR, *Administração Financeira*, 39 (12), 1155-1168.
- Greene, W. (2013). *Econometric Analysis* (5th edition). New Jersey: Prentice-Hall, Upper Saddle River.
- Grullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, 75 (3), 387-424.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Lasfer, M., & Alzahrani, M. (2008). *Investor Protection, Taxation, and Dividends*. King Fahd University of Petroleum & Minerals, Dhahran - Cass Business School, London. Disponível em: https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/events/conferences/2011-07-01-Alzahrani_and_Lasfer.pdf
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46 (2), 97-113.
- Marques, L. (2013). *O governo das sociedades e a política de dividendos na Europa Ocidental*. Dissertação de Mestrado, Escola Superior de tecnologia e gestão – Instituto Politécnico de Leiria, Portugal. Disponível em: <https://iconline.ipleiria.pt/handle/10400.8/1143?locale=en>
- Miller, M. & Rock, K. (1958). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34 (4), 411-433.

XX Encontro Internacional AECA

- Mubin, M., Ahmed, M., Farrukh, M., Lal, I. & Hussain, A (2014). Determinants of dividend with industry-wise effect-Evidence from KSE 100 Index. *Journal of Finance and Accounting*, 5 (3).
- Naceur, S., Goaid, M. & Belanes, A., (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6 (1, 2), 1-23.
- Parua, A. & Gupta, A. (2009). Dividend history and determinants in selected Indian companies: a study during 1993-'94 to 2004-'05. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 3 (4), 45-83.
- Pedreira, M. (n.d.). *Teoría de la financiación*. Madrid: Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A., 237-583
- Pereira, P. (2015). *O efeito fiscal nos dividendos: evidência nas empresas do PSI 20*. Dissertação de Mestrado. Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial. Universidade de Aveiro, Portugal. Disponível em: https://ria.ua.pt/bitstream/10773/16542/1/O%20efeito%20fiscal%20nos%20dividendos_evid%C3%Aancia%20nas%20empresas%20do%20PSI20.pdf
- Rafique, M. (2012). Factors Affecting Dividend Payout: Evidence from Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1 (11), 76-92.
- Ribeiro, M. (2004). *O efeito sinalizador dos dividendos*. Faculdade de Ciências Humanas e Sociais. Universidade Fernando Pessoa. Obtido de UFP, Biblioteca digital: <http://bdigital.ufp.pt/bitstream/10284/617/1/111-119FCHS2004-12.pdf>
- Salsa, M. (2009). *A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas*. Tese de doutoramento, Faculdade de Economia – Universidade do Algarve, Portugal. Disponível em: <https://sapiencia.ualg.pt/handle/10400.1/723>
- Shinozaki, S. & Uchida, K. (2013). *Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing: international evidence*. Kyushu University Working Paper. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139897>.
- Vieira, P. (2016). *Determinantes da Política de Dividendos: Um estudo em período de crise para as empresas do PSI-20*. Dissertação de Mestrado. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Instituto Politécnico do Porto, Portugal. Disponível em: https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/9617/1/Pedro_Vieira_MCF_2016.pdf