

Os fatores explicativos da política de dividendos nas empresas ibéricas (2013-2019).

The explanatory factors of dividend policy in Iberian companies (2013-2019).

Catarina Henriques¹

José Benzinho²

Manuela Larguinho³

Resumo

A partir de uma amostra constituída por 1292 empresas não financeiras, com capital aberto e fechado, no período 2013-2019, este artigo analisa a influência de algumas características específicas das empresas portuguesas e espanholas na política de distribuição de resultados, nomeadamente os fatores fiscais.

Perante resultados não consensuais, em distintos estudos, no que respeita à influência dos fatores fiscais na política de dividendos, pretendemos estudar quais os fatores explicativos, nomeadamente o efeito dos impostos nas empresas ibéricas, perante a análise do comportamento do rácio dividend payout. Em termos de metodologia recorreremos aos modelos de regressão de dados em painel e utilizámos dois modelos distintos, o modelo de dados em painel pooled e o com efeitos fixos. Os dados do estudo foram obtidos a partir da base de dados Sabi.

Verificámos que Portugal apresenta um sistema fiscal mais favorável e com uma carga fiscal mais baixa, durante todo o período. Em Espanha o pagamento de dividendos foi superior, nos anos em que vigora o sistema clássico modificado.

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, verificando-se que as empresas espanholas distribuem mais lucros sob a forma de dividendos. Pelo contrário, em Portugal é indiferente a distribuição dos lucros ser feita com recurso a dividendos ou a ganhos de capital.

Palavras-Chave: Assimetria fiscal, Dividend Payout, Ibéria, Impostos, Política de dividendos.

¹ Instituto Politécnico de Coimbra, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, Portugal (cinhenriques97@live.com.pt).

² Instituto Politécnico de Coimbra, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, Portugal (jbenzinho@iscac.pt).

³ Instituto Politécnico de Coimbra, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, Portugal; CERNAS e CEOS, ISCAP (mlarguinho@iscac.pt).

Abstract

From a sample consisting of 1292 non-financial companies, both publicly and privately held, in the period 2013-2019, this article analyses the influence of certain specific characteristics of Portuguese and Spanish companies on their dividend distribution policy, particularly tax factors. Given the lack of consensus in various studies regarding the influence of tax factors on dividend policy, we aim to study the explanatory factors, specifically the effect of taxes on Iberian companies, by analysing the behaviour of the dividend payout ratio. In terms of methodology, we used panel data regression models and two more different models, the pooled panel data model and the one with fixed effects. The study data was acquired from the Sabi database.

We found that Portugal has a more favourable tax system with a lower tax burden throughout the period. In Spain, dividend payments were higher in years when the modified classical system was in effect.

The results indicate that tax factors have a significant impact on dividend policy. In Spain, dividends are favoured tax-wise compared to capital gains, resulting in Spanish companies distributing a higher proportion of profits as dividends. Conversely, in Portugal, the method of profit distribution, whether through dividends or capital gains, is inconsequential.

Keywords: Fiscal Asymmetry, Dividend Payout, Iberia, Taxes, Dividend Policy.

Received on: 2024.02.18

Approved on: 2024.03.18

Evaluated by a double blind review system

1 Introdução

Os dividendos representam uma parcela dos lucros gerados pela empresa que é distribuída para os acionistas como forma de remuneração do capital investido. As políticas de dividendos são as escolhas que a empresa faz sobre a distribuição dos lucros aos acionistas, e essas decisões podem mudar conforme a estratégia e a política financeira da sociedade.

Durante os últimos sessenta anos, a política de dividendos tem merecido uma elevada relevância e atenção por parte dos investigadores. Black (1976, p. 5) referia que “*the harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that don't fit together*”. Isto é, o objetivo de vários autores, ao longo dos últimos anos tem sido procurar encontrar uma solução para um “*puzzle cujas peças não encaixam perfeitamente entre si*”.

Pedreira (n.d.) fala sobre a política de dividendos, como sendo uma decisão financeira que se refere à prática adotada pelas empresas sobre quanto, como e quando são distribuídos os lucros obtidos pelos seus sócios ao longo do tempo.

Essa é uma questão relevante tanto para gestores como para académicos, e nas últimas décadas houve estudos que destacaram a importância da distribuição dos lucros, contradizendo os pressupostos iniciais de Miller e Modigliani.

Existem muitas teorias e modelos que abordam este tema. Entre as diferentes abordagens e teorias, os aspetos fiscais são especialmente salientados. Os proprietários são sujeitos a uma taxa de imposto sobre os lucros individuais, incluindo dividendos recebidos, que é muitas vezes superior à taxa aplicada aos rendimentos de capitais. Consequentemente, as empresas não deviam optar por distribuir os seus ganhos, com o objetivo de maximizar a riqueza dos acionistas. Por outro lado, pode haver uma discrepância fiscal entre a tributação dos rendimentos obtidos através de dividendos e dos ganhos de capital, sendo que o primeiro é, muitas vezes, mais elevado que o segundo.

Em vez disso, seria benéfico para as empresas reinvestir os lucros para aumentar o seu valor. Porém as sociedades continuam a pagar dividendos, permanecendo por resolver o fenómeno que Black (1976) designou de *dividend puzzle*. Existem várias teorias que tentam explicar esse enigma, cuja discussão se encontra na próxima secção.

Este estudo tem como finalidade comparar as políticas de distribuição das empresas que tenham efetuado pagamento de lucros, comparando dois países da União Europeia,

Portugal e Espanha. Pretende-se, também, analisar quais os fatores que determinam e influenciam a decisão de distribuir os resultados gerados.

Em termos mais específicos, definimos dois objetivos adicionais: primeiro, compreender como é que os fatores fiscais afetam as políticas de dividendos e se há vantagem fiscal para as mais-valias em comparação aos lucros distribuídos; segundo, comparar dois países diferentes entre 2013 e 2019, período em que as taxas de imposto sobre os dividendos e os ganhos de capital, para além das características do sistema fiscal, variam.

A nível da metodologia utilizada, recorreremos aos modelos de regressão de dados em painel e usámos dois modelos distintos, o modelo de dados em painel *pooled* e o modelo de dados em painel com efeitos fixos. Os dados do estudo foram obtidos a partir da base de dados *Sabi*. O processamento dos dados foi realizado com recurso ao software informático *Gretl*.

2 Revisão da Literatura

Na segunda metade do século XX, ocorreu um marco importante nas discussões académicas. Em 1956, Lintner estabeleceu as bases para o entendimento das políticas de dividendos. Mais tarde, em 1961, Miller e Modigliani mudaram a perspetiva e sugeriram que o pagamento de dividendos não afetasse o valor da empresa numa perspetiva de mercados perfeitos, introduzindo a discussão sobre a irrelevância dos dividendos.

Segundo estes autores, a política de distribuição de resultados não afeta a riqueza dos acionistas. “O valor da empresa depende da rendibilidade dos capitais investidos e não do destino que é dado aos resultados: distribuídos ou retidos” (Augusto, 2006, p.208).

Desde então, muitos autores têm tentado dar explicações e soluções alternativas para os mercados imperfeitos, incluindo o efeito dos impostos.

Uma das primeiras teorias a surgir neste âmbito, foi a teoria do efeito-clientela, lançada por Miller e Modigliani em 1961. Estes afirmavam que a forma como os dividendos e os ganhos de capital são tributados afeta a maneira como os investidores escolhem os seus investimentos, isto é, as empresas tentam atrair investidores específicos promovendo políticas de dividendos distintas. Num mercado de capitais perfeitamente eficientes, onde os dividendos não afetam o valor das empresas, não há incentivos para atração de investidores.

A argumentação de Miller e Modigliani, apresentada em 1961, de que a política de dividendos é irrelevante, ostentava algumas diferenças em relação à realidade, sendo o fator mais importante a não ponderação do efeito fiscal, uma vez que, o tratamento fiscal é diferente entre os dividendos e os ganhos de capital. Surgiu assim, uma nova teoria, a teoria dos efeitos fiscais.

Farrar e Selwyn (1967), assim como Brennan (1970), defendem que se as taxas de imposto sobre os dividendos forem maiores do que as aplicadas sobre os ganhos de capital, as empresas tendem a evitar a distribuição de dividendos. Esses autores “concluíram que as empresas devem evitar a distribuição de resultados sempre que os impostos que incidem sobre os dividendos sejam superiores aos que incidem sobre as mais-valias” (Vieira *et al.* 2013, p.2).

Em 1976, Jensen e Meckling sugeriram a teoria de agência, com o intuito de entender como é que os conflitos entre o principal e o agente podem interferir no desempenho das empresas. Assim, definiram 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 alguma autoridade para poder tomar decisões” (Jensen e Meckling, 1976, p. 308).

De acordo com esta teoria, os agentes têm como principal foco maximizar os seus próprios interesses, o que nem sempre coincide com os interesses dos proprietários das empresas. Surgindo possíveis conflitos entre os gestores e os investidores, entre os proprietários e os credores, e entre os acionistas majoritários e os minoritários.

Almeida *et al.* (2015, p.705), explicam que os “acionistas e gestores procuram agir em defesa dos seus interesses próprios, onde cada qual tenta maximizar a sua utilidade. Esta maximização é alcançada sob visões e perspectivas diferentes que criam divergências e conflitos entre as duas partes”.

Assim, os proprietários das empresas podem querer aumentar os lucros a longo prazo, mas os agentes podem estar mais interessados em maximizar os seus próprios benefícios. No entanto, há maneiras de controlar os atos dos agentes para que estes não sejam utilizados em prol dos interesses do principal. Esses processos de monitorização são chamados de *custos de agência* e têm um custo para a empresa.

Os custos de agência representam os gastos que as empresas têm para impedir que o problema de agência ocorra. Esse problema surge quando os interesses dos proprietários

e dos agentes não estão em sintonia, o que pode fazer com que os gerentes tomem decisões em benefício próprio em detrimento da empresa e dos proprietários. Os custos de agência têm como objetivo garantir que os gestores ajam de acordo com os interesses da empresa e minimizar o risco de decisões inadequadas.

Mais tarde, em 1979, Bhattacharya propôs o primeiro modelo sobre o efeito sinalizador dos dividendos, introduzindo a teoria de sinalização. O modelo proposto sugeria que os que estão dentro das empresas (*insiders*) possuem informações privilegiadas relativamente à rentabilidade da empresa, sobre os que estão fora da empresa (*outsiders*). E como os ganhos de capital são tributados a uma taxa menor do que os dividendos em dinheiro, a distribuição de lucros pode ser vista como um sinal de confiança na capacidade que a empresa tem em gerar fluxos financeiros (*cash-flows*) no futuro.

Posteriormente, Miller e Rock (1985) desenvolveram um modelo em que tentaram investigar como é que a cotações das ações afeta o anúncio dos dividendos, sendo que a informação dos participantes internos e externos é assimétrica. Os resultados demonstraram que o mercado percebe o anúncio de um aumento inesperado nos dividendos ou nos resultados como algo benéfico. Em contrapartida, a utilização de financiamento externo é considerada desvantajosa.

Em síntese, as empresas podem usar a sua política de dividendos para transmitir informações sobre o potencial futuro lucrativo da empresa no mercado, por meio de diferentes modelos de sinalização. No entanto, esta teoria não explica o porquê de as empresas preferirem pagar dividendos em vez de recomprar ações, “que é um mecanismo menos oneroso” (Benzinho, 2004, p.3-4).

Anos mais tarde, Fama e French (2001), Grullon *et al.* (2002) e DeAngelo *et al.* (2006) apresentaram argumentos sobre o porquê de as empresas escolherem pagar dividendos em diferentes pontos do ciclo de vida empresarial, surgindo a teoria do ciclo de vida.

A referida teoria realça que as empresas devem adequar a sua distribuição de resultados de acordo com a fase em que se encontram, já que em diferentes fases do ciclo, as necessidades de financiamento da sociedade mudam, e por isso a política de dividendos deve ser ajustada.

Segundo DeAngelo *et al.* (2006), as empresas em estágios iniciais do seu ciclo de vida costumam financiar os seus investimentos através de empréstimos bancários, com o objetivo de manter o capital próprio dos acionistas. Nesta fase inicial, geralmente são

oferecidos poucos ou nenhuns dividendos aos acionistas, já que a empresa precisa de reinvestir os lucros para poder crescer. Já as empresas maduras tendem a ter um equilíbrio maior entre o capital próprio e o capital de terceiros e, normalmente, distribuem os lucros pelos acionistas. Por fim, as empresas em declínio tendem a oferecer dividendos reduzidos ou inexistentes, com o objetivo de preservar o capital próprio restante.

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 em estudos anteriores e após uma análise da literatura disponível, foram selecionadas as variáveis cuja influência sobre a política de dividendos das empresas é relevante e influente. Entre elas, destacam-se o sistema fiscal em vigor em cada país e ano, bem como a assimetria fiscal entre os dividendos e os ganhos de capital, além de outras variáveis que descrevem características específicas de cada empresa, tais como a rentabilidade, o endividamento, a maturidade e a dimensão.

Foi selecionada a variável *Dividend Payout* ($DP_{i,t}$), como a variável dependente para avaliar a estabilidade da política de dividendos proposta por Lintner (1956). Esse índice indica a proporção dos resultados gerados que são distribuídos aos acionistas e ainda permite entender as expectativas de crescimento das empresas (Farinha e Soro, 2012, p.44).

As hipóteses apresentadas de seguida permitem avaliar a relação e o efeito que as políticas de dividendos têm nas variáveis estudadas.

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

Vários estudos ligam a questão fiscal dos dividendos à teoria de sinalização. Parua & Gupta (2009), explicam que as empresas que pagam impostos mais elevados tendem a distribuir menos dividendos, enquanto as que pagam mais impostos costumam ter ganhos mais significativos. Logo, rendimentos maiores indicam que as empresas têm mais recursos disponíveis para distribuir resultados.

De acordo com Shinozaki e Uchida (2013), as empresas localizadas em países com sistemas fiscais clássicos tendem a ter menores distribuições de resultados.

O efeito dos impostos na política de dividendos pode ser analisado através dos sistemas fiscais em vigor, em diferentes países e períodos, testando a hipótese de que as empresas sediadas em países com maior carga fiscal sobre os dividendos apresentam distribuição de resultados inferior.

De acordo com a *OECD Tax Database*, vigoram dois regimes fiscais, em Portugal e Espanha, durante o período analisado. Esses regimes são o sistema clássico⁴ e o sistema clássico modificado⁵.

Em Portugal, o sistema clássico modificado foi o único regime em vigor durante o período analisado. Em contrapartida, em Espanha, o sistema clássico modificado foi utilizado de 2013 a 2014, enquanto o sistema clássico foi utilizado de 2015 a 2019.

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 avalia o quanto os dividendos podem ser atraentes como forma de distribuição de riqueza, em comparação com os ganhos de capital. O rácio *Dividend Tax Discrimination* ($DTD_{i,t}$) permite analisar como é que as mudanças nas taxas de imposto, tanto dentro de um país como entre países, afetam as políticas de distribuição das empresas. Além disso, permite testar a influência dos sistemas fiscais nesse contexto (Lasfer & Alzahrami, 2008).

Se o valor deste rácio for positivo, indica que os dividendos têm uma vantagem fiscal em relação aos ganhos de capital, o que leva as empresas a distribuírem mais lucros. Se o valor do rácio for igual a um, o rendimento individual após impostos é igual, quer seja

⁴ 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#>

⁵ 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#>

proveniente de dividendos ou de ganhos de capital. Quando o valor do rácio é maior (ou menor) do que um, significa que os dividendos (ou ganhos de capital) têm uma vantagem fiscal em relação aos ganhos de capital (ou dividendos).

Em Portugal, ao longo de todo o período analisado, o rácio da discriminação fiscal foi constante, com um valor de um. Já em Espanha, esse valor variou ao longo dos anos. De 2013 a 2014, foi de 1,0003, em 2015 foi de 1,0005 e, por último, de 2016 a 2019, foi de 1,0002.

Portanto, levámos em consideração a seguinte hipótese:

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.*

Em relação às variáveis relacionadas com as características específicas de cada empresa que utilizámos, as hipóteses são as seguintes:

c) Rendibilidade

De acordo com Lintner (1956), a rendibilidade é um dos fatores mais importantes a analisar na decisão de distribuição de dividendos. A rendibilidade dos ativos, também conhecida como *return on assets* (ROA), é um indicador que mede a eficácia com que uma empresa utiliza os seus ativos para gerar lucros. Por outras palavras, a ROA é uma métrica financeira que oferece informações sobre a lucratividade e eficiência da empresa, permitindo que os investidores avaliem a capacidade da empresa de recompensar os seus acionistas.

Os estudos de Fama e French (2001) e de DeAngelo *et al.* (2006) investigaram e testaram a teoria do ciclo de vida das empresas e examinaram o rácio da rendibilidade. Concluíram que as empresas que obtêm altos níveis de rendibilidade tendem a distribuir mais dividendos, o que indica uma relação positiva entre a rendibilidade e a distribuição de lucros. Estudos mais recentes, como os de Khan *et al.* (2017), Bahreini e Adaoglu (2018), Dewasiri *et al.* (2019), Le *et al.* (2019), Rój (2019), Lobão *et al.* (2022), Shapovalova (2023), Al-Hiyari *et al.* (2024) e Linh *et al.* (2024), confirmam a relação positiva entre as duas variáveis. Com base nisso, formulámos a seguinte hipótese:

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

d) Endividamento

O nível de endividamento que uma empresa possui pode afetar a sua capacidade de distribuir lucros e também pode influenciar a forma como os investidores analisam a política de dividendos da empresa, pois isso pode revelar as prioridades de investimento das mesmas e as suas expectativas de crescimento futuro.

Autores como Agrawal e Jayaraman (1994), DeAngelo *et al.* (2006), Khan *et al.* (2017), Bahreini e Adaoglu (2018), Rój (2019), Sharma (2021) e Linh *et al.* (2024), afirmam que há uma relação inversa entre o valor da dívida de uma empresa e a opção de distribuir os seus lucros entre os acionistas. Com base nos estudos anteriores, assumimos a seguinte hipótese:

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 *et al.* (2014) e Dewasiri *et al.* (2019), propuseram que as empresas com mais tempo de existência têm um maior fluxo de caixa disponível (níveis mais elevados de *free cash-flow*) e, portanto, têm maior capacidade de distribuir dividendos aos acionistas.

Segundo Dewasiri *et al.* (2019), o *free cash-flow* tem uma influência positiva na propensão a pagar dividendos. E esclarecem que “When there is a high level of FCFs under a manager control, a high distribution of dividends is expected” (Dewasiri *et al.*, 2019). Mais recentemente, Shapovalova (2023) confirmou uma relação positiva entre a maturidade das empresas e a distribuição de resultados. Afirmou que empresas maduras têm menos oportunidades de investimento para aplicar os fluxos de caixa e conseqüentemente, maior distribuição de lucros. Com base nestes estudos, formulámos a seguinte hipótese:

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

De acordo com Fama e French (2001), a capacidade das sociedades em repartir os lucros que geram está relacionada com o seu tamanho, em linha com a teoria de agência. Portanto, o tamanho das empresas pode ser um dos fatores mais importantes na decisão de distribuir ou reter os resultados financeiros.

Naceur *et al.* (2006) e Rafique (2012) usaram o valor do ativo líquido como medida da dimensão das empresas. Assim, quanto maior for a empresa, mais resultados são distribuídos.

Gizelle *et al.* (2013), Mubin *et al.* (2014), Bahreini e Adaoglu (2018), Dewasiri *et al.* (2019), Nyere e Wesson (2019) e Rójí (2019) confirmaram uma relação positiva entre a dimensão e os dividendos. Barros *et al.* (2020), acrescenta que a dimensão da empresa, é o principal determinante da dinâmica da política de distribuição de resultados. Portanto, assumimos a seguinte hipótese:

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).*

Finalmente, dado que os modelos foram construídos utilizando dados de dois países, teve-se em conta a variável *país*. Essa variável ajudou a entender o impacto das características específicas de cada país nas empresas. Portanto, utilizou-se a variável $PAÍSdummy_{i,t}$ para representar o país onde a empresa *i* estava localizada no período *t*. Se a empresa pertencer a Portugal, o valor será 1, e se pertencer a Espanha, o valor será 0.

3.2. Amostra

A amostra utilizada foi obtida a partir dos dados disponíveis na plataforma online *Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (Sabi)*. As informações relativas ao sistema fiscal de cada país e em cada ano, assim como as taxas aplicadas aos dividendos recebidos pelos investidores, foram obtidas na *OECD Tax Database* (<https://www.oecd.org/ctp/tax-policy/tax-database/>). Já as taxas de imposto sobre os ganhos de capital foram obtidas no *website* da PWC, em <https://www.pwc.com/gx/en/services/tax/worldwide-tax-summaries.html>.

No âmbito desta investigação, foram selecionadas 1292 empresas portuguesas e espanholas para análise, utilizando a base de dados *Sabi*. Destas, 493 são portuguesas e 799 são espanholas, num período de sete anos.

Com esta amostra, foram recolhidos dados de 3.451 observações para Portugal e 5.593 para Espanha, considerando o número de empresas multiplicado pelo número de anos em estudo.

É importante destacar que apenas foram incluídas empresas não financeiras na amostra, devido às particularidades setoriais que impossibilitam a comparação com outras sociedades. Além disso, todas as empresas selecionadas pagaram dividendos durante todo o período em análise, conforme mencionado por Benzinho (2004). Os dados foram processados utilizando o software informático *Gretl*⁶.

3.3. Variáveis

Na Tabela 1 apresentam-se as variáveis que foram utilizadas e escolhidas com base em estudos anteriores semelhantes, como os de Almeida, Pereira e Tavares (2015), Pereira e Vieira (2016) e Fernandes (2013). A seleção dessas variáveis foi feita para se obter um melhor entendimento e comparação dos resultados obtidos no trabalho atual.

Tabela 1 – Variáveis do estudo empírico

Variáveis	Designação	Proxy	Fundamentação Teórica
Sistema Fiscal	SIST <i>dummy</i>	<u>Variáveis dummy:</u> 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 e Gupta (2009); Shinozaki e 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>

⁶ Gretl (acrónimo de *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*) é um software livre que compila e interpreta dados econométricos.

			(2006); Khan <i>et al.</i> (2017); Bahreini e Adaoglu (2018); Le <i>et al.</i> (2019); Dewasiri <i>et al.</i> (2019); Rój (2019); Lobão <i>et al.</i> (2022); Shapovalova (2023); Al-Hiyari <i>et al.</i> (2024); Linh <i>et al.</i> (2024).
Endividamento	ENDIV	$ENDIV_{i,t} = \frac{Passivo\ Total_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}} \times 100$	Agrawal e Jayaraman (1994) e DeAngelo <i>et al.</i> (2006); Khan <i>et al.</i> (2017); Bahreini e Adaoglu (2018); Rój (2019); Sharma (2021); Linh <i>et al.</i> (2024).
Maturidade	MAT	$MAT_{i,t} = (Ano\ Observação_{i,t} - Ano\ de\ Início_{i,t}) + 1$	Fairchild <i>et al.</i> (2014); Dewasiri <i>et al.</i> (2019); Shapovalova (2023).
Dimensão	DIM	$DIM_{i,t} = Ln(Ativos\ Totais_{i,t})$	Fama e French (2001); Naceur <i>et al.</i> (2006); Rafique (2012); Gizelle <i>et al.</i> (2013); Mubin <i>et al.</i> (2014); Bahreini e Adaoglu (2018); Dewasiri <i>et al.</i> (2019); Nyere e Wesson (2019); Rój (2019); Barros <i>et al.</i> (2020).

3.4. Metodologia

No nosso estudo, utilizámos modelos de análise de dados em painel, uma vez que examinámos 1292 empresas ao longo de um período de sete anos consecutivos (2013-2019).

Segundo Baltagi (2005), os dados em painel permitem controlar a heterogeneidade individual de cada setor, oferecem mais informações, reduzem a colinearidade entre as variáveis e permitem um maior grau de eficiência e liberdade.

Para analisar a relação entre a variável dependente (*DP*) e várias variáveis independentes, e para testar as hipóteses, utilizámos dois modelos de análise de dados em painel, descritos por Greene (2013): o modelo de dados em painel *pooled* e o modelo de dados em painel com efeitos fixos.

Nos modelos de dados em painel, as variáveis são representadas por um índice duplo. Isso pode ser observado na seguinte equação geral, a qual é escrita levando em consideração as hipóteses a serem investigadas.

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

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

Neste contexto, o modelo considera variáveis *dummy* para os sistemas fiscais existentes (*SISTdummy*) e para o país onde as empresas atuam (*PAÍSdummy*). Essas variáveis permitem controlar as características e as especificidades fiscais de cada país.

Para selecionar o modelo que melhor se adapta à estrutura dos dados, foram realizados dois testes estatísticos: o teste de *poolabilidade* o teste de multiplicados de Lagrange.

Os modelos utilizados apresentam diferentes detalhes e são expressos nas seguintes equações:

a) Modelo de dados em painel *pooled*

Segundo este modelo, β_0 é comum entre as várias empresas e constante ao longo de um determinado período (de 2013 a 2019). Por essa razão, o índice da variável foi eliminado. Os coeficientes β ($\beta_{1i}, \dots, \beta_{7i}$), são comuns a todas as empresas incluídas no painel, portanto, o índice da variável também foi eliminado. Simplificando, o modelo resultante é o seguinte:

$$DP_{it} = \beta_0 + \beta_1PAÍSdummy_{i,t} + \beta_2SISTdummy_{i,t} + \beta_3DTD_{i,t} + \beta_4ROA_{i,t} + \beta_5ENDIV_{i,t} + \beta_6MAT_{i,t} + \beta_7DIM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

b) Modelo de dados em painel com efeitos fixos

No que diz respeito a este modelo, os coeficientes β são considerados semelhantes para todas as empresas que formam o painel. Portanto, o índice da variável é eliminado 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 cada empresa possui uma característica única, que pode ser quantificada pelo termo constante usado.

3.5. Discussão dos resultados

Com base nos diferentes modelos de dados em painel e nos testes anteriores apresentados, quisemos escolher o modelo mais apropriado para a nossa estrutura de dados. Analisámos os dados dos dois países juntos e de cada país separadamente.

A Tabela 2 mostra os resultados das estatísticas descritivas das variáveis estudadas no período de 2013 a 2019.

Nos dados conjuntos, podemos observar que o *dividend payout* médio foi de 2,05 euros, o que significa que, em média, as empresas portuguesas e espanholas pagaram aproximadamente 2,05 euros por ação em dividendos durante o período analisado. A diferença entre o valor máximo de *dividend payout* (6967,49) e o valor mínimo (0,00003) foi muito grande. O desvio-padrão do *dividend payout* (73,95) foi muito maior que a média, o que indica que as observações estão muito dispersas em relação à média. O coeficiente de assimetria (92,51) mostrou que a variável dependente apresentou uma assimetria positiva.

Em Portugal, em média, durante o período analisado, as empresas portuguesas pagaram cerca de 1,66 euros por ação em dividendos. A diferença entre o valor máximo dos dividendos (572,56) e o valor mínimo (0,00011) foi muito grande, mostrando uma grande variação nos valores das empresas. O desvio-padrão do *dividend payout* (13,57) foi muito maior do que a média, indicando uma dispersão significativa dos dados em relação à média. O coeficiente de assimetria (29,18) indica que os dados apresentam uma

assimetria positiva, ou seja, houve uma maior concentração de valores mais baixos e poucos valores mais altos.

O *dividend payout* médio em Espanha foi de cerca de 2,29 euros por ação. O intervalo entre o valor máximo (6967,49) e o mínimo (0,00003) mostrou uma ampla variação nos valores da variável em estudo. O desvio-padrão do *dividend payout* (93,44) foi significativamente maior que o valor médio, indicando uma grande dispersão dos dados em relação à média. O coeficiente de assimetria (74,13) sugere que a distribuição dos valores da variável dependente foi assimétrica positiva.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas dos dados conjuntos, Portugal e Espanha

<i>Portugal + Espanha</i>						
	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

3.5.1. Dados conjuntos (Portugal e Espanha)

A informação proveniente na Tabela 3 apresenta o modelo de dados em painel *pooled*. A análise revela que apenas as variáveis *dimensão* e *sistema fiscal* foram consideradas estatisticamente significativas com um nível de significância de 10% (*). Além disso, observa-se que a variável *sistema fiscal*, além de ser significativa, possui uma relação

inversa com a variável resposta (*dividend payout*), uma vez que o coeficiente estimado foi negativo.

Tabela 3 – Modelos de dados em painel *pooled*

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
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	*

Após repetirmos o processo e removermos as variáveis que não possuíam significância estatística, ficámos apenas com duas variáveis principais: *dimensão* e *sistema fiscal*, conforme apresentado na Tabela 4. Ao analisarmos a variável *dimensão*, constatámos que foi estatisticamente significativa considerando um nível de significância de 5% (**).

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

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
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 fim, estimámos o modelo final utilizando apenas a variável *dimensão*, que foi a única com significância anteriormente identificada, com nível de significância de 5% (**), como mostra a tabela 5.

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

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

Confirmámos a hipótese de que a dimensão da empresa está diretamente relacionada com a distribuição dos resultados gerados (hipótese 6). Concluimos que apenas a variável *dimensão* foi relevante para explicar o comportamento da variável dependente.

Após estimarmos este modelo, procedemos à realização e análise dos testes de diagnóstico do painel. Realizámos o teste de *poolabilidade*, também conhecido como

teste F ou teste de Chow, proposto pelo autor em 1960. A hipótese nula (H_0) considerava a constância do termo constante, enquanto a hipótese alternativa (H_1) sugeria a heterogeneidade do termo constante. Assim,

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

Versus

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

A estatística de teste associado ao teste F foi 0,998, e o valor-p foi 0,515. Isso significa que, com base nos níveis de significância usuais (1%, 5% e 10%), não tínhamos evidências suficientes para rejeitar a hipótese nula de que o modelo de dados em painel *pooled* se ajustava à estrutura dos dados. Por outras palavras, não encontramos diferenças significativas entre os grupos de dados e podemos concluir que o modelo em questão é adequado para representar os dados.

3.5.2. Portugal

Com o objetivo de encontrar o modelo que melhor se ajusta à estrutura dos dados de Portugal, começámos por estimar o modelo de dados em painel *pooled*, e em seguida procedemos à análise de diagnóstico. Realizámos o teste de *poolabilidade*, que resultou numa estatística de teste observada de 1,178 e um valor-p de 0,007. Com base nesses resultados, rejeitámos a hipótese nula e concluímos que um modelo com efeitos fixos é mais apropriado.

Posteriormente, realizámos o teste dos multiplicadores de Lagrange (LM), também conhecido como teste de Breusch-Pagan, proposto por esses autores em 1979. O objetivo foi testar as seguintes hipóteses:

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 resultado obtido do teste LM foi uma estatística de teste de valor 0,880, com um valor-p de 0,348. Isso indicou que, de acordo com os níveis usuais de significância, não tínhamos evidências suficientes para rejeitar a hipótese nula.

Além disso ao considerar o resultado do teste de *poolabilidade*, concluímos que o modelo com efeitos fixos foi o mais adequado para ajustar a estrutura de dados. Os

resultados estimados do modelo final são apresentados na Tabela 6, com as variáveis: *rendibilidade*, *endividamento*, *maturidade* e *dimensão*.

Ao analisar os resultados das variáveis independentes, podemos observar que todas elas foram estatisticamente significativas. As variáveis *rendibilidade*, *maturidade* e *dimensão* foram significativas com um nível de significância de 1% (***), enquanto a variável *endividamento* foi significativa com um nível de significância de 5% (**).

Tabela 6 – Modelos de dados em painel com efeitos fixos

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
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	***

A relação existente entre as variáveis *rendibilidade* e *dimensão* foi inversa relativamente à variável resposta (*dividend payout*). Portanto, todas as variáveis tinham um papel importante na explicação do comportamento da variável dependente, ou seja, a distribuição dos resultados alcançados.

3.5.3. Espanha

A Tabela 7 mostra os resultados do modelo de dados em painel *pooled* estimado. Ao analisar esses resultados, concluímos que as variáveis: *rendibilidade*, *endividamento*, *maturidade*, *sistema fiscal* e *discriminação fiscal* não têm um impacto estatisticamente significativo, de acordo com os níveis de significância usuais. No entanto, a variável *dimensão* demonstrou ter um impacto estatisticamente significativo, com um nível de significância de 5% (**).

Tabela 7 – Modelo de dados em painel *pooled*

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
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	

Em seguida, calculou-se o modelo final, apresentado na Tabela 8, agora contendo apenas a variável que antes era estatisticamente significativa (*dimensão*), com um nível de significância de 5% (**).

Tabela 8 – Modelo de dados em painel *pooled* (variável DIM)

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

Os resultados confirmaram a hipótese 6, mostrando que a decisão de pagar dividendos está positivamente relacionada com o tamanho das empresas espanholas.

Após estimar o modelo, prosseguimos com a realização e análise dos testes de diagnóstico do painel. O teste de *poolabilidade* foi realizado, tendo obtido um valor observado da estatística de teste associado ao teste F de 0,99 com um valor-p de 0,55, maior que os níveis de significância usuais (1%, 5% e 10%). Portanto, aceitamos a hipótese nula de que o modelo de dados em painel *pooled* se ajusta à estrutura de dados.

A Tabela 9 apresenta as variáveis independentes estudadas, os sinais esperados com base na revisão da literatura e os sinais obtidos no estudo por meio das Matrizes de Correlação (Matrizes de *Pearson*), que mostram 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	+	+	-	+

Os resultados nos três conjuntos de dados mostram que a *rendibilidade* e o *endividamento* apresentam valores opostos ao esperado. Em ambos os casos, a *rendibilidade* foi negativa e o *endividamento* foi positivo. Isso significa que as hipóteses 3 e 4 foram rejeitadas nos dois países.

O resultado obtido na variável, *rendibilidade*, não está em linha com os anteriores estudos, como o de Khan *et al.* (2017), Bahreini e Adaoglu (2018), Dewasiri *et al.* (2019), Le *et al.* (2019), (Rój 2019), Lobão *et al.* (2022), Shapovalova (2023), Al-Hiyari *et al.* (2024) e Linh *et al.* (2024), pois em todos eles, a variável apresentou uma relação positiva.

Relativamente à variável *endividamento*, estes resultados estão linha com os estudos de Neves *et al.* (2020), onde também eles verificaram que existe uma relação positiva entre o valor da dívida de uma empresa e a opção de distribuir os seus lucros pelos acionistas. Por outro lado, contrário aos estudos de Khan *et al.* (2017), Bahreini e Adaoglu (2018), Rój (2019), Sharma (2021) e Linh *et al.* (2024).

Neves *et al.* (2020), clarifica este resultado dizendo que, “higher levels of debt are associated with higher dividend payments, which can be understood as an intention to limit the discretionary power of managers over new funds and, consequently, avoid overinvestment in the company” (Neves *et al.*, 2020).

A *maturidade* apresentou variações nos três conjuntos de dados. Foi negativa nos dados conjuntos e nos espanhóis, o que vai contra o que era esperado. Já anteriormente, Nyere e Wesson (2019), obtiveram a mesma relação entre as variáveis. Louziri e Oubal (2022) também obtiveram uma relação negativa entre o *free cash flow* e a distribuição de lucros. Assim, a hipótese 5 foi rejeitada para Espanha. No entanto, nos dados portugueses foi positiva, confirmando a hipótese 5 para Portugal, igual ao que, Dewasiri *et al.* (2019), obtiveram no seu estudo.

A *dimensão* apresentou resultados positivos tanto nos dados conjuntos como nos espanhóis, o que confirmou a hipótese 6 em Espanha. Confirmando os resultados dos estudos de Al-Hiyarie Bahreini e Adaoglu (2018), Dewasiri *et al.* (2019), Nyere e Wesson (2019) e Rój (2019). No entanto, em Portugal, os resultados foram negativos, o que vai contra as expectativas e levou à rejeição da hipótese 6. Este resultado veio confirmar o que já anteriormente, Sharma (2021), Louziri e Oubal (2022) e Linh *et al.* (2024) tinham verificado.

Além disso, em Portugal não foi possível a análise da *discriminação fiscal*, pois ao longo do período estudado essa discriminação manteve-se constante, ou seja, o rácio foi sempre igual a um. Consequentemente, não houve assimetria fiscal e a forma como a distribuição de riqueza ocorre, seja através de dividendos ou de ganhos de capital, é indiferente.

Analisando os dados conjuntos e os dados em Espanha, verificou-se que a *discriminação fiscal* tem um impacto positivo na decisão de pagamento de dividendos.

Esta variável, que beneficia os dividendos em detrimento dos ganhos de capital, foi evidente através de um rácio superior a um. Consequentemente, as empresas têm uma tendência para distribuir mais lucros através de dividendos. Esse resultado vai contra a segunda hipótese e anula um dos objetivos específicos definidos inicialmente com base na revisão da literatura.

Os resultados alcançados vão de encontro ao estudo de Khan *et al.* (2017), onde se verifica que os impostos sobre os ganhos de capital, não tem impacto no pagamento de dividendos e os investidores preferem o pagamento sob esta forma em vez de ganhos de capital.

O sistema fiscal português é mais favorável e possui uma carga fiscal mais baixa ao longo de todo o período analisado. Isto deve-se ao facto de o sistema clássico modificado permitir reduzir a carga fiscal resultante da dupla tributação económica dos dividendos, característica do sistema clássico.

Em Espanha, a confirmação da hipótese 1 foi evidenciada, uma vez que os dividendos foram superiores nos dois anos em que o sistema clássico modificado vigorava, devido a um maior rácio de discriminação fiscal. Não foi possível realizar uma comparação com Portugal, pois o regime fiscal permanece o mesmo ao longo de todo o período analisado, o que limita o estudo.

Também se verificou que a amostra conjunta apresenta resultados iguais à amostra espanhola em todas as variáveis, o que pode ser atribuído ao maior peso de Espanha na amostra.

O facto de as variáveis *endividamento*, *maturidade* e *dimensão* apresentarem resultados diferentes dos esperados pode ser explicado por conflitos de agência e diferentes estruturas de propriedade.

Jensen e Meckling (1976) mostraram que há potenciais conflitos entre os gestores e a propriedade nas empresas mais maduras e de grandes dimensões, devido à separação entre os gestores e a propriedade ou à baixa participação dos gestores no capital da empresa. Estes conflitos de interesse, os quais intitularam de conflitos de agência, podem levar os gestores a tomar decisões menos eficazes para a criação de valor. Por exemplo, os gestores podem preocupar-se mais em manter o seu emprego, proteger a sua reputação e agir de forma oportunista.

As características da estrutura de propriedade têm um impacto na forma como as empresas se desempenham, como defendido pela teoria de agência. Os conflitos de agência surgem dentro das organizações, tanto entre a gestão e os proprietários como entre os próprios proprietários, como os acionistas majoritários e minoritários.

Quando a estrutura acionista é dispersa, ocorrem conflitos de interesse entre os acionistas externos e os gestores, que geralmente não possuem participação significativa no capital da empresa, ou quando possuem, é mínima.

Quando há uma concentração de propriedade, ou seja, quando um único acionista tem o controlo da empresa devido ao alto grau de concentração de capital, os tipos de conflitos de interesse mudam. Nesse caso, surgem conflitos entre os acionistas majoritários e os minoritários.

A diferença no resultado da rentabilidade do ativo em relação ao esperado pode ser explicado pela forma como foi medida. Teria sido interessante e talvez mais adequado utilizar a rentabilidade dos capitais próprios da empresa (ROE) como indicador.

4 Conclusão

O objetivo principal e primordial do trabalho consistia em estudar o impacto dos fatores fiscais na política de dividendos, comparando Portugal e Espanha, e também como é que diferentes fatores determinam a decisão de distribuir lucros. Além disso, pretendíamos compreender como é que os fatores fiscais afetam as políticas de dividendos e se existe um regime fiscal mais favorável para as mais-valias em relação aos lucros distribuídos. Para isso, comparámos os dois países, que possuem sistemas fiscais distintos, por meio da análise do comportamento do rácio *dividend payout* de 1292 empresas, das quais 493 portuguesas e 799 espanholas, num período de sete anos.

O presente estudo tem uma contribuição positiva para a literatura, pois analisa as políticas de dividendos em dois países da União Europeia que possuem regimes legais semelhantes e sistemas fiscais diferentes, utilizando uma amostra de empresas não financeiras de capital aberto e fechado.

Considerando as várias teorias e opiniões divergentes sobre a política de dividendos, pode-se concluir, com base neste estudo, que a afirmação de que a política de dividendos é um “*puzzle cujas peças não encaixam perfeitamente entre si*” Black (1976, p. 5) ainda é válida nos dias atuais.

Os estudos empíricos sobre as políticas de dividendos têm obtido resultados divergentes nos últimos anos, com diferentes autores chegando a conclusões opostas. Isso sugere que ainda há muito a ser investigado nessa área.

As pesquisas mostraram que os fatores fiscais têm uma influência significativa na decisão de distribuição de dividendos. Devido aos benefícios fiscais associados aos dividendos em comparação com os ganhos de capital, as empresas espanholas tendem a distribuir mais lucros na forma de dividendos, ao contrário das empresas portuguesas. Em Portugal é indiferente se a distribuição de riqueza ocorre por meio de dividendos ou de ganhos de capital.

As razões para os resultados serem diferentes do esperado podem ser atribuídas a várias circunstâncias. Primeiro, a amostra utilizada pode ter características específicas que afetaram os resultados. Além disso, o facto de a amostra excluir empresas que não pagam dividendos pode ter influenciado os resultados, uma vez que essas empresas também têm a sua própria política de distribuição de riqueza. É importante ressaltar que a maioria das empresas na amostra são pequenas e médias (PME) e familiares, o que também pode ter desempenhado um papel nos resultados. Por fim, as variáveis de controlo utilizadas podem estar a exercer uma influência nos resultados. Todos esses fatores podem estar a contribuir para explicar as diferenças observadas nos resultados.

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. <https://www.jstor.org/stable/2487787>
- Al-Hiyari, A., Kolsi, M., Lutfi, A., Shakkour, A. & Aljumah, A. (2024). Information asymmetry and dividend payout in an emerging market: does corporate governance quality matter?. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10(1). <https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100188>
- Almeida, L., Pereira, E. & Tavares, F. (2015). Determinantes da política de dividendos: evidência de Portugal. *Revista brasileira de gestão de negócios*, 17, 701-719. <http://hdl.handle.net/11328/1783>
- Augusto, M. (2006). *Política de Dividendos e Estrutura do Capital: Respostas e Dúvidas do Estado da Arte*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.
- Bahreini, M. & Adaoglu, C. (2018). Dividend payouts of travel and leisure companies in Western Europe: An analysis of the determinants. *Tourism Economics*, 24 (7), 801-820. <https://doi.org/10.1177/1354816618780867>
- Baltagi, B. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. (3rd edition). John Willey & Sons, Ltd.
- Barros, V., Matos, P. & Sarmento, J. (2020). What firm's characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the Euronext stock exchange. *Journal of Business Research*, 115, 365-377. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.042>
- Benzinho, J. (2004). *The dividend policy of the Portuguese corporations: Evidence from Euronext Lisbon*. Munich Personal RePEc Archive. MPRA Paper n°1137. ISCAC – IP Coimbra. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.609461>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Informations, Dividend Policy and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- Brennan, M. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *Nacional Tax Journal*, 23 (4), 417-427. <https://www.jstor.org/stable/41792223>

- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Dewasiri, N., Koralalage, W., Azeez, A., Jayarathne, P., Kuruppuarachchi, D. & Weerasinghe, V. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y., (2014). Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31, 129-151. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.10.006>
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Farinha, J., & Soro, M. (2012). *Dividendos e Recompra de Ações: da teoria à prática*. Porto: Vida Económica – Editorial, S.A. ISBN: 9789727886180
- Farrar, D., & Selwyn, L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, 20(4), 444-454. <https://www.jstor.org/stable/41791571>
- 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. <https://doi.org/10.34624/ei.v0i7.6031>
- Gizelle, P., Allen, M, & Weeks, S. (2013). Determinantes da política de dividendos para as empresas de ADR, *Administração Financeira*, 39(12), 1155-1168. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54.1943>
- 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. <https://doi.org/10.1086/339889>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Khan, N., Jehan, Q. & Shah, A. (2017). Impact of taxation on dividend policy: Evidence from Pakistan. *Research in International Business and Finance*, 42, 365-375. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.157>

- Lasfer, M., & Alzahrani, M. (2008). *Investor Protection, Taxation, and Dividends*. King Fahd University of Petroleum & Minerals, Dhahran - Cass Business School, London.
- Le, T., Nguynen, X. & Tran., M. (2019). Determinants of dividend payout policy in emerging markets: evidence from the Asean region. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 531-546. 10.18488/journal.aefr.2019.94.531.546
- Linh, N., Hung, D. & Van, V. (2024). Factors affecting the dividend policy of vietnamese enterprises in the context of the covid-19 pandemic. *Quality – Access to Success* 25(200), 128-135. 10.47750/QAS/25.200.13
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lobão, J., Piedade, P. & Nippani, S. (2022). Does stock trading volume signal future dividends? Evidence from Iberian firms. *Portuguese Economic Journal*, 21(1), 53-66. <https://doi.org/10.1007/s10258-020-00191-3>
- Louziri, R. & Oubal, K. (2022). Determinants of dividend policy: the case of the Casablanca stock exchange. *Journal of Risk and Financial Management* 15(12), 548. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120548>.
- Miller, M. & Rock, K. (1958). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051. <https://doi.org/10.2307/2328393>
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://www.jstor.org/stable/2351143>
- 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). <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/11021/11322>
- Naceur, S., Goaid, M. & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, 6(1,2), 1-23. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2007.00057.x>
- Neves, M., Cunha, M. & Vilas, J. (2020). Determinants of dividends in the telecommunications sector. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(3), 669-685. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i3.4069>
- Nyere, L. & Wesson, N. (2019). Factors influencing dividend payout decisions: evidence from South Africa. *South African Journal of Business Management*, 50(1), a1302. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v50i1.1302>.

- 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. <http://ro.uow.edu.au/aabfj/vol3/iss4/4>
- Pedreira, M. (n.d.). *Teoría de la financiación*. Madrid: Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A., 237-583.
- Pereira, P. & Vieira, E. (2016). O efeito fiscal nos dividendos: evidência nas empresas do PSI20. *European Journal of Applied Business and Management*, 2(2). <http://hdl.handle.net/10773/16542>
- Rafique, M. (2012). Factors Affecting Dividend Payout: Evidence from Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1(11), 76-92.
- Rój, J. (2019). The determinants of corporate dividend policy in Poland. *Ekonomika*, 98(1), 96-110. <https://doi.org/10.15388/Ekon.2019.1.6>
- Shapovalova, S. (2023). Determinants of dividend payments of Russian companies. *Journal of Corporate Finance*, 17(1) 54-63. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.1.2023.54-63>
- Sharma, R. (2021). Factors influencing dividend decisions of Indian construction, housing, and real estate companies: an empirical panel data analysis. *International Journal of Finance and Economics*, 26(4), 5666-5683. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2087>
- Shinozaki, S. & Uchida, K. (2013). *Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing: international evidence*. Kyushu University Working Paper.
- Vieira, E., Pinho, C. & Leite, S. (2013). Reação do mercado ao anúncio de dividendos: evidência em países europeus. *Estudos do ISCA*, (5). <https://doi.org/10.34624/ei.v0i5.6241>

How to cite this article:

Henriques, C., Benzinho, J., & Larguinho, M. (2024). Os fatores explicativos da política de dividendos nas empresas ibéricas (2013-2019). *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, 10 (19), 126 - 153. Disponível em <http://u3isjournal.isvouga.pt/index.php/PJFMA>. doi: <https://doi.org/10.54663/2183-3826.2024.v10.n19.126-153>