

## **A fiscalidade e os dividendos: uma análise empírica da influência da variação do crédito de imposto na distribuição de lucros das sociedades portuguesas entre 1989 e 1995<sup>1</sup>**

**António Martins**

**(Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra)**

**Paulo Gama**

**(Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra)**

### **Resumo:**

A política de dividendos das sociedades é influenciada por numerosos factores, pretendendo o presente estudo abordar a influência da fiscalidade. A avaliação desta influência será feita para um período (1989 – 1995) durante o qual se alterou substancialmente o tratamento fiscal dos dividendos recebidos por certas categorias de sócios ou accionistas.

Serão apresentados os traços mais importantes que caracterizaram a evolução do tratamento que em Portugal foi concedido aos dividendos no período 1989 a 1995, em sede de IRS e IRC, com o fim de averiguar, teoricamente, de que maneira o sistema fiscal poderá ter condicionado a política de distribuição de lucros das empresas. Em seguida, procurar-se-á analisar empiricamente em que medida a política de distribuição de dividendos das sociedades portuguesas terá evoluído de forma a ajustar-se à mudança do enquadramento fiscal destes rendimentos.

### **Abstract:**

The purpose of this paper is to analyze the effect of changes in the taxation of dividends between 1989 and 1995 in the distribution of profits from Portuguese companies to their shareholders. In particular we analyze if the increase in the tax credit for certain types of shareholders had any impact on the pay out ratio. We conclude that the dividend policy changed in a way that is in accordance with theoretical tax propositions regarding the influence of taxation in dividend policy.

## **1. Introdução**

---

<sup>1</sup> Este texto corresponde em grande parte à comunicação apresentada pelos autores na I Conferência de Fiscalidade da FEUC. Na presente versão é feita uma revisão da literatura mais actualizada, mantendo-se o essencial da parte empírica.

A política de dividendos das sociedades é influenciada por numerosos factores pretendendo o presente estudo abordar a influência da fiscalidade nessa política<sup>2</sup>.

A avaliação empírica desta influência será feita para um período (1989 – 1995) durante o qual se alterou substancialmente em Portugal o tratamento fiscal dos dividendos recebidos por certas categorias de sócios ou accionistas. Assim, representando as situações de mudança de enquadramento fiscal oportunidades muito interessantes para estudar a reacção dos decisores financeiros a estas alterações tributárias<sup>3</sup>, julga-se que o método utilizado é apropriado para uma análise empírica dos efeitos fiscais na decisão sobre o destino a dar aos lucros societários.

O modelo pioneiro na análise da política de dividendos sobre o valor das empresas – Miller e Modigliani (1961) -, conclui, como se sabe, pela irrelevância desta política. No entanto, as hipóteses subjacentes ao modelo tornam as suas conclusões dificilmente aceitáveis, uma vez que, entre outras condições limitativas, é excluída a tributação. Há, pois, que averiguar quais as principais proposições teóricas que existem na literatura da especialidade sobre a influência da fiscalidade na política de dividendos e, também, as principais conclusões de alguns dos mais importantes estudos empíricos sobre a questão, o que se fará na secção 2.

De seguida - secção 3 - apresentaremos os traços mais importantes que caracterizam a evolução do tratamento que, em Portugal, foi concedido aos dividendos no período 1989 a 1995, em sede de IRS e IRC, com o fim de averiguar, teoricamente, de que maneira o sistema fiscal poderá ter condicionado a política de distribuição de lucros das empresas. Em particular, a subida do crédito de imposto associado ao recebimento de dividendos por parte de certas categorias de titulares do capital societário traduz uma situação de mudança significativa no enquadramento tributário destes rendimentos. Assim, a evolução das normas fiscais faculta aos investigadores uma situação na qual a influência da variável fiscal pode ser mais facilmente isolada de outras que afectam a distribuição de lucros.

---

<sup>2</sup> As sociedades a que nos referiremos no texto - que também designaremos alternadamente por “empresas” - são as que se organizam sob a forma jurídica de sociedades por acções ou por quotas. A política de dividendos é entendida como a decisão sobre a percentagem de lucros a distribuir aos sócios.

De entre os factores que afectam a política de dividendos podem salientar-se as oportunidades de investimento que se deparam à empresa que são financiáveis por lucros retidos e a maior ou menor facilidade em recorrer a financiamento externo (crédito bancário, empréstimos obrigacionistas, etc.), o desejo de liquidez por parte dos sócios, ou o efeito de sinalização ao mercado accionista.

<sup>3</sup> Ver, a respeito do interesse das mudanças tributárias como momentos privilegiados para o estudo da reacção dos decisores financeiros, Martins (1999).

Na secção 4, e partindo de elementos estatísticos constantes da Central de Balanços do Banco de Portugal, procurar-se-á analisar em que medida a política de distribuição de dividendos das sociedades portuguesas terá evoluído de forma a ajustar-se à mudança do enquadramento fiscal destes rendimentos. A secção 5 conclui.

## 2. Da tese de MM à defesa da influência da fiscalidade na política de dividendos

### 2.1 O modelo de Miller e Modigliani

Franco Modigliani e Merton Miller (1961) - doravante designados por MM - são conhecidos, entre outras importantes contribuições no domínio da teoria financeira, pela defesa da tese da irrelevância da política de dividendos enquanto factor de valorização das sociedades<sup>4,5</sup>. Porém, as hipóteses

<sup>4</sup> Uma descrição simples do modelo de MM relativo à política de dividendos pode ser vista, entre outros, em Brealey and Myers (2001).

Aqueles autores defenderam também a tese da irrelevância da estrutura de capital das empresas enquanto factor de valorização; ou seja, que a proporção de capitais próprios e alheios que financiam os activos das empresas não afecta o seu custo do capital. Ver, a este respeito, MM (1958).

<sup>5</sup> Um exemplo - adaptado de Brealey e Myers - ajudará a compreender a tese de MM. Admita-se que uma sociedade apresenta o seguinte balanço (valores a preços de mercado) :

<b>Imobilizado liquido</b>	10000	<b>Cap. Próprio</b>	12000 + VAL
<b>Valor actual líquido de um investimento a realizar</b>	VAL	<b>Passivo</b>	0
<b>Disponibilidades</b>	2000		
<b>ACTIVO</b>	12000+VAL	<b>C.PROP + PASSIVO</b>	12000+VAL

Suponha-se que o investimento a realizar requer um desembolso de 2000 e que o montante que figura em “disponibilidades” corresponde ao dividendo habitualmente distribuído. Supondo que os sócios esperam recebê-lo, a única forma de financiar o investimento sem modificar a estrutura de capital será através da emissão de novas acções.

Sendo, por hipótese, o valor da sociedade independente da política de financiamento, após a realização do projecto esse valor continuará a ser (12000+VAL). Mas os novos accionistas são titulares de acções que valem 2000, logo aos antigos cabe

subjacentes ao modelo de MM - existência de um mercado de capitais perfeito, inexistência de impostos, política de investimento das sociedades exogenamente determinada e a não consideração de custos de admissão à cotação das acções emitidas pelas sociedades – implicam que ele seja dificilmente aplicável como instrumento de avaliação da política de dividendos.

A tese de MM sobre a irrelevância da política de dividendos originou uma polémica idêntica à que foi desencadeada pelas suas proposições sobre a irrelevância da estrutura de capital enquanto elemento de valorização das empresas.<sup>6</sup> Para além dos reparos ao realismo das hipóteses do modelo, duas importantes críticas adicionais lhe são dirigidas.

A primeira, fundamenta-se no facto de o preço das acções nos mercados de capitais sofrer variações assinaláveis em resposta ao anúncio da política de dividendos das sociedades. O mercado de capitais provaria assim que a hipótese da irrelevância não seria válida. No entanto, para MM, as variações do preço das acções reflectem as alterações das expectativas de lucros por parte dos investidores em resultado das alterações da política de dividendos. Conforme sustenta Miller (1988): “...*what causes the increase in value is not the increase in the dividend, but the increase in the underlying earnings - the source of funds and not the particular use represented by the dividend payment*”.

A segunda crítica respeita ao tratamento do risco no modelo MM. Este modelo ignora o risco, uma vez que supõe como igualmente atractivos para os investidores um encaixe certo no presente - o dividendo - e um recebimento incerto no futuro - a eventual mais-valia decorrente da retenção dos lucros.

Para além destas críticas, uma das maiores controvérsias sobre a política de dividendos resultou do tratamento do factor fiscal no modelo de MM.

## **2.2 O debate teórico subsequente a MM**

O debate teórico sobre a relação entre a fiscalidade e a política de dividendos desenvolveu-se principalmente nos Estados Unidos nas décadas de setenta e oitenta. Até à reforma fiscal realizada nesse país em 1986, a tributação dos dividendos e das mais-valias era muito diferente, favorecendo claramente as mais-valias. Em 1984, por exemplo, e no caso de serem recebidos por investidores individuais, os

---

o valor de 10000+VAL. Os antigos accionistas trocaram 2000 de dividendos por uma quebra de igual montante no valor das suas acções. A política de dividendos não teria pois qualquer influência sobre a riqueza dos sócios.

<sup>6</sup> Uma síntese sobre esta polémica a respeito da política de dividendos pode ser vista em Lease *et al* (2000)

dividendos eram tributados pela taxa marginal aplicável do imposto sobre o rendimento pessoal, com excepção dos primeiros 100 dólares que eram isentos de tributação. No caso das mais-valias de acções, se o investidor detivesse os títulos por um período superior a 12 meses, apenas 40% da mais-valia era tributada à taxa marginal do imposto pessoal<sup>7</sup>. Esta disparidade deveria afectar a política de dividendos das empresas, dado que os investidores prefeririam a forma de recebimento dos lucros fiscalmente menos onerosa. Assim, dada a vantagem fiscal das mais-valias, a distribuição de dividendos prejudicaria os sócios e reflectir-se-ia num maior custo de capital para as sociedades.<sup>8</sup>

A tese da inconveniência fiscal dos dividendos originou várias críticas. De entre elas referiremos três. Em primeiro lugar, a conclusão lógica desta tese seria a apologia da não distribuição de dividendos. Se os sócios são beneficiados pela retenção de lucros, por que motivo é que as sociedades continuam a distribuir dividendos? Em segundo, os críticos defendem que dada a diversidade da situação tributária dos investidores a variável fiscal não tem a influência que lhe é atribuída pela teoria.<sup>9</sup> Finalmente, a teoria é contestada no seu próprio terreno, sendo Miller e Scholes (1982) os principais autores desta contestação.

Estes autores salientaram que a política de dividendos das sociedades americanas não se ajustava à teoria da inconveniência fiscal dos dividendos devido à sua sobre tributação relativamente às mais-valias. Em 1976, por exemplo, aquelas sociedades distribuíram 49% dos seus resultados líquidos. De entre os motivos que poderiam explicar este comportamento “anormal”, Miller e Scholes alvitram que certas normas tributárias poderiam servir para eliminar a tributação dos dividendos. À época, no apuramento do imposto pessoal nos Estados Unidos, a dedução dos juros suportados em virtude de empréstimos obtidos e aplicados em investimentos só era autorizada relativamente aos rendimentos desses investimentos<sup>10</sup>. Se um investidor previa o recebimento de um determinado montante de dividendos, poderia eliminar a respectiva tributação endividando-se numa importância que implicasse o pagamento de juros de igual valor. Aplicando o produto do empréstimo em acções cujo rendimento

---

<sup>7</sup> Cf Brealey e Myers (1995)

Se os dividendos fossem recebidos por sociedades, apenas 15% do seu valor era tributado à taxa de 46%, enquanto as mais-valias eram integralmente tributadas à taxa de 30%.

<sup>8</sup> Note-se que, no que respeita à tributação das sociedades e dos sócios, o sistema fiscal americano era do tipo clássico, não existindo portanto qualquer mecanismo de integração entre o imposto das sociedades e o imposto pessoal de rendimento.

<sup>9</sup> Os designados “investidores institucionais” gozam de isenções fiscais que podem tornar fiscalmente indiferente o recebimento de dividendos relativamente à realização de mais-valias.

<sup>10</sup> Excluam-se desta regra os juros de empréstimos para aquisição de casa própria.

fosse recebido sob forma de ganhos de capital, o investidor deduzia aos dividendos os juros decorrentes do empréstimo, anulando a tributação dos dividendos.

No entanto, o recurso ao crédito a título pessoal anula a tributação dos dividendos à custa de um acréscimo do grau de risco do investidor. Se este, por tal razão, não quiser escolher a alternativa atrás exposta, pode aplicar o empréstimo na compra de produtos financeiros de nulo ou reduzido risco – v.g uma anuidade a pagar por uma seguradora.<sup>11</sup>

O esquema sugerido por Miller e Scholes parece vantajoso <sup>12</sup>. Mas será que a sua utilização é suficientemente ampla para que seja utilizado como argumento a favor da irrelevância fiscal da distribuição de lucros? A este propósito, Feenberg (1981) concluiu que, em 1977, apenas 0.4% dos contribuintes, que recebiam 2.6% dos dividendos distribuídos pelas empresas americanas, estavam em condições de beneficiar da estratégia sugerida por Miller e Scholes, o que retira a este esquema o estatuto de suporte para a tese da não influência da fiscalidade sobre a política de dividendos.

Outros argumentos teóricos avançados no debate sobre o efeito fiscal na política de dividendos são os de DeAngelo (1991) e Chowdry e Nanda (1994). O primeiro destes autores defende que a preferência dos investidores pelo consumo corrente em detrimento do consumo futuro levará as empresas a não diferir a remuneração dos investidores (sob a forma de mais-valias), distribuindo dividendos que financiem o consumo corrente, apesar da sua penalização fiscal.

Chowdry e Nanda sustentam que o argumento usado pelos defensores da não distribuição de dividendos com base na penalização fiscal - argumento esse que assenta na possibilidade da compra de acções próprias por parte das empresas e assim facultar rendimentos aos sócios sob a forma de ganhos de capital – esquece o facto de que as operações de compra de acções próprias têm custos significativos, o que lhes retira alguma atractividade. Assim, pese embora a desvantagem fiscal dos dividendos, as empresas tenderiam a não os eliminar por razões fiscais, dados os custos associados a outras alternativas de distribuição de rendimento aos sócios.

### **2.3 O debate empírico sobre o efeito do sistema fiscal na política de dividendos**

---

<sup>11</sup> Conforme referem Miller e Scholes: *“investment in insurance serves to control the risk level of the portfolio and, in particular, to neutralize any added risk the investor would have to assume by using homemade leverage to convert dividends into capital gains”*.

<sup>12</sup> Os autores alertam para o desvirtuamento do imposto sobre o rendimento em resultado da subtracção dos rendimentos do capital ao pagamento de impostos. Nas suas palavras: *“the (income) tax becomes essentially a wage tax, since no tax is paid on the investment income earned on the after tax dollars put into insurance reserves”*.

Numa primeira fase, o debate empírico centrou-se na verificação da hipótese segundo a qual as acções de empresas com elevadas proporções de distribuição de lucros teriam taxas de retorno esperadas superiores - e, conseqüentemente, preços inferiores - às acções de empresas que privilegiassem a retenção de lucros. Posteriormente dado o carácter inconclusivo daqueles testes<sup>13</sup> os estudos estatísticos têm procurado averiguar se alterações ocasionais no enquadramento fiscal dos dividendos - v. g. na sequência de reformas fiscais - têm afectado a política de dividendos das empresas.

Um dos mais importantes estudos sobre a influência das alterações fiscais na política de dividendos das sociedades foi realizado por Poterba e Summers (1984). A partir de uma amostra de 16 sociedades<sup>14</sup> cujas acções estiveram cotadas diariamente entre 1955 e 1981, os autores investigaram se nos “três regimes” fiscais analisados - antes de 1965, entre 1965 e 1973 e depois de 1973 - era possível observar alguma relação, estatisticamente significativa, entre a política de dividendos e as taxas de rendibilidade das acções que confirmasse a existência de efeitos fiscais. Através dos testes efectuados a partir de cotações diárias e a partir de cotações médias mensais, Poterba e Summers concluíram que *“the valuation of dividend changes across tax regimes provides strong evidence that taxes account for part of the positive relationship between (dividend) yields and stock market returns”*<sup>15</sup>.

Ainda para o caso inglês, Bond, Chennells e Devereux (1995) investigaram o efeito sobre a política de dividendos das alterações na situação fiscal das empresas. A partir de uma amostra de 1218 empresas entre 1970-1990, Bond *et al* concluíram que: *“...the higher tax cost of paying dividends for firms with surplus advanced corporation tax does put downward pressure on the level of dividend payments. We therefore rejected the hypothesis that taxes have no effect on company dividends”*<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> Os principais trabalhos no âmbito desta orientação metodológica são os seguintes: Black e Scholes (1974), Lintzenberger e Ramaswamy (1979) e Miller e Scholes (1982). O primeiro e o terceiro estudos concluem pela irrelevância da política de dividendos enquanto factor de valorização das sociedades, o segundo conclui pela existência de uma relação directa entre a percentagem de lucros distribuídos e a taxa de retorno esperada, não rejeitando a tese da inconveniência fiscal dos dividendos.

<sup>14</sup> Os autores usaram dados referentes a sociedades inglesas, já que, em Inglaterra, em 1965 e 1973, ocorreram importantes alterações no sistema fiscal que influenciaram o interesse fiscal dos dividendos. Na primeira data, foi introduzida uma taxa de tributação das mais-valias de 30%; na segunda, foi consagrada a integração entre a tributação das sociedades e dos sócios mediante a concessão de um crédito parcial de imposto.

<sup>15</sup> A validade das conclusões a que este trabalho permitiu chegar é ainda, segundo os autores, reforçada pelo facto de os outros factores que poderiam afectar a relação entre os dividendos e as taxa de retorno - v.g efeitos de anúncio - ocorrerem em qualquer dos períodos estudados; pelo que os resultados obtidos estão menos “contaminados” por esses factores, ressaltando portanto deles com maior nitidez a influência dos efeitos fiscais.

<sup>16</sup> Este resultado foi confirmado por Lasfer (1996).

Também Lie e Lie (1999) analisando o impacto da tributação pessoal nas decisões sobre a política de dividendos ou de aquisição de acções próprias das sociedades americanas concluem: *“We find that tax-related factors are indeed important in determining the manner in which firms make payouts to shareholders. Managers are more likely to chose self-tender offers over special dividends and open market share repurchases programs over regular dividend increases if the firm’s shareholders have low tax rates on capital gains relative to tax rates on dividends”*.

Mais recentemente Ayers, Cloyd e Robinson (2002) analisaram o impacto de um aumento dos impostos (na esfera dos investidores) sobre o valor das acções. Em particular, os autores averiguaram se o aumento da taxa marginal máxima do imposto de rendimento pessoal nos EUA, em 1993, teve algum efeito na taxa de retorno das acções nos cinco dias próximos do anúncio do aumento. De acordo com as previsões dos autores, os resultados confirmaram um efeito fiscal, sendo mais negativa a taxa de retorno das empresas com maior *pay out*.

Também Zeng (2003), num estudo desenvolvido para o Canadá, conclui pela existência de clientelas fiscais, na medida em que observou uma relação positiva entre os dividendos pagos e a maior proporção de capital detida por investidores institucionais (sujeitos a menores taxas de tributação do que os investidores individuais).

Pode pois concluir-se que embora do ponto de vista teórico não exista na literatura uma conclusão definitiva sobre a influência da fiscalidade na política de dividendos das sociedades, os trabalhos empíricos sobre a questão parecem mostrar que a tributação afecta a política de dividendos. Uma característica de muitos destes trabalhos é o de procurarem medir o impacto de alterações no sistema tributário que afectam o tratamento fiscal dos dividendos na política de distribuição de lucros das empresas. Esta abordagem é a que mais se aproxima da satisfação da condição *ceteris paribus* geralmente admitida nos modelos teóricos. Ou seja, estudando a reacção dos decisões financeiros a mudanças significativas no tratamento fiscal dos lucros distribuídos minimiza-se o impacto de outros factores que podem afectar essa política. É essa linha de investigação que apresentaremos neste estudo, uma vez que, entre 1989 e 1995, ocorreram no nosso sistema fiscal alterações de vulto na tributação dos dividendos, sobretudo as que respeitam à elevação de 20% para 60% do crédito de imposto aos sócios ou accionistas que dela pudessem ou quisessem beneficiar.



### 3. A fiscalidade sobre os dividendos em Portugal: de 1989 a 1995

#### 3.1 O tratamento fiscal dos dividendos recebidos por pessoas singulares

##### 3.1.1 Os dividendos distribuídos por sociedades anónimas

De acordo com o estipulado no artigo 6º alínea h) da versão original – em vigor a partir de 1 de Janeiro 1989 - do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (CIRS), os dividendos de acções distribuídos a pessoas singulares eram qualificados como rendimentos de capitais - categoria E do CIRS. O artigo 74º, n.º 2 alínea a) do mesmo código permitia que a tributação dos dividendos em sede de IRS fosse feita pela aplicação de uma taxa liberatória de 25%, a qual liberava o titular do dividendo de qualquer tributação adicional.

No entanto, e segundo o n.º 6 alínea b) deste último artigo, o titular deste tipo de rendimento podia optar pelo respectivo englobamento, e sujeitá-lo às taxas gerais progressivas dos escalões do IRS. Dado que essas taxas variavam entre 15% e 40%, à primeira vista a opção pela taxa liberatória ou pelo englobamento dependeria do escalão de rendimentos atingido pelo contribuinte.

Um factor adicional influenciava, porém, esta decisão. É que o artigo 80º, n.º 3, do CIRS facultava aos titulares de dividendos que optassem pelo englobamento um crédito de imposto equivalente a 20% do IRC correspondente a esse rendimento<sup>17</sup>. Ora entre 1989 e 1995 alterou-se substancialmente a percentagem do crédito de imposto do qual os sujeitos passivos de IRS que recebessem dividendos e os englobassem no rendimento tributável – facultativamente se fossem accionistas, obrigatoriamente se fossem quotistas - podiam beneficiar<sup>18</sup>. Essa evolução traduziu-se numa elevação substancial do crédito de imposto de acordo com os seguintes valores:

1989-20%

---

<sup>17</sup> Note-se que a concessão deste crédito pode revestir duas formas distintas: ser apenas concedido no caso de a sociedade que distribui os lucros ter realmente pago IRC sobre os mesmos, ou ser outorgado automaticamente aos titulares dos dividendos independentemente da situação fiscal da sociedade. Esta segunda alternativa é a que vigora em Portugal, o que se podia traduzir, em certas situações, não numa atenuação da dupla tributação dos dividendos e sim num prémio fiscal à distribuição de lucros. Sobre este assunto vidé Santos (1990).

<sup>18</sup> De notar que segundo ao art. 31 do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF), os titulares de acções de sociedades cotadas poderiam beneficiar da não sujeição a tributação de 80% dos dividendos (de 1989 a 1994) ou, a partir de 1995, da não sujeição de 50% de tais dividendos.

1991-35%

1993-50%

1995-60%

Vejamos então como a opção de englobamento afectava a situação tributária de um sócio que recebesse dividendos tributados pela taxa marginal mais elevada do IRS. O crédito de imposto resulta numa dedução à colecta de uma dada percentagem dos lucros distribuídos<sup>19</sup>, sendo o mesmo montante previamente adicionado à matéria colectável (artigo 21º, n.º 6, do CIRS). Assim, se o crédito de imposto for de 20%, um sócio tributado em IRS à taxa marginal de 40% que recebesse, por hipótese, 1000 unidades monetárias de dividendos, deveria pagar sobre esses dividendos<sup>20</sup>:

a) opção pela taxa liberatória: 250;

b) opção pelo englobamento:  $(1000 + 114.9) * 0.4 - 114.9 = 331.06$

Admitindo agora um crédito de imposto de 60%, e continuando a supor um sócio tributado em IRS à taxa marginal de 40% que recebesse 1000 unidades monetárias de dividendos, o imposto a pagar seria:

a) opção pela taxa liberatória: 250;

b) opção pelo englobamento:  $(1000 + 344.9) * 0.4 - 344.9 = 193.06$

Nesta segunda situação, o resultado aritmético da operação de englobamento e crédito de imposto para taxas inferiores a 25.37% poderia até resultar num reembolso ao sócio. Só que o n.º 1 do art. 80º-C do CIRS impedia que assim fosse.<sup>21</sup> O que vale a pena sublinhar é a descida de 41.7% da carga fiscal sobre os dividendos englobados em resultado da subida da percentagem do crédito de imposto. É pois inegável a existência de uma profunda alteração fiscal no sentido de tornar mais atractiva a distribuição de dividendos.

<sup>19</sup> Com efeito, o IRC correspondente é calculado da seguinte forma  $(1/(1-0.365)) * 0.365 * 0.2$  -, onde 0.365 é a taxa do IRC em vigor em 1989 e 0.2 o crédito correspondente.

<sup>20</sup> Por simplicidade, não se considera o imposto sobre sucessões e doações por avença que incidia sobre estes rendimentos.

<sup>21</sup> Esta disposição do CIRS apenas permitia deduzir o crédito “até à concorrência da colecta que proporcionalmente lhe corresponda”.

É claro que, como se viu na secção anterior deste estudo, a decisão sobre a distribuição de dividendos depende também do tratamento fiscal das mais-valias de acções. A distribuição dos lucros como dividendos ou a sua retenção, potencialmente geradora de mais-valias, são os destinos mais frequentes dos lucros<sup>22</sup>. Convirá pois avaliar se o tratamento fiscal das mais-valias de acções se manteve estável durante o período em análise (1989 –1995) ou se sofreu alterações dignas de nota. É que, se for este o caso, então o impacto da fiscalidade sobre a distribuição de dividendos seria múltiplo, tornando mais difícil destrinçar o impacto da fiscalidade na decisão sobre a percentagem de lucros a distribuir.

Ora as mais-valias eram consideradas no CIRS, artigo 10º, como pertencentes a uma categoria autónoma de rendimento - categoria G. No caso particular das mais-valias de acções, e de acordo com o artigo 75º do CIRS, elas podiam ser tributadas à taxa liberatória de 10%, embora fosse facultada ao contribuinte a opção de englobamento. Aqui, e no que respeita às taxas aplicáveis, não havia nunca vantagem na opção de englobamento. Ainda assim, este podia ser vantajoso nas situações em que num determinado ano se registassem menos valias líquidas, as quais só poderiam ser deduzidas aos rendimentos positivos (mais-valias líquidas) da mesma categoria nos dois anos seguintes se o contribuinte optasse pelo englobamento - artigo 54º, n.º 3, do CIRS. De referir, também, que o artigo 10º, n.º 2, al. b), excluía da tributação em IRS as mais-valias de acções detidas pelo seu titular por mais de 12 meses.

No período considerado, esta forma de tributação das mais-valias de acções não sofreu alterações, o que se torna particularmente útil aos propósitos deste estudo<sup>23</sup>, uma vez que elimina a eventual influência de mudanças na tributação das mais-valias de acções sobre a política de dividendos das sociedades anónimas.

### 3.1.2 Os dividendos distribuídos por sociedades por quotas

Na versão original do CIRS, os lucros distribuídos aos sócios das sociedades por quotas, sendo, pelo artigo 6, alínea h) rendimentos de capital, não beneficiavam das taxas liberatórias previstas no artigo 74

---

<sup>22</sup> Entre os outros destinos, salientem-se as gratificações aos gerentes ou trabalhadores, hoje cada vez mais comuns como forma de incentivo aos colaboradores das empresas. Vide a secção 4 deste artigo.

<sup>23</sup> Saliente-se também que a taxa do IRC foi de 36.5% em 1989 e passou para 36% em 1991, valor que se manteve até 1997.

do mesmo código. Assim, eram obrigatoriamente englobados, beneficiando os sujeitos passivos do disposto no artigo 21 quanto ao crédito de imposto nos moldes descritos na secção anterior.

Enquanto os accionistas podiam optar pela taxa liberatória de 25% ou pelo englobamento e crédito de imposto, os quotistas eram obrigados a englobar tais rendimentos. A baixa da tributação incidente sobre estes rendimentos entre 1989 e 1995 está descrita na secção anterior, e passou de uma taxa de 33.1% para 19.3% para um contribuinte sujeito à taxa marginal mais elevada do IRS<sup>24</sup>.

Quanto às mais-valias obtidas na alienação de quotas societárias, vale o que se disse na secção anterior para as mais-valias de acções.

### 3.2 O tratamento fiscal dos dividendos recebidos por sociedades

#### 3.2.1 Os casos previstos no artigo 45º do CIRC

Segundo o disposto no artigo 45º do CIRC, na sua versão original:

*“Para efeitos da determinação do lucro tributável será deduzida uma importância correspondente a 95% dos rendimentos, incluídos na base tributável, correspondentes a lucros distribuídos por entidades com sede ou direcção efectiva em território português, ...nas quais o sujeito passivo detenha uma participação no capital não inferior a 25%, e desde que esta tenha permanecido na sua titularidade durante dois anos consecutivos ou desde a constituição da entidade participada, contando que neste último caso a participação seja mantida durante aquele período”.*

Contrariamente ao tratamento fiscal dos dividendos recebidos por sujeitos passivos de IRS, relativamente aos quais, como se viu em 3.1, as disposições do CIRS apenas visam atenuar a dupla tributação económica dos dividendos, optou-se no CIRC por eliminar<sup>25</sup> a dupla tributação desde que os destinatários dos dividendos se encontrassem nas condições previstas no artigo 45 do CIRC. Saliente-se que, durante o período em análise, este preceito se manteve sem alterações dignas de registo para os propósitos deste estudo.

<sup>24</sup> Para um contribuinte sujeito à taxa marginal de 35%, a taxa de tributação passou de 27.52% para 13.06%, uma quebra de 52.54%.

<sup>25</sup> De notar que os restantes 5% se supunha correspondem aos gastos que, em média, o legislador admitiu como decorrentes da gestão da participação por parte da sociedade receptora dos dividendos.

Assim, e embora adiante se explicitem de forma mais precisa as proposições empiricamente testáveis que decorrem da diferente evolução dos preceitos tributários que ao longo do lapso de tempo considerado afectam os vários receptores de dividendos distribuídos por sociedades portuguesas, é desde já nítido que os lucros distribuídos a quotistas sujeitos passivos de IRS sofreram uma mudança considerável de tratamento fiscal, ao passo que os dividendos distribuídos a sociedades inseridas em relação de dependência, verificando as condições do artigo 45, mantiveram um tratamento fiscal inalterado. Uma vez que os dados obtidos permitem distinguir a percentagem de lucros distribuídos a diferentes categorias de accionistas, esta é pois uma oportunidade interessante de avaliar o impacto da fiscalidade na distribuição de dividendos por parte das sociedades portuguesas.

### 3.2.2 Os casos do artigo 72 do CIRC

No caso de as entidades receptoras de dividendos serem sujeitos passivos de IRC e não se enquadrarem nas condições previstas no artigo 45, aplicava-se o disposto no artigo 72 deste código. Segundo este artigo, as sociedades que tivessem incluído na matéria colectável rendimentos correspondentes a lucros distribuídos por entidades com sede ou direcção efectiva em território português sujeitas a IRC e não isentas beneficiariam de um crédito de imposto relativo à dupla tributação económica dos lucros distribuídos. Este preceito visava assim atenuar a sobrecarga fiscal sobre os lucros distribuídos por sociedades que não verificassem os pressupostos para a aplicação do artigo 45.

Estamos assim em face de uma solução idêntica à consagrada no CIRS e exposta anteriormente (3.1.1.). Tal como aí descrevemos, também a percentagem do crédito de imposto se alterou progressivamente de 20% em 1989 para 60% em 1995.

Ou seja, foi no âmbito da distribuição aos sócios com percentagens de participação menores do que 25% que mais se fez sentir a mudança do enquadramento fiscal dos dividendos, pelo que será de particular interesse tentar medir o seu possível efeito na política de distribuição de resultados a esta categoria de sócios.

### 3.3 Hipóteses testáveis

A análise apresentada nesta secção pode resumir-se no quadro 1, no qual se mostram os valores da carga fiscal global em sede de IRC e IRC para os dois tipos de sociedades e para os diferentes tipos de sócios considerados.

QUADRO 1

**Evolução das taxas de tributação dos dividendos distribuídos a diferentes categorias de sócios (em %)<sup>26</sup>.**

	<b>Carga fiscal (IRC +IRS) sobre lucros distribuídos</b>							
	<b>Por sociedades anónimas</b>				<b>Por sociedades por quotas</b>			
	<b>A sujeitos passivos de IRS</b>		<b>A sujeitos passivos de IRC</b>		<b>A sujeitos passivos de IRS</b>		<b>A sujeitos passivos de IRC</b>	
	Taxa liberatória	Englob.	Art. 45	Art. 72	Taxa liberatória	Englob.	Art. 45	Art. 72
1989	52.375	57.52	36.5	55.04	NA	57.52	36.5	55.04
1990	52.375	57.52	36.5	55.04	NA	57.52	36.5	55.04
1991	52	54.04	36	50.97	NA	54.04	36	50.97
1992	52	54.04	36	50.97	NA	54.04	36	50.97
1993	52	50.8	36	47.52	NA	50.8	36	47.52
1994	52	50.8	36	47.52	NA	50.8	36	47.52
1995	52	48.64	36	45.21	NA	48.64	36	45.21

NA – não aplicável

Em face da evolução que o quadro 1 evidencia, parecem-nos de admitir as seguintes proposições testáveis:

Proposição 1: *“Entre 1989 e 1995 o enquadramento fiscal dos dividendos distribuídos por sociedades portuguesas sofreu alterações significativas. Se o factor fiscal tiver influência nesta decisão da política*

<sup>26</sup> Nos casos de englobamento, supõe-se uma taxa marginal de IRS de 40%. Os valores do quadro 1 representam a carga fiscal total sobre 100 u. m. de lucros societários antes de IRC, após estes lucros – que se supõem integralmente distribuídos – sofrerem a incidência do IRC na esfera societária e do IRS na esfera do receptor do dividendo.

*financeira, e porque a mudança tributária favoreceu os titulares destes rendimentos, dever-se-á ter assistido a um aumento da percentagem de lucros distribuídos (pay out ratio) das sociedades”;*

*Proposição 2: Dada a impossibilidade de beneficiarem de taxas liberatórias, os sócios das sociedades por quotas que fossem sujeitos passivos de IRS deveriam ter sido a categoria de titulares do capital relativamente à qual mais se terá feito sentir uma predisposição ao aumento da distribuição de lucros pelos entes societários”.*

#### **4. Análise empírica**

Como nota introdutória a esta análise empírica, deve referir-se que ela se afasta dos métodos habitualmente usados pelos estudos empíricos realizados em países onde existem mercados bolsistas com elevado número de empresas cotadas. Dada a exiguidade da bolsa de valores portuguesa é muito problemático obter amostras de dimensão aceitável de empresas cotadas que tenham distribuído dividendos, de forma consistente, entre 1989 e 1995. Na informação disponível na BVL também não existem dados sobre mudanças de clientela accionista em resultados de alterações fiscais.

Assim, optou-se por trabalhar com dados de Central de Balanços, referentes a sociedades anónimas e por quotas e analisar a evolução do *pay out* para categorias de investidores constantes do quadro 1 atrás apresentado.

##### **4.1 Dados, variáveis e descrição da amostra**

Os dados utilizados neste estudo foram retirados da Central de Balanços do Banco de Portugal e consistem no resultado líquido do exercício e na aplicação que ao mesmo foi dada<sup>27</sup> de 179 sociedades anónimas e 550 sociedades por quotas, ambas não financeiras, entre 1989 a 1995<sup>28</sup>. Apenas foram

<sup>27</sup> Os dados foram extraídos Quadro 12 do Inquérito que os serviços do Banco de Portugal efectuem no âmbito da actualização anual da Central de Balanços.

<sup>28</sup> De notar que, os dados se referem à aplicação em N dos resultados de N-1 e ao próprio resultado líquido de N-1 e não às intenções de distribuição decididas em Assembleia Geral (Quadro 13 do Inquérito referido na nota anterior), que poderiam não se verificar. Este procedimento, sugerido pelo próprio Banco Portugal, destina-se a salvaguardar a fiabilidade dos dados.

consideradas as sociedades que, em todos os anos do período em análise, apresentaram resultados líquidos positivos, o que permitiu construir uma amostra com igual número de observações em cada ano, num total de 5103 observações.

Como pode ser observado no Quadro 2 (ver Anexo I), o valor total dos resultados líquidos não retidos na empresa (DIVT), e portanto distribuídos a título de dividendos ou gratificações ao pessoal ou aos órgãos sociais foi sempre crescente no período em análise. No seu conjunto, as sociedades representadas na amostra viram os seus resultados líquidos positivos (RLE) crescer significativamente em 1990 e 1994 (taxa de crescimento anual de 21%, a preços correntes, em ambos os casos) e apenas experimentaram um ligeiro decréscimo em 1991 (-0,1%, taxa anual a preços correntes). A estrutura da aplicação de resultados revela, em valores absolutos, uma padrão de evolução interessante: entre 1989 e 1991, os maiores beneficiados com os dividendos distribuídos pelo conjunto de empresas incluídas na amostra foram, em termos médios e por ordem decrescente, o Estado e Outros Entes Públicos (EOEP), os (Restantes) Accionistas/Sócios ((R)A/S) e as Empresas do Grupo (EMPG); após dois anos atípicos em que EOEP e (R)A/S trocaram entre si a preferência como destinatários dos dividendos, os anos de 1994 e 1995 revelam uma nova ordenação: (R)A/S, EMPG e EOEP<sup>29</sup>.

No que se refere à estrutura da aplicação de resultados, a realidade amostral das sociedades anónimas é divergente da evidenciada pelas sociedades por quotas. No primeiro caso, EOEP, (R)A/S e EMPG são os principais beneficiários dos dividendos em todos os anos do período em análise. Entre 1989 e 1993, temos como principais beneficiários, por ordem decrescente, EOEP, (R)A/S e EMPG; e em 1994 e em 1995 (R)A/S, EMPG e EOEP. No segundo caso - sociedades por quotas - os principais beneficiários dos dividendos são sempre (R)A/S<sup>30</sup>.

Para efeitos deste estudo, interessa-nos sobretudo analisar o comportamento da *payout ratio* (ou taxa de distribuição dos dividendos - TDD), em valores agregados e parciais, sendo estes últimos definidos de acordo com o peso que os dividendos distribuídos a cada categoria de destinatários têm nos resultados líquidos sujeitos a distribuição. Obviamente, as categorias de destinatários são definidas tendo por base o diferente enquadramento fiscal mostrado no Quadro 1 (ver Secção 3.3). A definição das variáveis e

<sup>29</sup> A perda de importância relativa do Estado terá ficado a dever-se à política de privatizações seguida.

<sup>30</sup> A análise anterior, ao ser efectuada em valores absolutos, tem algumas limitações. Desde logo, ao não reflectir o peso relativo que cada rubrica tem no total de resultados líquidos sujeitos a distribuição, não permite analisar eventuais mudanças de política de dividendos, podendo mesmo induzir em erro: por exemplo, o crescimento em valor absoluto de (R)A/S pode não significar uma preferência por este segmento de beneficiários.



as observações relevantes para à sua compreensão e justificação são apresentadas no Quadro 3 (ver Anexo II). Sobre a evolução deste conjunto de variáveis ocupa-se a secção 4.2.

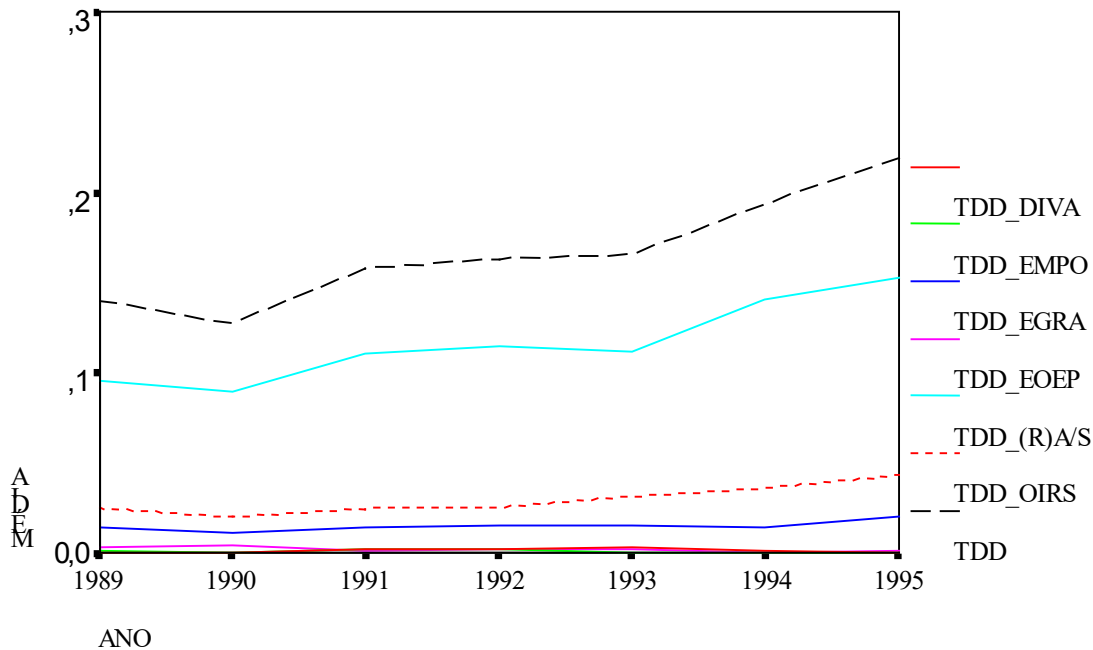
#### 4.2 A evolução das *payout ratios* entre 1989 e 1995

O Gráfico 1 apresenta a evolução da média simples anual *das payout ratios*, calculadas para o conjunto de todas as sociedades da amostra. Como pode ser observado, não só a TDD apresenta, em média, um crescimento constante a partir de 1990 como é acompanhada em termos de evolução anual por  $TDD_{(R)A/S}$ ,  $TDD_{OIRS}$  e, à excepção de 1994, por  $TDD_{EGRA}$ , por esta ordem de importância. Este padrão de evolução difere daquele que foi documentado em termos absolutos, o que não é de estranhar: basta para tal que a maior proporção de dividendos elevados ocorra em empresas com as menores *payout ratios* agregada (e parciais) para que esta situação possa ocorrer<sup>31</sup>. Nestes casos, e em acréscimo aos comentários apresentados em 4.1., reforça-se o interesse de estudar *ratios* em alternativa a valores absolutos para o estudo da política de dividendos.

GRÁFICO 1:  
*Payout ratio (todas as sociedades)*

<sup>31</sup> Um pequeno exemplo ajuda a esclarecer o problema.

Empresa	Ano	RLE	Aplicação dos resultados								
			Valor Absoluto		Valor Relativo						
			X	Y	TDD_X	TDD_Y					
A	1	40	4	6	0,10	0,15	Ano	Médias Anuais			
	2	40	6	4	0,15	0,10		X	Y	TDD_X	TDD_Y
B	1	4	2	1	0,50	0,25	1	3	3,5	0,3	0,2
	2	4	1	2	0,25	0,50	2	3,5	3	0,2	0,3



O estudo da significância estatística das diferenças entre os valores médios das *payout ratios* baseou-se nas técnicas estatísticas da análise de variância *oneway* (paramétrica) e teste de Kruskal-Wallis (não paramétrica).

Os resultados apresentados no Quadro 4 permitem-nos inferir que a evolução da *payout ratio* agregada (TDD) se traduz por um crescimento estatisticamente significativo e que um comportamento semelhante é observado na *payout ratio* parcial TDD\_(R)A/S, que é, como vimos na secção 3, o segmento de accionistas/sócios mais beneficiado pelo aumento do crédito de imposto em sede de enquadramento tributário dos dividendos.

O estudo desagregado das *payout ratios* consoante a origem dos dividendos (sociedades anónimas ou sociedades por quotas), que faremos de seguida, permitirá aprofundar a análise<sup>32</sup>.

#### QUADRO 4

##### Estudo das diferenças entre as médias anuais das *payout ratios* (todas as sociedades)

Estatísticas	<i>Payout ratios</i>
--------------	----------------------

<sup>32</sup> Esta desagregação entre os dois tipos de sociedade funciona como elemento de controlo para o estudo da “Proposição 2”, definida na secção 3.3.

	TDD	TDD_EGRA	TDD_EMPO	TDD_(R)A/S	TDD_EOEP	TDD_OIRS	TDD_DIVA
F7 <sup>a</sup>	8,077*	0,431	1,042	5,946*	1,015	3,102*	1,424
H7	30,189 <sup>+</sup>	1,267	7,771	18,150 <sup>+</sup>	5,858	7,773	8,711

Notas: a	A elevada e idêntica dimensão dos grupos amostrais, permite uma aproximação razoável à distribuição normal e permite minimizar os efeitos da eventual não desigualdade de variâncias entre os grupos
F7	Rácio F do teste <i>oneway</i> ANOVA, para a hipótese de igualdade de médias da <i>payout ratio</i> entre os grupos populacionais definidos pelos anos
H7	Estatística H do teste Kruskal-Wallis, para a hipótese de os grupos populacionais, definidos pelos anos, partilharem a mesma distribuição
TDD	<i>Payout ratio</i>
TDD_EGRA	<i>Payout ratio</i> empresas do grupo e associadas
TDD_EMPO	<i>Payout ratio</i> outras empresas
TDD_(R)A/S	<i>Payout ratio</i> (restantes) accionistas/sócios
TDD_EOEP	<i>Payout ratio</i> Estado e outros entes públicos
TDD_OIRS	<i>Payout ratio</i> pessoal e órgãos sociais
TDD_DIVA	<i>Payout ratio</i> dividendos antecipados
*	Médias significativamente diferentes, $\alpha = 1\%$
+	Grupos populacionais com distribuição significativamente diferente, $\alpha = 1\%$

A evolução do valor médio das *payout ratios* representada nos Gráficos 2 e 3 procuram descrever a política de dividendos seguidas nas sociedades anónimas e nas sociedades por quotas.

Quer nas sociedades anónimas quer nas sociedades por quotas, a *payout ratio* agregada (TDD) revela a partir de 1990 uma tendência de crescimento: as médias anuais não só cresceram, como é possível rejeitar a hipótese nula de que sejam iguais (ver Quadros 5 e 6, nas páginas seguintes).

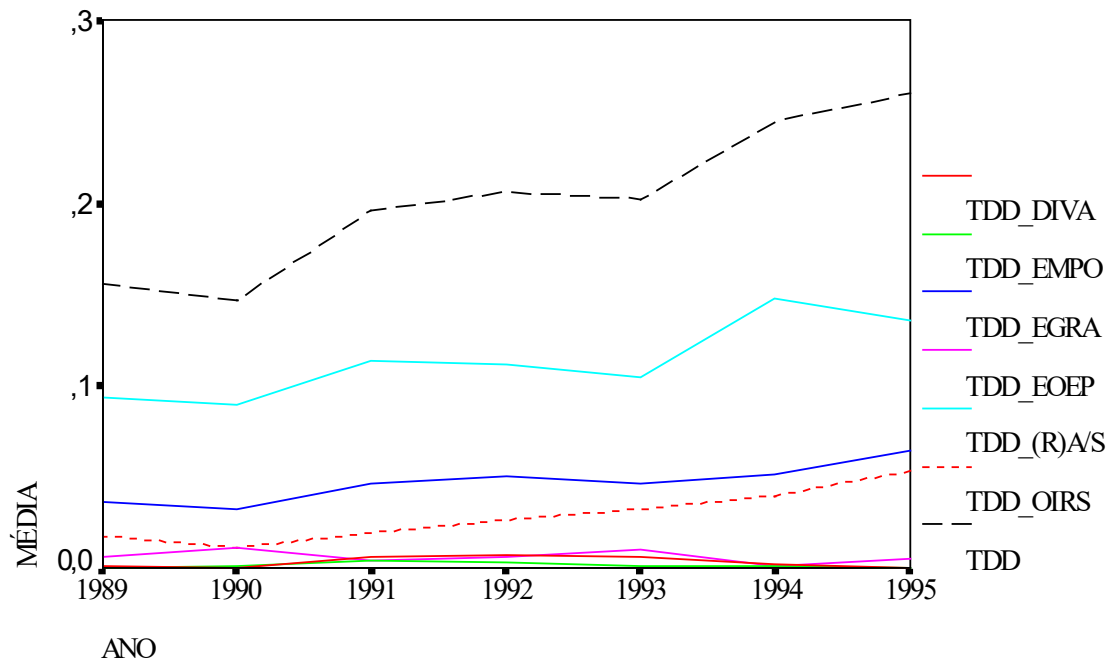
Embora os testes desenvolvidos neste estudo não permitam concluir pela existência de uma relação de causa-efeito entre uma tributação mais favorável dos dividendos e o aumento das *payout ratios*, os resultados aqui documentados permitem concluir que, pelo menos, o comportamento da *payout ratio* agregada não é contrário ao previsto teoricamente. Neste sentido, não podemos concluir pela rejeição da Proposição 1 enunciada em 3.3. Assim, o aumento do *pay out* surge em linha com as previsões de um impacto fiscal positivo na distribuição de lucros em face das mudanças tributárias que desagravaram os dividendos recebidos por algumas categorias de sócios.

Em ambos os tipos de sociedade, a maior parcela dos resultados líquidos não retidos é atribuída aos accionistas/sócios particulares - (R)A/S. Este padrão é mais notório nas sociedades por quotas do que nas sociedades anónimas. Nas últimas perde até importância relativa em 1993. Aliás, apenas nas sociedades por quotas se pode concluir pela rejeição da hipótese de igualdade de médias para aquela variável (ver Quadros 5 e 6, nas páginas seguintes), resultado este que permite inferir a existência de um padrão claro de crescimento da *payout ratio* parcial TDD\_(R)A/S no caso das sociedades por quotas. Este resultado permite concluir que não se pode rejeitar a Proposição 2 enunciada em 3.3., que supunha a influência positiva da fiscalidade nos dividendos a distribuir a este tipo de sócios, dado o maior desagravamento tributário dos dividendos recebidos por este segmento de titulares do capital.

O segundo segmento com maior peso, em termos médios, de entre os beneficiários de resultados, são as empresas do grupo e associadas (EGRA) no caso das sociedades anónimas, e o pessoal e os órgãos sociais (OIRS) no caso das sociedades por quotas (os OIRS surgem em terceiro lugar no caso das sociedades anónimas). Este resultado não surpreende, sobretudo no que às sociedades por quotas respeita, dada a tradicional acumulação de papéis sócio e gerente na(s) mesma(s) pessoa(s) nestas sociedades. Já no caso das sociedades anónimas, a tendência de crescimento observada da *payout ratio* parcial TDD\_OIRS e o facto de ser possível, com base nos resultados do teste *oneway* ANOVA (ver Quadro 5), rejeitar a hipótese de igualdade de médias, é reveladora do peso crescente que, na política salarial destas organizações, as remunerações variáveis e/ou os incentivos baseados no desempenho global da organização começaram a ter nos anos em análise.

## GRÁFICO 2

### ***Payout ratio* (sociedades anónimas)**



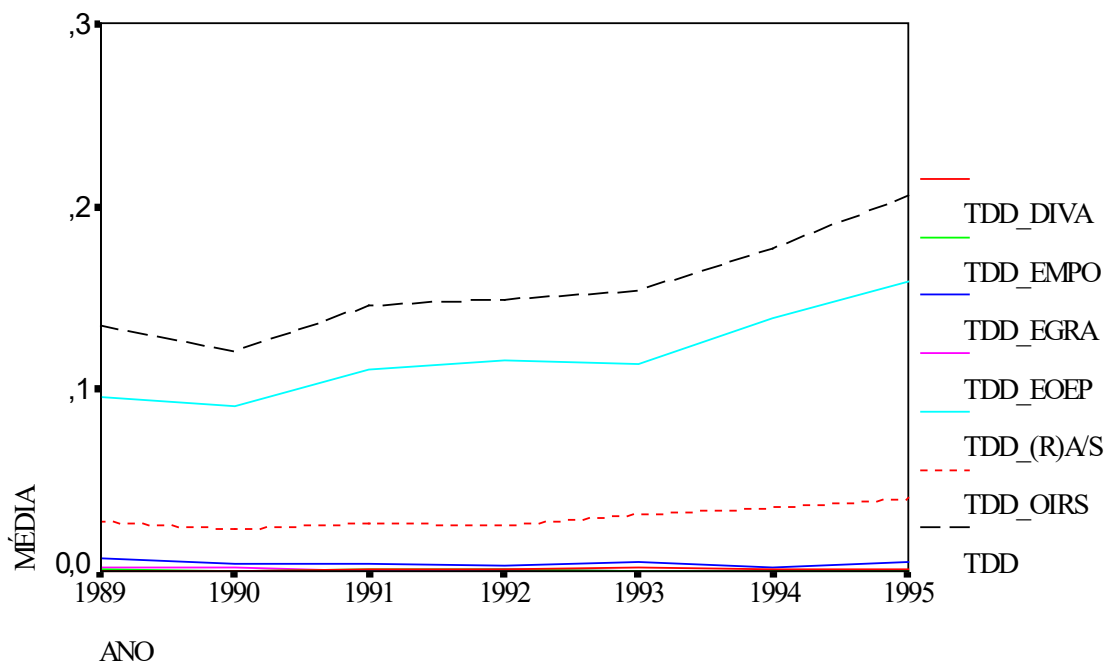
QUADRO 5

### Estudo das diferenças entre as médias anuais das *payout ratios* (sociedades anónimas)

Estatísticas	<i>Payout ratios</i>						
	TDD	TDD_EGRA	TDD_EMPO	TDD_(R)A/S	TDD_EOEP	TDD_OIRS	TDD_DIVA
F7 <sup>a</sup>	3,529*	0,615	0,675	1,661	0,477	3,178*	1,144
H7	10,057	3,077	4,158	3,017	1,359	5,243	7,003

Notas:	a	A elevada e idêntica dimensão dos grupos amostrais, permite uma aproximação razoável à distribuição normal e permite minimizar os efeitos da eventual não desigualdade de variâncias entre os grupos
	F7	Rácio F do teste <i>oneway</i> ANOVA, para a hipótese de igualdade de médias da <i>payout ratio</i> entre os grupos populacionais definidos pelos anos
	H7	Estatística H do teste Kruskal-Wallis, para a hipótese de os grupos populacionais, definidos pelos anos, partilharem a mesma distribuição
	TDD	<i>Payout ratio</i>
	TDD_EGRA	<i>Payout ratio</i> empresas do grupo e associadas
	TDD_EMPO	<i>Payout ratio</i> outras empresas
	TDD_(R)A/S	<i>Payout ratio</i> (restantes) accionistas/sócios
	TDD_EOEP	<i>Payout ratio</i> Estado e outros entes públicos
	TDD_OIRS	<i>Payout ratio</i> pessoal e órgãos sociais
	TDD_DIVA	<i>Payout ratio</i> dividendos antecipados
	*	médias significativamente diferentes, $\alpha = 1\%$
	+	grupos populacionais com distribuição significativamente diferente, $\alpha = 1\%$

GRÁFICO 3:  
*Payout ratio (sociedades por quotas)*



QUADRO 6

**Estudo das diferenças entre as médias anuais das *payout ratios* (sociedades por quotas)**

Estatísticas	<i>Payout ratios</i>						
	TDD	TDD_EGRA	TDD_EMPO	TDD_(R)A/S	TDD_EOEP	TDD_OIRS	TDD_DIVA
F7 <sup>a</sup>	4,999*	0,361	0,674	4,538*	0,968	1,232	0,598
H7	22,208 <sup>+</sup>	3,470	6,008	16,872 <sup>+</sup>	6,687	4,126	3,644

Notas:	a	A elevada e idêntica dimensão dos grupos amostrais, permite uma aproximação razoável à distribuição normal e permite minimizar os efeitos da eventual não desigualdade de variâncias entre os grupos
	F7	Rácio F do teste <i>oneway</i> ANOVA, para a hipótese de igualdade de médias da <i>payout ratio</i> entre os grupos populacionais definidos pelos anos
	H7	Estatística H do teste Kruskal-Wallis, para a hipótese de os grupos populacionais, definidos pelos anos, partilharem a mesma distribuição
	TDD	<i>Payout ratio</i>
	TDD_EGRA	<i>Payout ratio</i> empresas do grupo e associadas
	TDD_EMPO	<i>Payout ratio</i> outras empresas
	TDD_(R)A/S	<i>Payout ratio</i> (restantes) accionistas/sócios
	TDD_EOEP	<i>Payout ratio</i> Estado e outros entes públicos
	TDD_OIRS	<i>Payout ratio</i> pessoal e órgãos sociais
	TDD_DIVA	<i>Payout ratio</i> dividendos antecipados
	*	médias significativamente diferentes, $\alpha = 1\%$
	+	grupos populacionais com distribuição significativamente diferente, $\alpha = 1\%$

## 5. Conclusão

Este estudo pretendeu analisar a evolução da política de dividendos das sociedades portuguesas entre 1989 e 1995. A escolha do período deve-se ao facto de nele terem ocorrido importantes alterações ao enquadramento fiscal dos dividendos recebidos por certas categorias de sócios. Assim, a avaliação dessa política durante o lapso de tempo considerado reveste-se de particular interesse no âmbito da apreciação da influência da fiscalidade nas opções de política financeira das empresas.



Da evolução da taxa de distribuição de dividendos e pelo facto de se poder rejeitar a hipótese de igualdade de médias entre os grupos populacionais definidos por anos para a amostra e sub-amostras, conclui-se pela não rejeição da hipótese da Proposição 1 enunciada em 3.3. Isto é, o aumento geral do *pay out* é concordante com o que a mudança de enquadramento fiscal dos dividendos faria supor.

Por outro lado, e quanto à evolução da percentagem dos dividendos destinado à categoria “restantes accionistas/sócios” - particularmente evidente no caso no caso das sociedades por quotas -, embora os nossos testes não permitam concluir por uma relação de causa-efeito, o comportamento desta *payout ratio* parcial TDD\_(R)A/S referente aos dividendos distribuídos por sociedades por quotas é conforme à Proposição 2, enunciada em 3.3, pelo que, com base nos resultados obtidos, não se pode concluir pela rejeição da mesma. Parece pois ter-se observado um impacto positivo do desagravamento da carga fiscal dos dividendos no *pay out* destinado a certas categorias de sócios mais favorecidos no plano tributário, em face do aumento do crédito de imposto.

De referir, ainda, que a não rejeição da hipótese de igualdade de médias da *payout ratio* parcial para as “empresas do grupo e associadas” (TDD\_EGRA) também é conforme a análise desenvolvida no capítulo 3., dada a não alteração significativa do regime tributário no período em estudo.

Finalmente, há a salientar a crescente importância que os fenómenos de *profit sharing* parecem assumir no quadro das estratégias de incentivo aos colaboradores das empresas.

Como limitações do trabalho, devem mencionar-se, entre outras, as seguintes: a impossibilidade de desdobramento da amostra em sociedades cotadas e não cotadas na bolsa – dada a provável influência desta característica na política de dividendos -, o facto de os resultados não permitirem afirmar uma relação de causa-efeito entre o factor fiscal e a política de dividendos, e ainda a impossibilidade de controlar outras variáveis como os custos de agência e os efeitos de anúncio que, segundo a teoria financeira da empresa, afectam os dividendos.

## Referências

- Ayers B., Cloyd C., e Robinson J., 2002, The effect of shareholder-level dividend taxes on stock prices:evidence from the revenue reconciliation act of 1993, *The Accounting Review*, 77, p.993-947
- Battacharya S., 1979, Imperfect information, dividend policy and the “bird in the hand” falacy; *The Bell Journal of Economics*, vol 10
- Black F. and Scholes M., 1974, The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns, *Journal of Financial Economics*, 1, p.1-22
- Bond S., Chennells L. and Devereux M., 1995, Company dividends and taxes in the UK, *Fiscal Studies*, 16, p.1-18
- Brealey R. and Myers S., 2001, 1995, *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill
- Chowdry B., Nanda V., 1994, Repurchase premia as a reason for dividends: a dynamic model of corporate payout policies, *The Review of Financial Studies*, 7, p.321-350
- DeAngelo H, 1991, Pay out policy and tax deferral, *The Journal of Finance*, 46, p.357-368
- Feenberg D., 1981, Does the investment interesrt limitation explain the existence of dividends, *Journal of Financial Economics*, 9, p.265-269
- Lasfer M., 1996, Taxes and dividends: the UK evidence, *Journal of Banking and Finance*, 20, p.455-472
- Lease R., John K., Kalay A., Loewenstein U., Sarig O2000, *Dividend policy: its impact on firm value*, Harvard Business Press
- Lie H and Lie E, 1999, Dividends, buy backs and taxes, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Dec, p. 533-553
- Lintzenberger R. and Ramaswamy K., 1979, The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, 7, p.163-195

- Lintzenberger R. and Ramaswamy K., 1982, The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects? *The Journal of Finance* 37, p. 324-357
- Martins A., 1999, *A fiscalidade e o financiamento das empresas*, Porto, Vda Económica
- Miller M., 1988, The Modigliani-Miller propositions after thirty years, *Journal of Economic Perspectives*, 2, p. 99-120
- Miller M. and Scholes M., 1978, *Dividends and taxes*, *Journal of Financial Economics*, 6, p.333-364
- Miller M. and Scholes M., 1982, *Dividends and taxes: some empirical evidence* *Journal of Financial Economics*,9, 67-92
- Miller M. and Modigliani F., 1961, Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34, p. 411-433
- Modigliani F. and Miller M., 1958, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American Economic Review*, 48, p. 261-297
- Poterba J. and Summers L., 1984, New evidence that taxes affect the valuation of dividends, *The Journal of Finance*, 39, p.1397-1415
- Santos J., 1990, Atenuação da dupla tributação ou benefício fiscal?, *Fisco*, 23, p.3-6
- Woolridge J. and Gosh C., 1986, Dividend cuts: do they always signal bad news? in Stern J. e Chew D.(eds) *The revolution in corporate finance*, Oxford, Blackwell
- Zeng T., 2003, What determines dividend policy: a comprehensive test, *Journal of American Academy of Business*, 2. P.304-309

## Anexo I

**QUADRO 2**  
**Descrição da amostra (todas as sociedades) - valores em 10<sup>3</sup> escudos**

Ano de Referência		RLE	Aplicação dos resultados líquidos do exercício							
			DIVA	EOEP	EMPG	EMPA	EMPO	(R)A/S	OIRS	DIVT
1989	Média	67.547	392	9.619	5.308	2.430	10	9.481	1.344	28.587
	Dp	380.831	10.608	199.355	55.631	35.747	207	55.434	15.249	235.756
1990	Média	82.341	351	14.204	4.466	1.572	44	8.894	1.549	31.083
	Dp	457.808	9.261	249.900	54.035	29.519	799	57.987	17.586	285.234
1991	Média	82.257	2.821	10.033	6.821	657	952	9.431	1.975	32.693
	Dp	526.187	39.757	242.442	76.546	9.437	17.755	62.401	21.148	295.144
1992	Média	86.621	2.458	10.374	7.227	1.419	602	11.195	2.375	35.652
	Dp	628.005	42.469	183.608	79.131	23.582	14.388	82.047	22.685	258.585
1993	Média	88.463	2.563	23.160	7.377	1.392	32	13.726	2.577	50.831
	Dp	645519	41.574	522.884	83.272	24.487	689	119.707	21.869	567.049
1994	Média	107.398	211	11.525	12.953	2.880	95	21.906	2.930	52.503
	Dp	1.014.553	5.557	311.111	167.316	44.598	2.588	207.881	23.711	432.416
1995	Média	103.421	427	11.972	14.670	1.611	17	24.185	3.168	56.053
	Dp	778.973	11.512	288.558	157.816	25.369	364	242.729	23.733	477.318
1989-1995	Média	88.293	1.317	12.984	8.403	1.709	250	14.117	2.274	41.058
	Dp	662.913	27.971	304.142	105.538	29.332	8.705	138.155	21.066	383.009

Notas:	RLE	Resultado líquido do exercício
	DIVA	Dividendos antecipados
	EOEP	Dividendos atribuídos ao Estado e outros entes públicos
	EMPG	Dividendos atribuídos a Empresas do Grupo
	EMPA	Dividendos atribuídos a Empresas associadas
	EMPO	Dividendos atribuídos a Outras empresas
	(R)A/S	Dividendos atribuídos a (Restantes) accionistas/sócios
	OIRS	Gratificações ao pessoal e órgãos sociais
	DIVT	Total de dividendos atribuídos
	Dp	Desvio padrão

## Anexo II

### QUADRO 3

#### Definição das variáveis

Nome	Construção	Observações
TDD ( <i>payout ratio</i> )	DIVT: RLE	Total de resultados líquidos do exercício do ano N atribuídos a dividendos durante o ano N+1. Procedimento semelhante é observado nas restantes variáveis: o numerador da <i>ratio</i> define a mesma.
TDD_EGRA	(EMPG+EMPA): RLE	Situações potencialmente abrangidas pelo art. 45º do CIRC
TDD_EMPO	EMPO : RLE	Situações potencialmente abrangidas pelo art. 72º do CIRC por não cumprirem cumulativamente os requisitos do n. 1 do art. 45º do CIRC, nomeadamente no que respeita à participação no capital não inferior a 25%. De notar que a classificação contabilística adoptada pela Central de Balanços do Banco de Portugal baseia-se em direitos de voto e não em percentagem de capital detido (ver capítulo 2.7 do POC' 91). No entanto, a solução por nós encontrada parece-nos razoável sobretudo tendo em atenção o disposto no capítulo 2.7 do POC' 89.
TDD_(R)A/S	(R)A/S : RLE	Dividendos tributados em IRS - categoria E
TDD_EOEP	EOEP : RLE	Dividendos não tributados
TDD_OIRS	OIRS : RLE	Dividendos tributados em IRS - categoria A
TDD_DIVA	DIVA : RLE	Dividendos cujo enquadramento fiscal é desconhecido

Notas:	RLE	Resultado Líquido do Exercício
	DIVA	Dividendos antecipados
	EOEP	Dividendos atribuídos ao Estado e outros entes públicos
	EMPG	Dividendos atribuídos a Empresas do Grupo
	EMPA	Dividendos atribuídos a Empresas associadas
	EMPO	Dividendos atribuídos a Outras empresas
	(R)A/S	Dividendos atribuídos a (Restantes) accionistas/sócios
	OIRS	Gratificações ao pessoal e órgãos sociais
	DIVT	Total de dividendos atribuídos
	Dp	Desvio padrão

