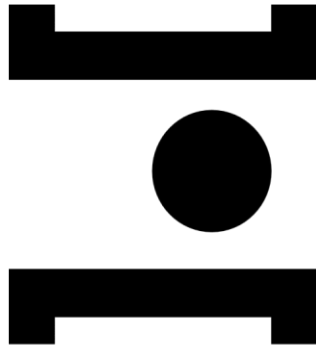


INSTITUTO POLITÉCNICO DE SANTARÉM
Escola Superior de Gestão e Tecnologia



**POLITÉCNICO
DE SANTARÉM**

**A INFLUÊNCIA DA DIVERSIDADE DE GÉNERO NA POLÍTICA
DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS: EVIDÊNCIA DO MERCADO
IBÉRICO**

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Finanças

Crisolita Alice Monteiro Furtado Moreira

Orientação:

Professor Adjunto Doutor João Paulo Correia Teodósio

Abril, 2023

Aos meus queridos pais, José Furtado e Maria Monteiro, luzes eternas.

“Gender equality is more than a goal. It is a precondition for meeting the challenge of reducing poverty, promoting sustainable development, and building good governance.”

Executive Director, Kofi Annan Foundation (2001)

A elaboração desta dissertação não seria possível sem o apoio de algumas pessoas, às quais demonstro a minha especial gratidão.

Agradeço a Deus, que me ajudou a ultrapassar os obstáculos, dando-me resistências para concluir esta dissertação de mestrado, que tanto me ajudou a progredir.

O meu principal e o meu enorme agradecimento ao professor Doutor João Teodósio, por ter aceitado ser meu orientador, e por toda a disponibilidade, orientação, ajuda e sugestões dadas ao longo de toda a dissertação.

Agradeço aos meus filhos e ao meu marido pela paciência e encorajamento durante todo o percurso.

Aos meus irmãos, familiares e amigos, pelas palavras de apoio e encorajamento.

À Cláudia Ferraz pelo incentivo, motivação, conselhos, e pelas jornadas de trabalho em que me acompanhou, um muito obrigado.

Os meus sinceros agradecimentos.

Acrónimos/siglas

CA - Conselho de Administração

CAPEX - *Capital expenditures*

CEE - Comunidade Económica Europeia

CEO - Chief Executive Officer

CIG - Comissão para a Cidadania e a Igualdade de Género

CITE - Comissão para a Igualdade no Trabalho e no Emprego

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

LNDIV - Logaritmo natural dos dividendos

DIVY - *Dividend Yield*

DUAL - Dualidade do CEO

EIGE- *European Institute for Gender Equality*

FE - Efeitos Fixos

FCF - *Free Cash Flow*

GEN - Género

GMM - Método dos Momentos Generalizados

IBEX 35 - Índice de referência da Bolsa de Madrid (*Índice Bursátil Español*)

ILO - *International Labour Office*

LSC - Lei das Sociedades de Capitais

ODS - Objetivo de Desenvolvimento Sustentável

PMEs - Pequenas e médias empresas

PSI20 - Índice de referência da Euronext Lisboa (*Portuguese Stock Index*)

ROA - Retorno do ativo

RE - Efeitos Aleatórios

TCA - Taxa de crescimento dos ativos

VAL - Valor atual líquido

UE - União Europeia

Resumo

Esta dissertação analisa o impacto da diversidade de género nos Conselhos de Administração nas políticas de distribuição de dividendos de empresas não financeiras, que integram os principais índices bolsistas de Portugal e Espanha, PSI20 e IBEX 35, respetivamente. A amostra integra 44 empresas, no período compreendido entre 2011 e 2020, com um total de 440 observações.

Os resultados desta investigação indicam que o efeito das diretoras mulheres na distribuição de dividendos varia em função da amostra em estudo. Considerando como amostra global o mercado ibérico, a diversidade de género nos Conselhos de Administração não tem efeitos significativos no montante e na percentagem de distribuição de dividendos, embora exista uma tendência para uma associação negativa.

Palavras-chave: Diversidade de género, políticas de dividendos, conselho de administração, diretores, mulheres.

Abstract

This dissertation analyzes the effect of gender diversity in the Board of Directors on the dividend distribution policies of non-financial companies, which are part of the most relevant stock indices in Portugal and Spain, PSI20 and IBEX 35, respectively. The sample includes 44 companies between 2011 and 2020, with a total of 440 observations.

The results of this investigation indicate that the effect of female directors on the distribution of dividends varies according to the sample under study. Considering the Iberian market as a global sample, gender diversity in the Board of Directors does not significantly affect the amount and percentage of dividend distribution. However, there is a tendency towards a negative association.

Keywords: Gender diversity, dividend policies, boards of directors, directors, women.

Índice

Acrónimos/siglas	iii
Resumo.....	iv
Abstract.....	v
Índice	vi
Lista de tabelas.....	i
Lista de quadros	i
Lista de figuras	i
Introdução.....	1
Capítulo 1. Revisão de Literatura	4
1.1. Enquadramento da temática do género no mercado ibérico.....	4
1.1.1 Portugal.....	4
1.1.2 Espanha.....	5
1.2. Distribuição de dividendos.....	7
1.3. Teorias sobre as políticas de distribuição de dividendos.....	8
1.3.1. Teoria da Agência	8
1.3.2. Teoria da Sinalização	8
1.3.3. Teoria da relevância da política de dividendos.....	9
1.3.4. Teoria da irrelevância da política de dividendos.....	10
1.3.5. Teoria dos efeitos fiscais	11
1.3.6. Teoria residual	11
1.3.7. O efeito-clientela	12
1.3.8. Teoria do pássaro na mão (<i>Bird-In-Hand Hypothesis</i>)	12
1.3.9. Teoria do ciclo de vida.....	13
1.3.10. Teoria do catering.....	13
1.3.11. Teoria comportamental	14
1.3.12. Teoria de fluxo de caixa	14
1.3.13. Modelo Substitutivo de Dividendos	15
1.3.14. Teoria de Pecking Order	15
1.4. A diversidade de género e a distribuição de dividendos	17
Capítulo 2. Metodologia de investigação	20
2.1. Objetivo.....	20
2.2. Amostra.....	20
2.3. Hipóteses de investigação.....	22

2.4. Recolha de dados	22
2.5. Modelos de estimação.....	22
2.6. Variáveis em estudo	24
2.6.1. Variáveis dependentes	24
2.6.2. Variáveis independentes	25
2.6.3. Variáveis de controlo	25
Capítulo 3. Resultados e discussão	30
3.1. Estatística descritiva	30
3.1.1. Amostra global.....	30
3.1.2. Portugal.....	31
3.1.3. Espanha.....	32
3.2. Modelos de regressão	38
3.2.1. Amostra global.....	40
3.2.2. Portugal.....	42
3.2.3. Espanha.....	44
Conclusão.....	46
Referências bibliográficas	47

Lista de tabelas

Tabela 1. Estatística descritiva: Amostra global.....	31
Tabela 2. Estatística descritiva: Portugal	32
Tabela 3. Estatística descritiva: Espanha.....	33
Tabela 4. Matriz de correlações: Amostra global	35
Tabela 5. Matriz de correlações: Portugal.....	36
Tabela 6. Matriz de correlações: Espanha	37
Tabela 7. Testes de Multicolinearidade.....	39
Tabela 8. Modelos de regressão de Efeitos Aleatórios (EA): Amostra global	41
Tabela 9. Modelos de regressão de efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA): Portugal	43
Tabela 10. Modelos de regressão de efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA): Espanha	45

Lista de quadros

Quadro 1. Síntese das principais teorias subjacentes à política de dividendos.....	16
Quadro 2. Amostra inicial	21
Quadro 3. Seleção da Amostra Final	21
Quadro 4. Variáveis do Estudo.....	28

Lista de figuras

Figura 1. Evolução da percentagem de mulheres nos órgãos de administração das maiores empresas cotadas em Portugal e na União Europeia (2003-2021)	5
Figura 2. Evolução da percentagem da presença das mulheres nos CA das empresas do IBEX 35.....	6

Introdução

De acordo com a teoria financeira, o objetivo da gestão é criar valor para os acionistas. Jensen e Meckling (1976), defendem que os proprietários são os detentores dos direitos residuais e que as decisões das empresas devem ser orientadas pelos seus interesses. Sob essa ótica, Longinidis e Symeonidis (2013) entendem que a afetação substancial desta meta de maximização de valor só é real através da política de dividendos. Apesar da existência de uma extensa teoria e pesquisa empírica, existe um debate considerável sobre se a política de dividendos desempenha um papel importante para atingir esse objetivo. Jensen (2001), descreve a política de dividendos como a política de pagamentos que uma empresa segue para determinar a dimensão e o padrão das distribuições aos seus acionistas.

Segundo Correia et al. (2017), a política de dividendos diz respeito a um conjunto de decisões financeiras relacionadas com a remuneração dos investidores de capital das empresas, podendo esta estar dividida em duas vertentes: ganhos de capital e dividendos. Segundo Almeida et al. (2015), uma empresa ao distribuir dividendos, provoca uma diminuição da liquidez dos seus ativos, o que se reflete numa diminuição dos excedentes de *cash-flows*, influenciando diretamente a forma de remuneração dos investidores. A empresa ao definir a sua política de dividendos tem a necessidade de aferir um nível ótimo de pagamento para maximizar a rentabilidade dos acionistas. A confrontação destes objetivos provoca um *trade-off* entre o valor a pagar ou a distribuir, que se traduz na rentabilidade dos acionistas, e o valor a reter para a manutenção de uma adequada estrutura financeira da empresa.

De acordo com Chen et al. (2017), os conselhos de administração (CA) são responsáveis pelas principais decisões empresariais (e.g. política de distribuição de dividendos) e a eficácia de tais decisões depende das características do CA. Por exemplo, Adjaoud e Ben-Amar (2010) e Sharma (2011), examinaram o impacto da independência do CA e dos mandatos dos diretores na política de distribuição de dividendos e demonstraram que as características do CA estudadas influenciam positiva e significativamente a propensão para pagar dividendos.

De acordo com os estudos de Adams e Ferreira (2009) e Ye et al. (2019), existe um movimento crescente a nível mundial para nomear mais mulheres diretoras para o CA. Recentemente, a legislação e as partes interessadas estão a dar mais ênfase à diversidade de género (European Institute for Gender Equality [EIGE], 2021).

De acordo com o Relatório Deloitte sobre Women on Boards (2019), as mulheres detêm 16,9% dos cargos de diretores nos CA. Internacionalmente, este valor representa um acréscimo de 1,9%, face aos dados de 2017. Estes números ressaltam um desafio pela sub-representação nos CA, e colocam em evidência a existência de um ritmo tendencialmente lento na mudança e progresso empresarial.

De acordo com Triana et al. (2014), a diversidade de género no CA tem sido considerada como uma espada de dois gumes, motivo pela qual esta característica pode impulsionar ou impedir mudanças estratégicas, dependendo do desempenho empresarial e do poder influenciador das diretoras mulheres. Neste sentido, Gyapong et al. (2021), expõem resultados mistos sobre o impacto da diversidade de género nos CA nas empresas. Por um lado, e de acordo com Pucheta-Martinez e Bel-Oms (2016), existem efeitos negativos da presença de mulheres nos CA devido aos seus comportamentos de aversão ao risco, menor confiança, fracas decisões e menor controlo sobre os quadros empresariais. Por outro, Herli et al. (2021) e Tahir et al. (2020) demonstraram que a presença de mulheres nos CA pode melhorar o desempenho empresarial e a política de pagamento de dividendos. Adicionalmente, a presença das mulheres nos CA, torna a sua composição mais heterogénea, oferecendo maior variedade de perspetivas nas decisões estratégicas, promovendo assim um impacto diferenciado na política de distribuição de dividendos (Almeida et al., 2020).

Os resultados globais deste estudo indiciam que, no mercado ibérico, existe uma tendência para uma associação negativa entre a diversidade de género dos CA e a distribuição de dividendos, embora as provas empíricas sejam inconclusivas, em acordo com a maioria dos estudos citados.

Ao analisarmos esta relação por país conclui-se que, no contexto português, a tendência do sinal da relação se mantém. Contudo, existe evidência estatística de que a presença de mulheres nos CA, e a sua proporção, influenciam negativamente o montante de dividendos pagos. No que diz respeito ao contexto espanhol, a tendência de sinal é a inversa, ou seja, com exceção da medida de diversidade de género associada ao CEO, os resultados demonstram uma relação positiva e não significativa quer com os montantes quer com a percentagem de dividendos pagos. A diversidade de género do CEO demonstra ser, nas empresas espanholas, a variável que significativamente mais impacta na distribuição de dividendos. As empresas com mulheres CEO pagam significativamente mais dividendos quando comparadas com empresas geridas por CEO do género masculino. Adicionalmente, a percentagem de dividendos pagos sobre o valor das ações é significativamente inferior.

A principal contribuição desta investigação está relacionada com o estudo de um contexto regional muito pouco analisado pela comunidade científica internacional. Segundo o que nos foi possível apurar, não existem estudos sobre o impacto do género dos diretores na política de distribuição de dividendos das empresas, considerando como amostra a Península Ibérica.

A dissertação está organizada da seguinte forma: No Capítulo 1, é feito o enquadramento da diversidade de género no mercado ibérico e apresentada a revisão de literatura; No Capítulo 2, é descrita a metodologia utilizada; No Capítulo 3, são apresentados e discutidos os resultados do estudo; Por último, são apresentadas as principais conclusões desta investigação.

Capítulo 1. Revisão de Literatura

1.1. Enquadramento da temática do género no mercado ibérico

1.1.1 Portugal

De acordo com Ye et al. (2019) o ambiente institucional influencia o efeito da diversidade de género nas políticas de distribuição de dividendos, argumentando que melhores ambientes institucionais e uma maior proteção dos acionistas proporciona uma redução dos problemas de agência, melhora a gestão corporativa e aumenta a taxa de pagamento de dividendos.

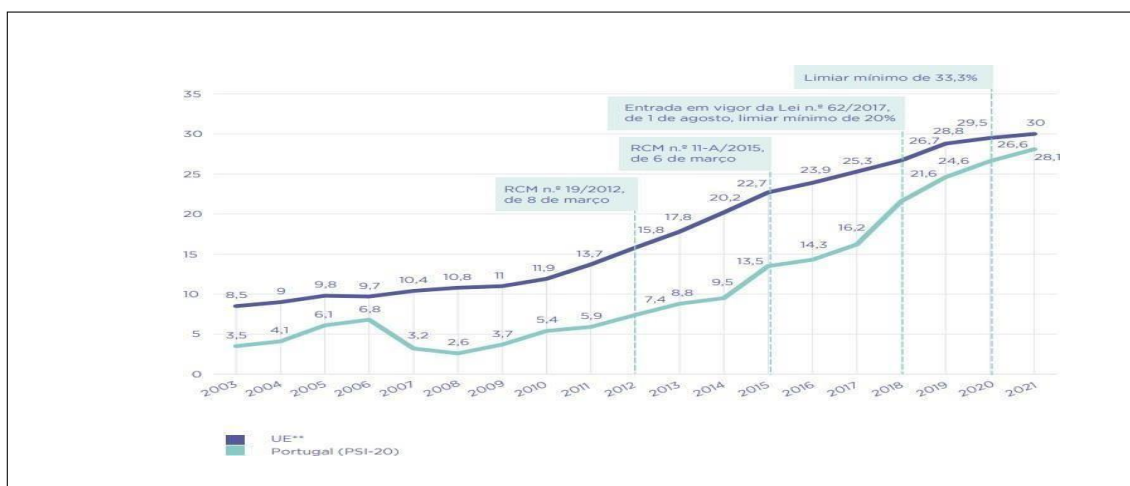
Em Portugal, Código das Sociedades Comercias (CSC) de Portugal consagra em relação aos lucros de exercícios as regras de distribuição dos mesmos no Decreto-Lei n.º 262/86. Conforme estipulado no artigo 33º do CSC, apenas podem ser distribuídos aos sócios os lucros de exercícios após deduzidos os montantes impostos por lei ou pelo contrato de sociedade. Em conformidade com esta norma, só podem ser distribuídos aos sócios os lucros de exercícios depois de amortizadas as despesas de constituição, investimentos e de desenvolvimento, exceto se o montante das reservas livres e dos resultados transitados, for pelo menos igual ao das despesas não amortizadas. Adicionalmente, não podem ser distribuídos valores incluídos em reservas que não constem expressamente no balanço.

Relativamente aos direitos das mulheres, a Lei n.º 62/2017, de 1 de agosto, 2017, impõe através dos artigos 4º, nº 1 e artigo 5º, nº 1, que órgãos de administração e de fiscalização das entidades do setor público empresarial e das entidades cotadas em bolsa tenham uma representação equilibrada entre mulheres e homens. Esta Lei exige que as empresas estabeleçam e divulguem uma política equilibrada de diversidade nos CA, e que esta proporção não pode ser inferior a 33,3% em cada entidade do setor público empresarial e não inferior a 20%, em 2018, e 33.3%, em 2020, nas empresas cotadas. Este limiar deve ser cumprido relativamente à totalidade dos administradores, executivos e não executivos, que integrem os órgãos de administração.

A manutenção do incumprimento no termo do prazo indicado determina a aplicação de uma repreensão registada ao infrator e a publicitação integral da mesma encontra-se num registo público, disponibilizado para o efeito nos sites da Comissão para a Cidada-

nia e a Igualdade de Género (CIG), da Comissão para Igualdade no Trabalho e no Emprego (CITE) e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). A repreensão registada é aplicada pela CIG às entidades do setor empresarial do Estado e pela CMVM às empresas cotadas em bolsa, nos termos da Portaria n.º 174/2019, de 6 de junho. Os dados de 2019 demonstraram que as mulheres detinham 22% de lugares nos órgãos de administração das empresas cotadas na bolsa, face a 17% em 2018. Detinham 12% de cargos de administração executivos e 29% de cargos não executivos. Segundo Canha (2021), nos últimos anos as mulheres ocupam 28.1% dos assentos nos órgãos de administração das empresas do PSI20. A evolução tem sido positiva como se pode observar na Figura 1.

Figura 1. Evolução da percentagem de mulheres nos órgãos de administração das maiores empresas cotadas em Portugal e na União Europeia (2003-2021)



Fonte: *European Institute for Gender Equality* (2021)

1.1.2 Espanha

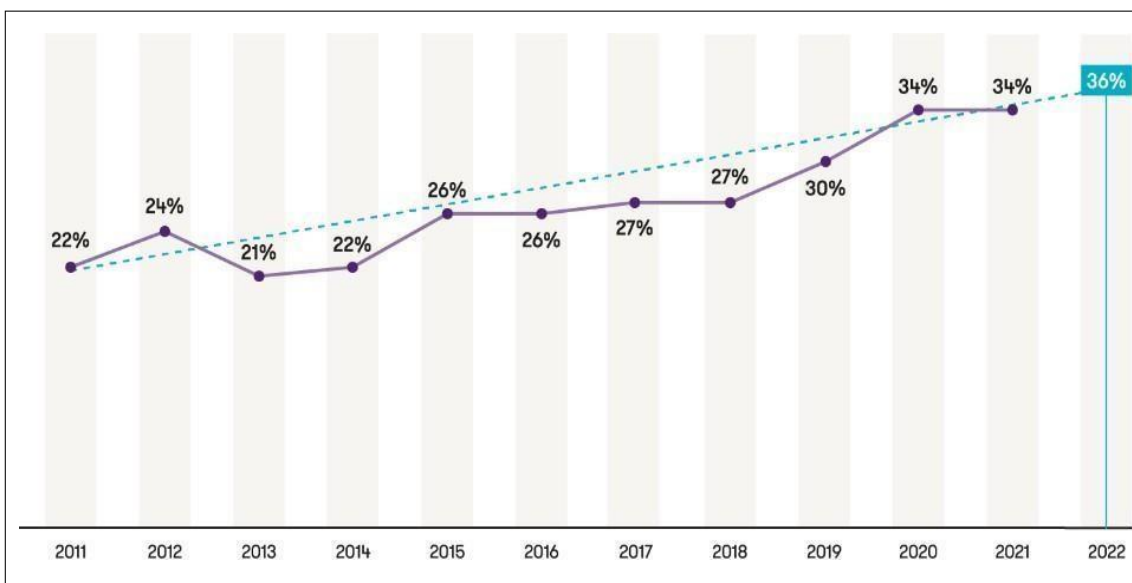
No que se refere a Espanha, de modo geral a regulação financeira é focada de forma eficiente para o investimento produtivo de modo a garantir a estabilidade do mercado e a proteção do investidor descrita na ley (2014). Espanha consagra os direitos dos sócios nos artigos 93º, 94º e 95º segundo o decreto ley (2014). A decisão sobre a aplicação dos resultados, ou seja, sobre a finalidade dos lucros obtidos pela empresa, cabe à Assembleia Geral, de acordo com o artigo 273º.1 (Lei das Sociedades de Capitais) LSC.

A temática da distribuição de dividendos está consagrada nos artigos 272º a 276 da LSC. Segundo Urtiaga e Lacave (2014), a lei concede o controlo da política de dividendos aos *insiders* da sociedade e protege fracamente os interesses dos acionistas externos. Ainda de acordo com os mesmos autores, a proteção existente nas empresas europeias é explicada pela dependência do financiamento por via de dívida, pelo que a proteção dos credores é uma prioridade do ponto de vista económico da gestão empresarial.

A norma básica da igualdade de género encontra-se na Ley Orgânica /2007. Em 2019, segundo dados do Objetivo de Desenvolvimento Sustentável (ODS) específico, 79% das empresas espanholas que aderiram a esta iniciativa incluíram a igualdade de género nas suas políticas empresariais. Em relação ao IBEX 35, os relatórios das entidades abordaram o tema em 80% dos casos.

De acordo com García-Meca et al. (2022), Espanha oferece um cenário único para estudar este tema, pelo aumento dramático da presença de mulheres no CA nos últimos anos, uma vez que a governação corporativa espanhola recomendou uma cota de género feminino de pelo menos 30%. Na Figura 2, observa-se a evolução da diversidade de género nos CA das empresas espanholas.

Figura 2. Evolução da percentagem da presença das mulheres nos CA das empresas do IBEX 35



Fonte: WOMEN IN BUSINESS (2023)

1.2. Distribuição de dividendos

De acordo com Benzinho (2016), os dividendos podem ser definidos como o valor que a empresa paga na proporção da percentagem de capital detida a cada proprietário.

São diversas as razões pelas quais a política de dividendos adquire relevância, quer ao nível da empresa, quer ao nível do mercado. A sua distribuição constitui uma forma de transferência de riqueza para os investidores, opera como um mecanismo de regulação da atividade dos gestores por parte dos acionistas e pode ser usada como veículo de informação para o mercado, em especial, no caso das empresas cotadas.

A nível económico e após a obtenção dos resultados líquidos surge a tomada de decisão empresarial sobre como proceder relativamente aos lucros gerados. Neste caso, os órgãos de gestão têm duas finalidades para os resultados gerados: ou reinvestimento pela própria empresa; ou a distribuição pelos acionistas na forma de recompra de ações ou distribuição de dividendos. A este respeito, Benzinho (2016) enumera diferentes formas de distribuição de resultados: (1) dividendos em dinheiro (*cash dividends*); (2) dividendos em ações (*stock dividends*); e (3) recompra de ações (*stock repurchase*).

Os dividendos são considerados por muitos estudiosos da área financeira como um dos temas mais fascinantes e, de entre as várias teorias proeminentes, é uma das consideradas clássicas mais conhecidas. Este corpo teórico surgiu com os estudos de Modigliani e Miller (1958) e Miller e Modigliani (1961) onde demonstram a irrelevância da política de dividendos num mercado perfeito.

Segundo Benavides et al. (2016) os meios de devolver o dinheiro aos acionistas das empresas sempre foram e serão uma questão controversa. Black (1976) revela que com a atribuição de dividendos há mais impostos pessoais a pagar e que é difícil entender porque as empresas pagam dividendos. De acordo com Guay e Harford (2000) o pagamento de dividendos é intrigante dada a possibilidade de recompra de ações, que oferecem maior flexibilidade e vantagens fiscais. O estudo de La Porta et al. (2000), argumenta que os dividendos são pagos porque os acionistas minoritários pressionam os empresários a despendem dinheiro, impedindo assim que os *insiders* usem uma fração muito alta dos lucros da empresa para se beneficiarem.

1.3. Teorias sobre as políticas de distribuição de dividendos

1.3.1. Teoria da Agência

Teoria desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), na qual consideram a empresa como um conjunto de contratos, em que os acionistas têm direito sobre os ativos e fluxos de caixa da empresa.

Conforme Almeida et al. (2015) assinalaram, esta teoria visa analisar as relações entre a propriedade e a gestão das empresas. Os acionistas e os gestores procuram agir em defesa dos seus próprios interesses maximizando a sua própria utilidade. Esta maximização é alcançada sob visões e perspectivas diferentes que criam divergências e conflitos entre as duas partes. A resolução destes conflitos acarreta custos, denominados de custos de agência. De acordo com esta teoria, os dividendos não possuem um valor substancial em si mesmos, mas determinam a monitorização das relações entre os diferentes intervenientes nas empresas.

1.3.2. Teoria da Sinalização

Spence (1973), foi o pioneiro a investigar a ideia da aplicação do mecanismo de sinalização e os seus efeitos nos mercados. Neste estudo, relata que duas entidades evitariam o problema da assimetria de informação se uma das partes interessadas enviasse um sinal que revelaria uma informação para a outra. A parte que recebe informação interpretaria o sinal e ajustaria o seu comportamento de compra oferecendo um preço superior ou uma subavaliação.

Benzinho (2004), defende que o pagamento de dividendos é um mecanismo importante utilizado pelas empresas de modo a resolverem os problemas de desequilíbrio de informações. Pode ser um modo de sinalizar o valor da empresa, em virtude dos *insiders* disponibilizarem mais e melhor informação sobre os *cash flows* futuros da empresa. Logo, os dividendos são um mecanismo de sinalização importante para o mercado sobre rentabilidade futura esperada.

Conforme Esteban e Pérez (2001), a teoria da sinalização define a política de dividendos como um mecanismo de sinalização através do qual os acionistas internos, dentro da

gestão empresarial, revelam os seus incentivos e informações particulares aos acionistas externos. Estas informações podem modificar o valor das ações na medida em que o anúncio de dividendos contém informações relevantes sobre as expectativas da empresa que ainda não foram descontadas pelo mercado. Em síntese, os modelos de sinalização, segundo Benzinho (2004), sugerem que as sociedades que pagam em dividendos, em especial as que os aumentam, são empresas subavaliadas pelo mercado e que utilizam esse instrumento para transmitir informação de qualidade.

1.3.3. Teoria da relevância da política de dividendos

Na década de 1950 começou a ter ênfase o estudo sobre a importância da política de dividendos para a valorização das empresas, com o estudo do Lintner (1956), seguido pelos estudos de Gordon e Shapiro (1956), Gordon (1959, 1963), Lintner (1962) e Watts (1973). O debate deste tema pelos autores é realizado num contexto de indecisões dos mercados e, neste âmbito, os investidores preferem os dividendos ao invés de possíveis futuros ganhos em capital, opção esta conhecida como a teoria do “pássaro na mão” de Gordon (1959).

A teoria da relevância dos dividendos considera os dividendos relevantes e responsáveis pela variação do valor de mercado da empresa, concedendo aos dividendos uma função de diminuição da incerteza e risco dos investimentos, pois considera que os investidores são racionais, estimam o risco e o retorno, preferindo receber dividendos ao invés de possíveis ganhos em capital (Almeida et al., 2015).

O estudo de Lintner (1956) tem implicações até aos dias de hoje sobre a teoria da relevância dos dividendos. Para explicar este efeito realizou este estudo através de entrevistas a gestores para a avaliação da política de dividendos. Concluiu o seguinte:

- a) Existe uma certa resistência da parte dos gestores em alterar a política de dividendos devido às reações dos investidores e, quando o fazem, é com certeza de que será mantida;
- b) Como consequência da conclusão anterior, existe uma resistência em modificar a política de dividendos, visto que ela não é modificada na mesma proporção da variação dos lucros contabilísticos;

- c) Os gestores valorizam mais o pagamento monetário constante, do que uma flutuação do índice de pagamento de dividendos (*Payout ratio*);
- d) A política de dividendos está relacionada com o ciclo de vida das empresas. As empresas mais jovens e em alto grau de crescimento pagam menos dividendos do que empresas consolidadas.

Para além das constatações supracitados, Lintner (1956) evidenciou que a política de dividendos se baseia em aspetos específicos da empresa e do mercado, como sejam, as experiências anteriores sobre a variação dos juros, os ganhos relativos sobre o capital, a razão preço e ganho, o fluxo interno dos fundos, a estabilidade dos ganhos, a preferência dos acionistas quanto aos ganhos e aos dividendos, dentre outros aspetos.

1.3.4. Teoria da irrelevância da política de dividendos

A teoria de Irrelevância dos dividendos de Miller e Modigliani (1961), encontraram evidências de que o valor da empresa e a rentabilidade dos investidores não estão relacionadas com os dividendos distribuídos, mas sim, pela capacidade da empresa em gerar *cash flows* através de investimentos com valor atual líquido (VAL) positivos, não sendo relevante a repartição entre dividendos e resultados retidos. Contudo, estas premissas de Miller e Modigliani (1961) foram construídas sob a perspetiva de um mercado perfeito e eficiente de capitais, em que a política de dividendos não teria efeitos sobre o valor da ação ou do custo de capital da empresa e, concomitantemente, sobre a riqueza dos acionistas.

O mercado observado por Miller e Modigliani (1961) baseia-se nos seguintes pressupostos suportados pela teoria de mercados perfeitos e eficientes de capitais:

- a) Inexistência de impostos sobre lucros e pessoas;
- b) Inexistência de assimetria de informação e custos de agência do capital próprio e da dívida;
- c) Os investidores são racionais;
- d) Nenhum investidor, comprando, vendendo ou emitindo ações, tem o poder de influenciar o preço de mercado das ações;
- e) Empresas que adotavam pagamento de dividendos em excesso podiam emitir ações a um valor justo para vencimento dos acionistas sem que sucedessem custos de transação ou flutuação;

- f) Todos os intervenientes detêm o mesmo nível de informação e, por este raciocínio, as suas escolhas são racionais e providas da informação disponível para todos os agentes;
- g) Ausência de custos associados à emissão de novas ações;
- h) Inexistência de custos de transação e custos de falência.

1.3.5. Teoria dos efeitos fiscais

Os princípios de Miller e Modigliani (1961) pressupunham a existência mercado de capitais perfeito que implicava a inexistência de impostos. No entanto, foi reconhecido que os impostos podem ter influência significativa nas políticas de distribuição de dividendos.

Al-Malkawi et al. (2010), consideram diferenças no tratamento tributário entre dividendos e ganhos de capital, porque na maioria das vezes os investidores estão interessados no retorno após o imposto. Esta teoria dos efeitos fiscais sugere que baixos índices de distribuição de dividendos reduzem o custo de capital e aumenta o preço das ações, ou seja, baixos índices de distribuição de dividendos contribuem para maximizar o lucro da empresa. Este argumento baseia-se no pressuposto de que os dividendos são tributados a taxas mais elevadas e que o imposto é pago no momento, enquanto que ganhos em capital, são tributados a uma taxa menor, e são deferidos até que as ações sejam realmente vendidas.

1.3.6. Teoria residual

Esta teoria desenvolvida por Jensen (1986) oferece argumentos para que se prossiga uma política de dividendos residuais. Nessa pesquisa, ficou evidenciado que os gestores não pagam o dinheiro excedente após fazerem todos os investimentos rentáveis, e que são propensos a usar esses recursos de forma destrutiva para a riqueza dos acionistas. Esses usos de excedentes incluem investir em projetos de VAL negativo e realizar consumos desnecessários.

Almeida et al. (2015) afirmam que a teoria residual de dividendos é uma teoria análoga ao argumento de que a empresa adota apenas projetos rentáveis, ou seja, com VAL positivo e que qualquer lucro adicional deve ser distribuído sob a forma de dividendos. Baker et al. (2018), explicam que as empresas só devem pagar dividendos quando os seus ganhos gerados internamente não estiverem totalmente esgotados para projetos de investimento. Assim, os pagamentos de dividendos devem ser idealmente os resíduos de caixa produzidos pelas operações de uma empresa após a realização de todos os investimentos com VAL positivo.

1.3.7. O efeito-clientela

Em relação à tributação e efeito clientela, Elton e Gruber (1970) apontam que as preferências dos investidores dependem dos escalões de impostos em que se encontram, ou seja, a política de dividendos de uma empresa afeta a taxa de imposto dos seus acionistas, uma vez que investidores com baixa taxa de tributação tendem a ser atraídos por empresas que pagam elevados dividendos e vice-versa.

Segundo Westerfield et al. (2009), o raciocínio do efeito clientela baseia-se na existência de diferentes grupos de investidores que desejam ter níveis diferentes de dividendos. Argumentam que quando uma empresa escolhe uma determinada política de dividendos, o único efeito é atrair uma clientela específica e, se eventualmente alterar a sua política, atrairá uma clientela diferente. Baker et al. (2018), explicam que cada investidor tem os seus próprios cálculos implícitos para escolher entre dividendos altos ou baixos em dinheiro e selecionar políticas de dividendos de acordo com o seu contexto fiscal.

1.3.8. Teoria do pássaro na mão (*Bird-In-Hand Hypothesis*)

Uma das primeiras explicações a favor dos dividendos apresentada por Baker et al. (2018) é a existência da certeza e segurança dos pagamentos de dividendos recebidos hoje face à retenção de dividendos para reinvestimento em projetos cujos ganhos futuros são incertos.

Al-Malkawi et al. (2010), apoiam os estudos que dão suporte a teoria do pássaro na mão, por exemplo, Gordon e Shapiro (1956), Gordon (1959), (Gordon, 1963), Lintner (1962) e Walter (1963). Este argumento é uma sequela das conclusões sobre o efeito

da política de dividendos no valor de uma empresa, referindo que altos índices de distribuição de dividendos maximizam o valor da empresa. Num mundo empresarial de incertezas e de informações imperfeitas, os dividendos são valorizados diferentemente dos lucros retidos (ou ganhos de capital). Neste contexto, estes são avessos ao risco e considerando que são investidores racionais, eles preferem o “pássaro na mão” referindo-se aos dividendos, em vez dos “dois a voar” (*two in the bush*) aludindo aos ganhos de capital futuros.

1.3.9. Teoria do ciclo de vida

De acordo com Rozeff (1982), a política de distribuição de dividendos varia de empresa para empresa e acompanha o seu ciclo de vida, adotando as políticas de dividendos que melhor se ajustem ao momento específico.

Michaely et al. (2002) demonstraram que, de acordo com a *maturity hypothesis*, um maior *payout* dos dividendos resulta do processo de alteração que uma empresa sofre à medida que passa da fase de crescimento para uma fase de maior maturidade. Fatores relevantes para este incremento dos dividendos distribuídos, em fase de maior maturidade das empresas, relacionam-se com a diminuição das oportunidades existentes, diminuição do nível de risco a um ponto próximo entre o retorno do investimento, o custo do capital e um elevado *free cash flow*. Baker et al. (2018), explicam que quando existem aumentos substanciais de dividendos são sinais de mudanças no ciclo de vida de uma empresa. Existe uma probabilidade de a empresa pagar altos dividendos à medida que transita de um crescimento para uma fase mais madura. Essa mudança ocorre porque as oportunidades de investimento de uma empresa diminuem e as taxas de crescimento também. Assim, a empresa começa a gerar maiores quantidades de fluxo de caixa livre.

1.3.10. Teoria do catering

Baker e Wurgler (2004) defendem que as decisões sobre os dividendos são impulsionadas pela procura predominante dos investidores e que as decisões dos gestores são influenciadas pelos sentimentos da procura dos investidores. O estudo de Stein (1996), mostra que os fatores como o horizonte temporal e restrições financeiras afetam a taxa do retorno ideal na decisão dos gestores. Nesta pesquisa, o autor mostra que se os

investidores tiverem um horizonte de investimento de curto prazo, os gestores ficam mais preocupados com o preço das ações do que com o valor fundamental da empresa.

Ainda segundo os mesmos autores, os gestores atendem racionalmente ao pedido dos investidores. O pagamento de dividendos pode ser observado pela diferença de avaliação entre empresas pagadoras de dividendos e empresas não pagadoras de dividendos. Consideram que se o valor do prémio for elevado é porque os investidores preferem empresas que transmitem características de segurança no pagamento de dividendos. À contrário, se o valor do prémio for baixo significa que os investidores valorizam mais as empresas que maximizam o seu potencial de ganhos em capital, nomeadamente, diminuindo o valor do pagamento de dividendos.

1.3.11. Teoria comportamental

Muitas teorias baseadas no comportamento tentam a explicar porque é que os investidores consideram os dividendos atraentes. Shefrin (2010) examina várias explicações comportamentais sobre dividendos considerando diferentes elementos comportamentais como autocontrolo, estimativa mental, adaptação hedónica, aversão ao arrependimento e ainda fatores demográficos como idade, rendimento e *status* ou situação de aposentação. Em particular, notou que esta teoria prevê que as famílias mais velhas e aposentadas encontrarão dividendos mais atraentes do que as famílias mais jovens que ainda estão na força do trabalho. Conforme Trabelsi et al. (2018), a abordagem comportamental destaca o papel dos fatores psicológicos ou sociólogos no processo de tomada de decisão, afastando-se do paradigma da racionalidade, e que a propensão para distribuir está positivamente relacionada com o prémio de dividendos. Além disso, sustentam implicitamente a hipótese do oportunismo e visão de curto prazo dos gestores aos pedidos dos investidores.

1.3.12. Teoria de fluxo de caixa

Segundo Jensen (1986) e Jensen e Meckling (1986), o ponto de partida para esta teoria é o argumento baseado nos custos de agência, em que os conflitos de interesses entre acionistas e gestores sobre a política de dividendos são especialmente graves quando uma empresa gera lucros substanciais. O problema concentra-se em como motivar os

gestores a despendem os fluxos de caixa livres (dinheiro) em vez de investi-lo abaixo do custo de capital ou desperdiçá-lo em ineficiência da organização.

1.3.13. Modelo Substitutivo de Dividendos

Baker et al. (2018) afirmam que os dividendos são substitutos para a proteção legal em países com baixa proteção dos acionistas. As empresas pertencentes a esses países necessitam de estabelecer uma reputação tratando os investidores minoritários de uma forma justa. Portanto, o pagamento de dividendos ajuda a estabelecer uma reputação de impedir a desapropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

La Porta et al. (2000) ao investigarem o impacto dos direitos dos acionistas sobre a política de dividendos no modelo de substituto consideraram o pagamento de dividendos como resultado duma efetiva proteção legal dos acionistas minoritários. Argumentam que se as empresas querem captar recursos externos em condições favoráveis, devem ganhar uma reputação de um tratamento justo dos acionistas minoritários. Assim, os dividendos procedem de uma proteção jurídica para os acionistas minoritários, existindo uma pressão forte sobre os gestores a pagarem dividendos altos em detrimento do uso indevido de fluxo de caixa livre pela sua parte.

1.3.14. Teoria de Pecking Order

Myers e Majluf (1984) sugerem que as empresas têm uma ordem de preferência particular para o uso do capital para financiar os seus negócios. Devido às transações associadas e assimetrias de informações entre a empresa e os potenciais investidores, as empresas priorizam fontes internas de financiamento para financiar novos investimentos recorrendo, primeiramente, aos lucros acumulados e consideram o financiamento por via de capital como último recurso.

No Quadro 1, apresenta-se uma síntese das teorias anteriormente descritas.

Quadro 1. Síntese das principais teorias subjacentes à política de dividendos

Teorias	Pressupostos	Autores
Teoria da Agência	A rentabilidade ao ser distribuída sob forma de dividendos pode determinar conflitos existentes entre investidores e gestores.	Jensen e Meckling (1976) Dhanani (2005)
Teoria da Sinalização	Defende que o anúncio da distribuição de dividendos pode ser uma das formas de sinalização ao mercado, ou seja, sinaliza aos investidores a qualidade dos projetos que a empresa possui em carteira e determina o valor de equilíbrio da empresa, uma vez que o investidor tem informações assimétricas.	Batthacarya (1979), Spence (1973)
Relevância de Dividendos	Devido a incertezas do mercado e a informações imperfeitas os investidores preferem os dividendos, minimizando as perspectivas incertas de lucros por ganhos de capital.	Lintner (1956), Gordon e Shapiro (1956); Watts (1973)
Irrelevância dos Dividendos	No pressuposto do valor da empresa sob a perspectiva de um mercado de capitais perfeito, para os acionistas é indiferente receber ou não dividendos, uma vez que os ganhos futuros corrigidos seriam equivalentes ao valor presente dos dividendos.	Miller e Modigliani (1961)
Efeitos fiscais	Acredita que um maior pagamento de dividendos é prometido para as submúltiplas mais baixas e vice-versa.	Elton e Gruber (1970)
Residual	Afirma que as distribuições dos lucros devem ser encaradas como um resíduo, só se procederá após atender a todas as necessidades de financiamento de capital.	Smith (2011)
Efeito clientela	Esta teoria pronuncia-se sobre a atração ou preferência dos investidores por determinadas ações com o nível de pagamento de dividendos mais adequado ao nível de escalões de impostos em que estão inseridos.	Miller e Modigliani (1961) Elton e Gruber (1970)
Pássaro na mão (<i>Bird in the hand</i>)	Os investidores são avessos ao risco. Argumentam que mais vale um dividendo na mão do que ganho de capital incerto.	Gordon e Lintner (1963)
Ciclo de vida	A política ótima de dividendos depende do estágio de desenvolvimento da empresa.	Rozeff (1982)
Catering	As preferências dos investidores por dividendos podem variar com o tempo. Portanto, os gestores podem reconhecer e atender a mudanças nos pedidos dos investidores distribuindo dividendos quando os investidores colocam um prémio em tais ações. Correspondentemente, os gestores podem omitir dividendos quando os investidores preferem empresas que não pagam dividendos.	Baker e Wurgler (2004)
Comportamental	A teoria defende que o processo de tomada de decisão dos investidores é baseado em fatores de natureza psicológica. Nesta linha de pensamento, os investidores preferem o pagamento de dividendos a mais-valias, por parte das empresas, sendo que	Thaler (1999) Baker e Weigand (2015)

	os gestores tendem a distribuir resultados com o objetivo de agradar aos investidores.	
Hipótese do fluxo de caixa	Esta teoria alega que o financiamento externo e o pagamento de dividendos são instrumentos cruciais para manter o fluxo de caixa livre sob controlo e mitigar problemas de assimetria de informações.	Easterbrook (1984) Jensen (1986)
Modelo Substitutivo de Dividendos	Os dividendos são considerados como resultado de proteção efetiva e legal dos acionistas minoritários.	La Porta et al. (2000) Kent Baker et al. (2018)
Pecking Order	As empresas seguem um padrão de hierarquia nas suas decisões de financiamento: 1) O autofinanciamento; 2) O financiamento externo; 3) O aumento do capital. Nesta hipótese o pagamento de dividendos e o investimento deve ser conciliado não existindo uma implicação direta.	Frank e Goyal (2007) Myers e Majluf (1984)

Fonte: Elaboração própria

1.4. A diversidade de género e a distribuição de dividendos

De acordo com Silva et al. (2021) a problemática da diversidade tem-se tornado um tema bastante debatido no âmbito do estudo do Governo das sociedades.

De forma a sintetizar e estender a compreensão atual desta perspetiva, Nguyen et al. (2020) argumentam que investigar sobre este tema é importante para uma variedade de grupos-chave da sociedade. Para Kang et al. (2007), a diversidade do CA pode ser definida como a variedade na composição do CA e pode ser estudada através de duas categorias: a diversidade observável, que é facilmente detetável (por exemplo: os atributos dos diretores que incluem a raça/etnia, nacionalidade, sexo e idade) e a diversidade não observável que compreende antecedentes educacionais, experiência, competência funcionais e ocupacionais e posição hierárquica. O foco do presente estudo contempla as duas categorias de diversidade.

Dado o movimento atual, o género é, sem dúvida, a questão de diversidade mais debatida, não apenas em termos de diversidade de CA, mas também na política e em outras situações sociais em geral (Kang et al., 2007). Neste estudo, os autores exemplificaram as suas linhas de pensamento com o facto de haver, á data, vários sistemas de cotas projetados para aumentar a representação de mulheres no governo da sociedade. De

acordo com a Associação para a Cidadania, Empreendedorismo, Género e Inovação Social (ACEGIS, 2022) a questão de diversidade de género no CA é especialmente oportuna, dado o atual movimento na Europa para aumentar o número de mulheres nos CA. A Diretiva *Women on Boards* visa introduzir procedimentos de recrutamento transparentes nas empresas cotadas, de modo que pelo menos 40% dos cargos nos CA sejam ocupados por mulheres.

A diversidade de género nos CA, segundo Byoun et al. (2016), ajuda a mitigar o problema de agência de fluxos de caixa através do controlo aprimorado e eficaz na resolução de conflitos entre acionistas e os gestores, onde subsiste um impacto de uma maior dimensão na política de pagamento de dividendos. Os autores salientam que as empresas com mais diversidade nos seus CA são mais propensas a pagar dividendos e, quando pagam, os montantes são maiores quando comparados com empresas com menor diversidade nos seus CA. De acordo com Bathala e Rao (1995), o pagamento de dividendos, alavancagem da dívida e gestão de capital próprio, são apontados como um mecanismo eficaz e importante na redução de conflitos de agência nas empresas. Além disso, a diversidade de género nos CA atua como um mecanismo de vigilância das atividades de gestão.

Farrell e Hersch (2005) referem a importância de notar que a diversidade dos membros dos CA trazem características variáveis e únicas (por exemplo, capacidades relacionadas ao *status* no CA). Com este argumento muitos estudos foram efetuados para analisarem o impacto de diversidade de género. Levi et al. (2011), destaca que as diretoras e as minorias podem contrariar as divergências do CA em relação aos que partilham as opiniões e origens dos seus membros, agitando as coisas e cortando grupos sociais no interior do conselho. Tais características parecem afetar as decisões do conselho sobre aquisições de tal forma que, um CA diversificado, reduz o conflito da agência. Assim, Srinidhi et al. (2011) alegam que, considerando que as mulheres trazem diferentes experiências profissionais e perspectivas em relação aos homens, a diversidade nos CA aprimora a efetividade dos CA em nome dos acionistas, melhora a qualidade das divulgações, promove uma supervisão aprimorada sobre os gestores e, consequentemente, o desempenho das empresas torna-se mais eficiente.

Os estudos de Ward e Forker (2017) referem que a presença de mulheres nos CA promove a definição de estratégias mais adequadas para a identificação das melhores

oportunidades de investimento para as empresas. O estudo de Carter et al. (2003) argumenta que a inclusão de diretoras nos CA leva ao desenvolvimento de mecanismos de controlo mais rigorosos.

Mulchandani et al. (2021) sugerem que para minimizar os problemas de agência, os gestores devem pagar altos dividendos em dinheiro, e isto pode ser possível quando a empresa tem no seu CA pessoas de características variadas em termos de género e experiência.

Byoun et al. (2015) e Byoun et al. (2016) comprovaram que a influência da diversidade de género nos CA está positivamente relacionada com o pagamento de dividendos, porque existe um símbolo de uma organização socialmente justa, de modo a mitigar o problema de agência de fluxo de caixa livre através de uma monitorização aprimorada e eficaz resolução do conflito acionistas/gestores. De acordo com Pucheta-Martínez e Bel-Oms (2015), a diversidade de género dos CA tem um impacto positivo sobre o pagamento de dividendos. Contudo, essa relação só existe nas empresas com capital aberto.

Al-dhamari et al. (2016) evidenciaram que a presença de mulheres nos CA geram benefícios de um controlo mais acentuado para acionistas minoritários que estão sujeitos à expropriação pelos gestores controladores em empresas com altos níveis de fluxo de caixas livres e concentração de propriedades. Com esta evidência sugerem e apoiam as recomendações do governo sobre cotas de género nos CA.

Para Jiraporn et al. (2019), a diversidade de género nos CA ajuda a melhorar a qualidade e a eficácia deste órgão de governo e existe uma probabilidade de pagar dividendos altos. Revelam ainda que as diretoras mulheres melhoram a função de monitorização do CA, forçando assim os gestores a desembolsar mais dinheiro sob a forma de dividendos. Contrariamente, Al-Amarneh et al. (2017) relatam uma relação negativa entre a diversidade de género nos CA e a política de dividendos em dinheiro e que essa relação negativa se acentuou durante a crise financeira. Na mesma linha, Arun et al. (2015) analisaram as práticas de gestão de lucros e descobriram que as empresas com maior número de diretoras femininas e independentes adotam práticas restritas de gestão de lucros.

Capítulo 2. Metodologia de investigação

Neste capítulo, para além do objetivo escolhido para responder à pergunta de partida “A existência da diversidade de género no CA proporciona mais distribuição de dividendos?” é também definido o tipo de pesquisa utilizado, a população e amostra em estudo. Em seguida, são apresentadas as variáveis, juntamente com as respetivas hipóteses de investigação. Posteriormente, descreve-se o método utilizado para a recolha e tratamento de dados.

2.1. Objetivo

Esta investigação tem como objetivo analisar qual o nível de influência que a diversidade de género nos CA tem sobre as decisões de pagamento de dividendos em empresas não financeiras cotadas do PSI20 e do IBEX 35.

2.2. Amostra

A amostra engloba todas as empresas integrantes nos índices bolsistas PSI20 (Portugal) e IBEX35 (Espanha), no período entre 2011 a 2020. É constituída por 44 empresas não financeiras, o que perfaz um total de 440 observações.

O Quadro 2 apresenta a lista das empresas cotadas nos referidos índices, e o Quadro 3 sintetiza o processo de seleção da amostra final.

Quadro 2. Amostra inicial

Empresas do IBEX35		Empresas do PSI20
ACCIONA	GRIFOLS	ALTRI
ACERINOX	IBERDROLA	BCP*
ACS	INDITEX	CORTICEIRA AMORIM
AENA	INDRA SISTEMAS	CTT
ALMIRALL	INMOB COLONIAL	EDP
AMADEUS IT	INTL. CONS AIR	EDP RENOVÁVEIS
ARCELORMITTAL	LABOR FARMAC. R	GALP ENERGIA
BANCO SABABEL*	MAFRE*	GREENVOLT*
BANCO SANTANDER*	MERLIN PROPERTIES*	IBERSOL
BANKINTER*	MELIA HOTELS	JERÓNIMO MARTINS
BBVA*	MERLIN PROP	MOTA-ENGIL
CAIXABANK*	NATURGY GRP	NAVIGATOR
CELLNEX TELECOM *	PHARMA MAR	NOS
CIE AUTOMOTIVE	RED ELECTRICA	NOVABASE
ENAGAS	REPSOL	PHAROL
ENDESA	SIEMES GAMESA	RAMADA
FERROVIAL	SOLARIA ENERGIA	REN
FLUIDRA	TELEFONICA	SEMAPA
	VISCOFAN	SONAE

Fonte: Elaboração própria

*Empresas excluídas

Quadro 3. Seleção da Amostra Final

Amostra inicial PSI20 e IBEX 35	54
Empresas dos setores financeiros	(7)
Empresas eliminadas pela ausência de dados financeiros e anos incompletos	(3)
Amostra Final	44

Fonte: Elaboração própria

2.3. Hipóteses de investigação

Com base na revisão de literatura efetuada e na maioria dos resultados apresentados, propõem-se as seguintes hipóteses:

- **H1a:** A presença de mulheres nos Conselhos de Administração tem uma relação positiva com o montante de dividendos pagos;
- **H1b:** A presença de mulheres nos Conselhos de Administração tem uma relação positiva com a percentagem de dividendos pagos;
- **H2a:** A percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração tem uma relação positiva com o montante de dividendos pagos;
- **H2b:** A percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração tem uma relação positiva com a percentagem de dividendos pagos;
- **H3a:** A presença de mulheres CEO nos Conselhos de Administração tem uma relação positiva com o montante de dividendos pagos;
- **H3b:** A presença de mulheres CEO nos Conselhos de Administração tem uma relação positiva com a percentagem de dividendos pagos;

2.4. Recolha de dados

Os dados financeiros e de corporate governance foram obtidos através dos relatórios de contas das diversas empresas disponíveis no site da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), para Portugal, e no site da *Comission Nacional Del Mercados de Valores* (CNMV), para Espanha. As taxas de dividendos pagos (*Dividend Yield*) foram recolhidas no site da *Simply Wall Street*. O tratamento de dados foi efetuado no software *Stata 13*.

2.5. Modelos de estimação

Neste estudo, foi escolhido o método de estimação mais utilizado na literatura sobre a diversidade de género e a distribuição de dividendos - a regressão de mínimos quadrados ordinários (OLS).

Marques (2000) refere que a OLS é uma técnica inferencial e estatística, que pode indicar a relação entre uma ou várias variáveis independentes e uma variável dependente. O autor defende que este modelo apresenta algumas vantagens, nomeadamente: a facilidade de interpretação e de tratamento das diferenças individuais explicitamente; permitir que se testem diferenças comportamentais e; a rapidez de análise.

Wooldridge (2010) defende que um dos princípios determinantes para se decidir entre o modelo de efeitos aleatórios e o modelo de efeitos fixos é o efeito não observado. Em situações em que o efeito observado não está correlacionado com todas as variáveis explicativas é aconselhada a utilização de modelos de efeitos aleatórios. Caso o efeito observado esteja correlacionado com algumas variáveis explicativas, deve optar-se por modelos de efeitos fixos.

Em função das hipóteses formuladas foram definidos os seguintes modelos económicos:

Modelo 1: $LNDIV_{i,j} = \beta_0 + \beta_1$ Presença de mulheres $_{i,j} + \beta_2$ Dualidade do CEO $_{i,j} + \beta_3$ Dimensão do CA $_{i,j} + \beta_4$ Independência do CA $_{i,j} + \beta_5$ LNATIVO $_{i,j} + \beta_6$ TCA $_{i,j} + \beta_7$ ROA $_{i,j} + \beta_8$ LEV $_{i,j} + \beta_9$ LNFCF $_{i,j} + \beta_{10}$ Propriedade + $\varepsilon_{i,j}$

Modelo 2: $LNDIV_{i,j} = \beta_0 + \beta_1$ Percentagem de mulheres $_{i,j} + \beta_2$ Dualidade do CEO $_{i,j} + \beta_3$ Dimensão do CA $_{i,j} + \beta_4$ Independência do CA $_{i,j} + \beta_5$ LNATIVO $_{i,j} + \beta_6$ TCA $_{i,j} + \beta_7$ ROA $_{i,j} + \beta_8$ LEV $_{i,j} + \beta_9$ LNFCF $_{i,j} + \beta_{10}$ Propriedade + $\varepsilon_{i,j}$

Modelo 3: $LNDIV_{i,j} = \beta_0 + \beta_1$ Mulheres CEO $_{i,j} + \beta_2$ Dualidade do CEO $_{i,j} + \beta_3$ Dimensão do CA $_{i,j} + \beta_4$ Independência do CA $_{i,j} + \beta_5$ LNATIVO $_{i,j} + \beta_6$ TCA $_{i,j} + \beta_7$ ROA $_{i,j} + \beta_8$ LEV $_{i,j} + \beta_9$ LNFCF $_{i,j} + \beta_{10}$ Propriedade + $\varepsilon_{i,j}$

Modelo 4: $LNDIV_{i,j} = \beta_0 + \beta_1$ Percentagem de mulheres $_{i,j} + \beta_2$ Mulheres CEO $_{i,j} + \beta_3$ Dualidade do CEO $_{i,j} + \beta_4$ Dimensão do CA $_{i,j} + \beta_5$ Independência do CA $_{i,j} + \beta_6$ LNATIVO $_{i,j} + \beta_7$ TCA $_{i,j} + \beta_8$ ROA $_{i,j} + \beta_9$ LEV $_{i,j} + \beta_{10}$ LNFCF $_{i,j} + \beta_{11}$ Propriedade + $\varepsilon_{i,j}$

Modelo 5: $DIVY_{i,j} = \beta_0 + \beta_1$ Presença de mulheres $_{i,j} + \beta_2$ Dualidade do CEO $_{i,j} + \beta_3$ Dimensão do CA $_{i,j} + \beta_4$ Independência do CA $_{i,j} + \beta_5$ LNATIVO $_{i,j} + \beta_6$ TCA $_{i,j} + \beta_7$ ROA $_{i,j} + \beta_8$ LEV $_{i,j} + \beta_9$ LNFCF $_{i,j} + \beta_{10}$ Propriedade + $\varepsilon_{i,j}$

Modelo 6: $DIVY_{i,j} = \beta_0 + \beta_1$ Percentagem de mulheres $_{i,j} + \beta_2$ Dualidade do CEO $_{i,j} + \beta_3$ Dimensão do CA $_{i,j} + \beta_4$ Independência do CA $_{i,j} + \beta_5$ LNATIVO $_{i,j} + \beta_6$ TCA $_{i,j} + \beta_7$ ROA $_{i,j} + \beta_8$ LEV $_{i,j} + \beta_9$ LNFCF $_{i,j} + \beta_{10}$ Propriedade $+ \varepsilon_{i,j}$

Modelo 7: $DIVY_{i,j} = \beta_0 + \beta_1$ Mulheres CEO $_{i,j} + \beta_2$ Dualidade do CEO $_{i,j} + \beta_3$ Dimensão do CA $_{i,j} + \beta_4$ Independência do CA $_{i,j} + \beta_5$ LNATIVO $_{i,j} + \beta_6$ TCA $_{i,j} + \beta_7$ ROA $_{i,j} + \beta_8$ LEV $_{i,j} + \beta_9$ LNFCF $_{i,j} + \beta_{10}$ Propriedade $+ \varepsilon_{i,j}$

Modelo 8: $DIVY_{i,j} = \beta_0 + \beta_1$ Percentagem de mulheres $_{i,j} + \beta_2$ Mulheres CEO $_{i,j} + \beta_3$ Dualidade do CEO $_{i,j} + \beta_4$ Dimensão do CA $_{i,j} + \beta_5$ Independência do CA $_{i,j} + \beta_6$ LNATIVO $_{i,j} + \beta_7$ TCA $_{i,j} + \beta_8$ ROA $_{i,j} + \beta_9$ LEV $_{i,j} + \beta_{10}$ LNFCF $_{i,j} + \beta_{11}$ Propriedade $+ \varepsilon_{i,j}$

Onde:

$Y_{i,j}$ é a variável dependente, ou seja, Logaritmo natural dos dividendos (LNDIV) e taxa de dividendos pagos (DIVY).

X_1, \dots, X_n são as variáveis explicativas ou independentes

β_0 é a constante do modelo

β_1, \dots, β_n são os coeficientes associados a cada variável dependente onde se representa o efeito individual dos fatores específicos de cada empresa

i denota os diferentes indivíduos/empresas em estudo

j indica o período em análise

ε representa o termo residual

2.6. Variáveis em estudo

O trabalho de investigação tem como objetivo o estudo dos efeitos da diversidade de género nos CA na política de distribuição de dividendos das empresas não financeiras cotadas no PSI20 e no IBEX35. Neste sentido, foi definido um conjunto de variáveis dependentes, independentes e de controlo.

2.6.1. Variáveis dependentes

As variáveis dependentes são factos ou fenómenos a serem descobertos, ou explicados. Neste caso, foram consideradas as seguintes variáveis dependentes:

- **LNDIV** - logaritmo natural do valor dos dividendos pagos. Esta medida foi utilizada, por exemplo, no estudo de Pucheta-Martínez e Bel-Oms (2016);
- **DIVY** - rácio entre o dividendo por ação e o preço por ação, baseado nos estudos de Byoun et al. (2016) e Attig et al. (2016).

2.6.2. Variáveis independentes

Neste estudo, as variáveis independentes estão relacionadas com a diversidade de género no CA. Para examinar o impacto das mulheres diretoras na política de distribuição de dividendos, definimos as seguintes variáveis:

- **Presença de mulheres** (P. DE MULHERES) - variável dummy que assume o valor de 1, se pelo menos existir uma diretora mulher no CA, e 0 caso contrário (Mulchandani et al., 2021);
- **Percentagem de mulheres** (% DE MULHERES) - número de diretoras mulheres dividido pelo número de todos os diretores do CA (Byoun et al., 2016; Saeed & Sameer, 2017; Pucheta-Martínez & Bel-Oms 2016; Sila et al., 2016);
- **Mulheres CEO** - variável dummy que assume o valor de 1 quando a CEO é mulher e 0 caso contrário (Liu et al., 2014).

2.6.3. Variáveis de controlo

As variáveis de controlo tentam encontrar outros fatores suscetíveis de esclarecer o comportamento das variáveis dependentes escolhidas. Neste estudo, foram consideradas variáveis de controlo relacionadas com os CA e com características específicas das empresas.

a) Características do CA:

- **Dualidade do CEO (DUAL. DO CEO)** - Medido como uma variável *dummy* que assume 1 se o *Chairman* é simultaneamente CEO e 0 caso contrário. Arshad et al. (2013) demonstraram a existência de uma relação negativa e significativa entre a dualidade de liderança e a distribuição de dividendos;

- **Dimensão do Conselho de Administração (Dimensão do CA)** - A dimensão do CA é medida pelo logaritmo natural do número total de administradores da empresa. Pucheta-Martínez e Bel-Oms (2016) documentaram que a dimensão do conselho impacta positivamente na distribuição de dividendos;
- **Independência do Conselho de Administração (IND. DO CA)** - Foi medida como a percentagem dos membros independentes sobre o total dos membros do CA, seguindo Vieira et al. (2019) e García Martín e Herrero (2018). De acordo com estes autores, a diversidade nas funções de independência promove uma melhor e mais eficaz fiscalização, reduzindo a probabilidade de comportamentos oportunistas que possam colidir com os interesses dos proprietários.

b) Características das empresas:

- **Dimensão (LNATIVO)** - Medida como o logaritmo natural dos ativos totais de uma empresa, seguindo o estudo de Pucheta-Martínez e Bel-Oms (2016). Segundo Holder et al. (1998), sugerem que as grandes empresas têm mais e melhor acesso ao mercado de capitais externos e menos dependência de fundos internos para financiarem os seus projetos de investimentos e podem ter ganhos maiores do que as pequenas empresas. Portanto, devem ser mais propensas do que as pequenas empresas a pagar dividendos. Os resultados empíricos confirmam a existência de uma associação positiva entre a dimensão da empresa e o pagamento de dividendos;
- **Oportunidade de crescimento pela sua taxa de crescimento dos seus ativos (TCA)** - rácio entre os ativos do ano n e os ativos do ano $n - 1$. Subramaniam et al. (2014) sugerem que empresas de alto crescimento pagam dividendos mais baixos devido ao seu investimento pesado e na expectativa de um melhor retorno para os seus acionistas num futuro próximo;
- **Rentabilidade do ativo (ROA)** - rácio entre os resultados líquidos do período e o total ativo. De acordo com Byoun et al. (2016) e Chay e Suh (2009) o ROA afeta positivamente a dividend yield;

- **Alavancagem (LEV)** - rácio entre do total do passivo e o total do ativo no final de cada ano contabilístico. Mulchandani et al. (2021) e Pucheta-Martínez e Bel-Oms (2016) mostraram que a alavancagem tem um efeito negativo na distribuição de dividendos;
- **Fluxo de caixa livre (LNFCF)** - logaritmo natural dos fluxos de caixa livres. Dogru (2017) sugere que empresas com grandes fluxos de caixa e poucos investimentos em projetos rentáveis libertam menos dinheiro para os seus investidores. Adjaoud e Ben-Amar (2010) encontraram uma associação positiva entre os FCF e os pagamentos de dividendos, concluindo que empresas com fluxos de caixa elevados estão associadas a elevados custos de agência e, neste sentido, pagam mais dividendos de modo a minorar estes custos;
- **Concentração da propriedade (Propriedade)** - Variável dummy que assume 1 se a percentagem de ações pertencente ao maior acionista for superior a 50% e 0 caso contrário. Jiang et al. (2011) demonstraram que a concentração de propriedade atenua significativamente o risco da assimetria de informação e a sua existência resulta numa má alocação de recursos. Pucheta-Martínez e Bel-Oms (2016), reportaram uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o pagamento de dividendos.

Quadro 4. Variáveis do Estudo

Variáveis	Siglas	Descrição	Referências	Sinal esperado
Variáveis dependentes				
Dividendos pagos	LNDIV	Logaritmo natural do valor total dos dividendos.	Pucheta-Martínez & Bel-Oms (2016)	(+)
Dividend Yield	DIVY	Rácio entre o dividendo por ação e o preço unitário das ações.	Byoun et al. (2016)	(+)
Variáveis Independentes				
Presença de mulheres	P. de Mulheres	Variável dummy: 1 se existe pelo menos uma diretora mulher no CA e 0 caso contrário.	Mulchandani et al. (2021)	(+)
Percentagem de mulheres	% de Mulheres	Rácio entre o número de diretoras mulheres e total de diretores do CA.	Byoun et al. (2016)	(+)
Mulheres CEO	Mulheres CEO	Variável dummy: 1 se CEO é mulher e 0 caso contrário.	Liu et al. (2014)	(+)
Variáveis de Controlo				
Característica do CA				
Dualidade do CEO	DUAL. DO CEO	Variável dummy: 1 se o CEO é também o presidente do CA e 0 caso contrário.	Subramaniam et al. (2014); Arshad et al. (2013)	(-)
Dimensão do CA	D. DO CA	Medido como logaritmo natural do total de membros do CA.	Pucheta-Martínez & Bel-Oms (2016); Byoun et al. (2016)	(+)
Independência do CA	IND. DO CA	Rácio entre o número de diretores independentes e o total de diretores do CA.	Vieira et al. (2019); Saeed & Sameer (2017)	(+)
Caract. das empresas				
Dimensão da empresa	LNATIVO	Logaritmo natural do total do ativo	Pucheta-Martínez & Bel-Oms (2016)	(+)

Taxa do crescimento do Ativo	TCA	Rácio entre ativos o ano n e ativos do ano n-1.	Subramaniam et al. (2014)	(-)
			Esqueda (2015)	(-)
			Ye et al. (2019)	(+)
Propriedade	PROPRIEDADE	Variável dummy; 1 se a percentagem de ações pertencente ao maior acionista for superior a 50% e 0 caso contrário.	Pucheta-Martínez & Bel-Oms (2016)	(-)
			Jiang et al. (2011)	(-)
			Nguyen & Harada (2011)	(-)
			Abdelsalam et al. (2008)	(+)
Rendibilidade do Ativo	ROA	Rácio entre o resultado líquido do período e o total do ativo.	Byoun et al. (2016)	(+)
			Saeed & Sameer (2017)	(+)
Alavancagem	LEV	Rácio entre passivo e ativo.	Byoun et al. (2016)	(-)
Fluxo de Caixa Livre	LNFCF	Logaritmo natural dos fluxos de caixa livres.	Jensen (1986)	(-)
			Adjaoud & Ben-Amar (2010)	(+)
			Mulchandani et al. (2021)	(+)
			Chay & Suh (2009)	(-)
			Dogru (2017)	(-)

Fonte: Elaboração própria

Capítulo 3. Resultados e discussão

Neste capítulo, são apresentados e discutidos os resultados da nossa investigação.

3.1. Estatística descritiva

3.1.1. Amostra global

Na Tabela 1 encontram-se as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo. De salientar que as variáveis, P. DE MULHERES, MULHERES CEO, DUAL. DO CEO e PROPRIEDADE são variáveis dummy, pelo que o mínimo é de 0 e o máximo de 1.

Através da análise da Tabela é possível verificar que as variáveis dependentes LNDIV e DIVY, apresentam uma média de 2,3 e de 0.04%, respetivamente. É possível observar que durante o período em análise algumas empresas não procederam ao pagamento de dividendos (valor mínimo das variáveis dependentes de 0). A percentagem média da variável independente PRESENÇA DE MULHERES demonstra que as mulheres estão presentes nos CA de 82% das empresas. No entanto, a variável % DE MULHERES indica que existe um desequilíbrio na composição por género no CA, visto que, em média, apenas 18% de lugares é ocupado por mulheres, valor bastante abaixo da quota mínima de 40% recomendada pelo conselho e o parlamento Europeu. Em relação à variável independente MULHERES CEO, a amostra contempla apenas 8% de mulheres com o cargo de CEO.

A variável DUALIDADE DO CEO demonstra que em 46% das empresas o CEO é simultaneamente Chairperson. Em termos da DIMENSÃO do CA, os valores mínimos e máximos demonstram que existe uma grande heterogeneidade entre as empresas em estudo. Os CA têm, em média, 39% de diretores independentes. O logaritmo natural do ativo (LNATIVO) é em média de 4,2, existindo uma grande heterogeneidade na amostra em termos de dimensão das empresas. A taxa do crescimento do ativo (TCA) e a rentabilidade dos ativos (ROA) são, em média, de 7,3% e de 2%, respetivamente. A alavancagem (LEV) média é de 62% e o logaritmo natural dos fluxos de caixa livres (LNFCF) médio é de 2,58. A concentração de propriedade (PROPRIEDADE) superior a 50% verifica-se em 28% das empresas analisadas.

Tabela 1. Estatística descritiva: Amostra global

Variáveis	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Variáveis dependentes					
LNDIV	440	2.30	1.88	0.00	9.66
DIVY	440	0.04	0.03	0.00	0.23
Variáveis independentes					
P. DE MULHERES	440	0.82	0.39	0.00	1.00
% DE MULHERES	440	0.18	0.12	0.00	0.64
MULHERES CEO	440	0.08	0.27	0.00	1.00
Variáveis de controlo					
<u>Conselho de Administração</u>					
DUAL. DO CEO	440	0.46	0.50	0.00	1.00
DIMENSÃO DO CA	440	2.40	0.40	1.10	3.18
IND. DO CA	440	0.39	0.21	0.00	0.89
<u>Características das Empresas</u>					
LNATIVO	440	4.20	2.82	0.03	10.78
TCA	440	0.07	0.66	-1.00	10.10
ROA	440	0.02	0.19	-3.00	0.42
LEV	440	0.62	0.19	0.03	0.97
LNFCF	440	2.58	2.16	0.03	10.63
PROPRIEDADE	440	0.28	0.45	0.00	1.00

3.1.2. Portugal

Na Tabela 2 são apresentadas as estatísticas descritivas relativas a Portugal. O LNDIV médio é de 2,52 e a DIVY de 4,9%. As mulheres (P. MULHERES) estão representadas em 69% dos CA nacionais. A % DE MULHERES média é de 17,9%, e 19,4% dos CEO são mulheres. Existe DUAL. CEO em 45% das empresas e os CA nacionais têm em média 27,5% de diretores independentes. As empresas têm um LNATIVO médio de 5,4, com uma TCA média de 1,9% e um ROA médio de 0,6%. O LEV médio é de 61,6% e verifica-se uma concentração de propriedade superior a 50% (PROPRIEDADE) em 45,9% da amostra.

Tabela 2. Estatística descritiva: Portugal

Variáveis	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Variáveis dependentes					
LNDIV	170	2.523	1.690	0.000	6.088
DIVY	170	0.049	0.036	0.000	0.227
Variáveis independentes					
P. DE MULHERES	170	0.694	0.462	0.000	1.000
% DE MULHERES	170	0.179	0.130	0.000	0.636
MULHERES CEO	170	0.194	0.397	0.000	1.000
Variáveis de controlo					
<u>Conselho de Administração</u>					
DUAL. DO CEO	170	0.453	0.499	0.000	1.000
DIMENSÃO DO CA	170	2.274	0.541	1.099	3.178
IND. DO CA	170	0.275	0.221	0.000	0.778
<u>Características das empresas</u>					
LNATIVO	170	5.402	2.758	0.477	10.051
TCA	170	0.019	0.192	-0.999	0.819
ROA	170	0.006	0.295	-2.997	0.270
LEV	170	0.616	0.196	0.027	0.988
LNFCF	170	3.376	2.000	0.040	6.623
PROPRIEDADE	170	0.459	0.500	0.000	1.000

3.1.3. Espanha

A Tabela 3 mostra que as empresas espanholas pagam LNDIV médios de 1,65 e uma DIVY de 2,8%. Quando comparados estes indicadores com a amostra portuguesa conclui-se que, durante este período, as empresas portuguesas remuneraram proporcionalmente mais os seus acionistas. A P. DE MULHERES verifica-se em 89,6% das empresas espanholas. Valor substancialmente mais alto do que o verificado na amostra portuguesa (69,4%). Durante este período, a média de diretoras nos CA das empresas espanholas é ligeiramente superior ao verificado em Portugal (18,7% versus 17,9%). No entanto, a existência de CEO do género feminino é comparativamente inferior ao registo português (0,4% versus 19,4%).

No que diz respeito às características dos CA, a amostra espanhola apresenta uma média semelhante à portuguesa, em termos da DUAL. DO CEO (46,3% versus 45,3%)

e DIMENSÃO DO CA (2,48 versus 2,27). No entanto, há uma diferença relevante no que diz respeito à IND. DO CA, uma vez que, em média, 46,7% dos diretores das empresas espanholas são diretores independentes, enquanto que, na amostra portuguesa, este valor é de apenas 27,5%.

Em termos médios, as empresas espanholas têm uma dimensão menor (LNATIVO de 2,99), uma TCA (10,7%) e um ROA (3,2%) consideravelmente maior do que as empresas portuguesas (5,4, 1,9% e 0,6%, respetivamente). Os níveis de alavancagem são muito semelhantes entre as duas amostras (61,6% versus 61,6%). Por fim, destaca-se o facto de as empresas espanholas apresentarem níveis de concentração de propriedade bastante inferiores ao da amostra portuguesa (17,4% versus 45,9%).

Tabela 3. Estatística descritiva: Espanha

Variáveis	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Variáveis dependentes					
LNDIV	270	1.653	1.521	0.000	9.657
DIVY	270	0.028	0.026	0.000	0.162
Variáveis independentes					
P. DE MULHERES	270	0.896	0.305	0.000	1.000
% DE MULHERES	270	0.187	0.113	0.000	0.500
MULHERES CEO	270	0.004	0.061	0.000	1.000
Variáveis de controlo					
<u>Conselho de Administração</u>					
DUAL. DO CEO	270	0.463	0.500	0.000	1.000
DIMENSÃO DO CA	270	2.478	0.256	1.386	2.890
IND. DO CA	270	0.467	0.156	0.000	0.889
<u>Características das Empresas</u>					
LNATIVO	270	2.985	1.908	0.033	9.379
TCA	270	0.107	0.834	-0.890	10.099
ROA	270	0.032	0.073	-0.375	0.416
LEV	270	0.619	0.184	0.036	0.940
LNFCF	270	1.825	1.628	0.033	7.166
PROPRIEDADE	270	0.174	0.380	0.000	1.000

Nas Tabelas 4, 5 e 6, são apresentadas as matrizes de correlação de Pearson para a amostra global e para as subamostras portuguesa e espanhola, respetivamente.

Na amostra global (Tabela 4) verifica-se que a P. DE MULHERES não tem correlação positiva com nenhuma das variáveis dependentes (LNDIV e DIVY). No entanto, uma maior representatividade de mulheres nos CA (% DE MULHERES) tem uma correlação negativa com as referidas variáveis, enquanto que a existência de mulheres CEO tem o efeito contrário.

Em termos de características dos CA, a mesma tabela indica a existência de correlações negativas entre a DUAL. DO CEO e a IND. DO CA com as variáveis dependentes, enquanto que a DIMENSÃO DO CA apresenta uma relação inversa. Ao nível das variáveis associadas às características das empresas, verifica-se uma tendência de correlações positivas com as variáveis dependentes (LNATIVO, ROA, LNFCF e PROPRIEDADE).

Numa análise comparada entre a subamostra portuguesa (Tabela 5) e a subamostra espanhola (Tabela 6) destaca-se o sinal diferente da correlação entre as duas variáveis dependentes e entre o LEV e as referidas variáveis. Também é digno de nota, a existência de uma correlação negativa e significativa entre ao DUAL. DO CEO e ambas as variáveis dependentes, apenas para a amostra espanhola. No que diz respeito às restantes variáveis, o comportamento das duas subamostras é relativamente semelhante.

Tabela 4. Matriz de correlações: Amostra global

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 - LNDIV	1.000													
2 - DIVY	0.117**	1.000												
3 - P.DE MULHERES	0.075	0.004	1.000											
4 - % DE MULHERES	-0.092*	-0.106**	0.535**	1.000										
5 - MULHERES CEO	0.192***	0.053	0.136***	0.158***	1.000									
6 - DUAL. DO CEO	-0.092*	-0.043	0.127***	0.115**	0.007	1.000								
7 - DIMENSÃO DO CA	0.239***	0.146***	0.373***	-0.051	-0.094**	-0.047	1.000							
8 - IND. DO CA	-0.069	-0.154***	0.265***	0.229***	-0.193***	-0.053	0.266***	1.000						
9 - LNATIVO	0.383***	0.131***	-0.110**	-0.041	0.237***	0.113**	-0.025	-0.093*	1.000					
10 - TCA	0.043	-0.056	0.016	0.025	-0.018	-0.017	-0.001	0.019	0.055	1.000				
11 - ROA	0.081*	0.096**	0.003	-0.047	0.039	-0.036	-0.009	0.001	-0.036	0.072	1.000			
12 - LEV	0.036	0.057	-0.040	-0.069	-0.096**	-0.032	0.092*	-0.133***	0.002	-0.086*	0.142***	1.000		
13 - LNFCF	0.334***	0.001	-0.173***	-0.026	0.1164**	0.1031**	-0.2244***	-0.2413***	0.5984***	-0.039	-0.037	0.1105**	1.000	
14 - PROPRIEDADE	0.097**	0.037	-0.239***	-0.039	0.120**	-0.176***	-0.172***	-0.090*	-0.014	-0.021	0.025	-0.051	0.074	1.000

* p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

Tabela 5. Matriz de correlações: Portugal

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 - LNDIV	1.000													
2 - DIVY	0.203***	1.000												
3 - P.DE MULHERES	0.051	0.043	1.000											
4 - % DE MULHERES	-0.104	-0.222***	0.536***	1.000										
5 - MULHERES CEO	0.040	-0.082	0.326***	0.255***	1.000									
6 - DUAL. DO CEO	-0.067	0.026	0.066	-0.015	0.002	1.000								
7 - DIMENSÃO DO CA	0.220***	0.163**	0.309***	-0.198***	-0.016	-0.082	1.000							
8 - IND. DO CA	0.013	-0.044	0.159**	0.082	-0.069	-0.329***	0.298***	1.000						
9 - LNATIVO	0.179**	-0.067	0.078	0.038	0.207***	0.004	-0.140*	0.163**	1.000					
10 - TCA	0.008	-0.214***	-0.049	0.148*	0.029	-0.101	-0.1294*	0.022	-0.015	1.000				
11 - ROA	0.186**	0.1481*	-0.078	-0.103	0.071	-0.130*	-0.043	-0.039	0.002	0.212***	1.000			
12 - LEV	0.175**	0.024	0.003	-0.143*	-0.152**	-0.064	0.078	-0.176**	-0.161**	0.1711**	0.333***	1.000		
13 - LNFCF	0.477***	-0.087	0.079	0.219***	0.043	0.100	-0.226***	0.001	0.587***	0.079	0.038	-0.013	1.000	
14 - PROPRIEDADE	0.261***	-0.106	-0.029	0.1506**	0.026	-0.387***	0.053	0.156**	-0.243***	0.129*	0.110	0.002	-0.086	1.000

* p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

Tabela 6. Matriz de correlações: Espanha

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 - LNDIV	1.000													
2 - DIVY	-0.183***	1.000												
3 - P. DE MULHERES	0.085	0.161***	1.000											
4 - % DE MULHERES	0.022	0.021	0.564***	1.000										
5 - MULHERES CEO	0.001	-0.054	0.021	0.092	1.000									
6 - DUAL. DO CEO	-0.309***	-0.101*	0.194***	0.209***	0.066	1.000								
7 - DIMENSÃO DO CA	-0.021	0.410***	0.390***	0.139**	0.038	-0.017	1.000							
8 - IND. DO CA	0.033	0.033	0.192***	0.404***	0.069	0.169***	-0.038	1.000						
9 - LNATIVO	-0.173***	0.078	-0.260***	-0.030	0.053	0.015	0.268***	0.100	1.000					
10 - TCA	-0.009	-0.013	0.010	0.007	0.001	-0.009	0.005	-0.023	0.067	1.000				
11 - ROA	-0.047	0.101*	0.225***	0.077	-0.007	0.175***	0.062	-0.027	-0.171***	0.107**	1.000			
12 - LEV	-0.194***	0.099	-0.089	-0.012	0.009	-0.013	0.119*	-0.140**	0.003	-0.142**	-0.279***	1.000		
13 - LNFCF	0.017	-0.281***	-0.415***	-0.164***	-0.063	-0.017	-0.376***	-0.109*	0.382***	-0.025	-0.2***	0.057	1.000	
14 - PROPRIEDADE	0.094	-0.027	-0.357***	-0.201***	-0.028	-0.015	-0.389***	-0.055	0.064	-0.026	-0.138**	-0.100	0.117*	1.000

* p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

3.2. Modelos de regressão

Antes de proceder à aplicação dos modelos de regressão linear OLS, verificou-se a normalidade dos dados em estudo, através da análise da matriz de correlação de *Pearson*, de modo a identificar possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis. De acordo com Politelo et al. (2013) e Archambeault e DeZoort (2001) a aplicação do teste da correlação permite antecipadamente eliminar as variáveis explicativas altamente correlacionadas entre si, uma vez que a multicolinearidade aumenta o termo do erro e também reduz a precisão dos coeficientes estimados, o que enfraquece o poder estatístico do modelo de regressão (Frost, 2017).

Field (2005) sugere que a existência de multicolinearidade só é verificada quando o valor de correlação for elevado (superior a 0,8). Quando o valor da matriz é positivo, significa que as duas variáveis aumentam em conjunto, enquanto que, se este valor for negativo, se uma variável aumenta e outra diminui e vice-versa (Torres-Reyna, 2007).

Verificámos de forma alternativa potenciais problemas de multicolinearidade usando o fator de inflação de variância (VIF). Marôco (2018) sugere que quando este indicador apresenta o valor 1 significa a ausência de autocorrelação. Se o valor for acima de 5 considera-se a existência de autocorrelação. Os resultados apresentados na Tabela 7 demonstram não existir qualquer problema de multicolinearidade.

Para controlar potenciais problemas da heterocedasticidade, usámos a especificação de robustez dos erros padrão em todas as estimativas. Fizemos também o teste de *hausman* para cada um dos modelos em estudo, por forma a determinar a sua melhor especificação, ou seja, foi verificado se deveríamos utilizar modelos de efeitos aleatórios ou modelos de efeitos fixos. Nas Tabelas 8, 9, e 10, é apresentado o tipo de especificação que foi adotado para cada modelo.

Tabela 7. Testes de Multicolinearidade

VIF: Amostra global			VIF: Portugal			VIF: Espanha		
VARIÁVEIS	VIF	1/VIF	VARIÁVEIS	VIF	1/VIF	VARIÁVEIS	VIF	1/VIF
P. DE MULHERES	2.01	0.498072	P. DE MULHERES	2.01	0.497294	P. DE MULHERES	2.36	0.424324
LNFCF	1.8	0.555345	LNATIVO	1.82	0.548484	LNATIVO	2.03	0.492143
LNATIVO	1.77	0.564722	LNFCF	1.82	0.549287	LNFCF	1.88	0.531224
% DE MULHERES	1.65	0.604243	% DE MULHERES	1.66	0.602988	% DE MULHERES	1.78	0.562471
DIMENSÃO DO CA	1.48	0.67756	DIMENSÃO DO CA	1.5	0.664482	DIMENSÃO DO CA	2.36	0.424367
IND. DO CA	1.3	0.767051	IND. DO CA	1.35	0.739314	IND. DO CA	1.36	0.73771
MULHERES CEO	1.25	0.801269	MULHERES CEO	1.25	0.801033	MULHERESCEO	1.02	0.975929
PROPRIEDADE	1.14	0.874691	PROPRIEDADE	1.15	0.871645	PROPRIEDADE	1.36	0.736648
LEV	1.11	0.898122	LEV	1.11	0.898084	LEV	1.21	0.82353
DUAL. DO CEO	1.09	0.918878	DUAL. DO CEO	1.09	0.917054	DUAL. DO CEO	1.13	0.888502
ROA	1.04	0.957626	ROA	1.06	0.947424	ROA	1.24	0.807698
TCA	1.03	0.971021	TCA	1.04	0.965115	TCA	1.04	0.958636
MÉDIA VIF	1.39		MÉDIA VIF	1.38		MÉDIA VIF	1.56	

3.2.1. Amostra global

A Tabela 8 apresenta os modelos de regressão para a amostra global. Como se pode verificar dos modelos 1 a 8, nenhuma das variáveis independentes tem correlação significativa com as variáveis dependentes LNDIV e DIVY. Assim, conclui-se que a presença de mulheres nos CA, a sua proporção e a ocupação do cargo executivo de CEO, não têm qualquer influência na definição das políticas de distribuição de dividendos nas empresas da amostra, quando considerado o mercado ibérico no seu conjunto. De acordo com os resultados obtidos, nenhuma das hipóteses formuladas (H1a, H1b, H2a, H2b, H3a, H3b) é confirmada, contrariando os resultados apresentados por Mulchandani et al. (2021), Byoun et al. (2016) e Liu et al. (2014).

No que diz respeito às variáveis de controlo associadas aos CA, apenas a DIMENSÃO do CA parece assumir especial relevo, dado que é estatisticamente significativa em todos os modelos, o que sugere uma relação positiva entre esta variável e as duas variáveis dependentes. Estes resultados corroboram o estudo feito por Tahir et al. (2020).

Relativamente às variáveis de controlo associadas às empresas, destacam-se o LNATIVO, o ROA e o LNFCF. A variável LNATIVO apresenta relação positiva e estatisticamente significativa em todos os modelos, o que significa que um aumento do ativo afeta positivamente a política de pagamento de dividendos. A correlação encontrada é consistente com o estudo de Tahir et al. (2020). O ROA está positivamente correlacionado com as variáveis dependentes em todos os modelos, o que sugere que o retorno gerado pelos ativos totais das empresas afeta positivamente a distribuição de dividendos, corroborando assim o estudo de Byoun et al. (2016). Por último, a variável LNFCF apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo com a variável dependente LNDIV, acompanhando os resultados apresentados por Liu et al. (2014).

Tabela 8. Modelos de regressão de Efeitos Aleatórios (EA): Amostra global

Variáveis	LNDIV				DIVY			
	Modelo 1 EA	Modelo 2 EA	Modelo 3 EA	Modelo 4 EA	Modelo 5 EA	Modelo 6 EA	Modelo 7 EA	Modelo 8 EA
Variáveis Independentes								
P. DE MULHERES	-0.194 (0.214)				-0.001 (0.004)			
% DE MULHERES		-0.388 (0.647)		-0.436 (0.667)		-0.007 (0.013)		-0.004 (0.014)
MULHERESCEO			0.040 (0.327)	0.087 (0.337)			-0.009 (0.007)	-0.009 (0.007)
Variáveis de controlo								
<u>Conselho de Administração</u>								
DUALDOCEO	-0.134 (0.187)	-0.154 (0.189)	-0.146 (0.188)	-0.155 (0.189)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)
DIMENSÃO DO CA	1.256*** (0.309)	1.187*** (0.306)	1.194*** (0.303)	1.199*** (0.305)	0.021*** (0.006)	0.021*** (0.006)	0.020*** (0.006)	0.020*** (0.006)
IND. DO CA	-0.800 (0.509)	-0.788 (0.522)	-0.850* (0.512)	-0.758 (0.532)	-0.008 (0.010)	-0.007 (0.010)	-0.011 (0.010)	-0.010 (0.011)
<u>Características das empresas</u>								
LNATIVO	0.208*** (0.062)	0.209*** (0.064)	0.209*** (0.063)	0.205*** (0.064)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)
TCA	0.041 (0.089)	0.042 (0.088)	0.040 (0.089)	0.044 (0.089)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
ROA	0.975*** (0.338)	0.969*** (0.338)	0.974*** (0.339)	0.966*** (0.339)	0.018*** (0.007)	0.018** (0.007)	0.018*** (0.007)	0.018*** (0.007)
LEV	0.462 (0.468)	0.489 (0.471)	0.517 (0.468)	0.487 (0.472)	0.001 (0.009)	0.000 (0.009)	-0.000 (0.009)	-0.001 (0.009)
LNFCF	0.126** (0.064)	0.129** (0.065)	0.127** (0.064)	0.131** (0.065)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
PROPRIEDADE	0.268 (0.346)	0.264 (0.356)	0.285 (0.347)	0.269 (0.351)	0.003 (0.006)	0.003 (0.006)	0.004 (0.006)	0.004 (0.006)
Constante	-1.761** (0.830)	-1.704** (0.846)	-1.792** (0.837)	-1.735** (0.844)	-0.020 (0.016)	-0.019 (0.016)	-0.018 (0.016)	-0.017 (0.016)
Observações	440	440	440	440	440	440	440	440
R ² Ajustado	0.082	0.078	0.077	0.077	0.071	0.072	0.077	0.077
Número de ID	44	44	44	44	44	44	44	44

p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

3.2.2. Portugal

A Tabela 9 apresenta os resultados relativos à subamostra portuguesa. O Modelo 1 indica a existência de um efeito negativo e significativo da P. DE MULHERES na variável dependente LNDIV, permitindo a rejeição da hipótese H1a. De igual forma, os Modelos 2 e 4, permitem rejeitar a hipótese H2a, uma vez que existe uma correlação negativa e significativa entre a variável % DE MULHERES e a variável dependente LNDIV. Os resultados dos Modelos 5,6 e 8, demonstram que estas duas variáveis independentes não têm efeito significativo na variável dependente DIVY, levando à não confirmação das hipóteses H1b e H2b. Por último, os Modelos 3,4,7 e 8, demonstram que as MULHERES CEO não têm impacto significativo na definição das políticas de distribuição de dividendos, não se podendo confirmar as hipóteses H3a e H3b. Mais uma vez, o nosso estudo não acompanha os resultados reportados por Mulchandani et al. (2021), Byoun et al. (2016) e Liu et al. (2014), entre outros.

No que diz respeito às variáveis de controlo, a subamostra portuguesa apresenta, na sua maioria, resultados semelhantes aos obtidos para a amostra global, ou seja, a existência de uma correlação positiva e significativa entre a DIMENSÃO DO CA e o ROA e as duas variáveis dependentes, a existência de uma correlação igualmente positiva e significativa entre LNFCF e a variável dependente LNDIV. Assim, o nosso estudo suporta os resultados apresentados por vários autores, nomeadamente, Nguyen et al. (2021), Ye et al. (2019), Shahid (2019), Saeed e Sameer (2017), Byoun et al. (2016) e Fama e French (2001).

Tabela 9. Modelos de regressão de efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA): Portugal

Variáveis	LNDIV				DIVY			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
	EF	EA	EF	EF	EA	EA	EA	EF
Variáveis independentes								
P. DE MULHERES	-0.599** (0.269)				-0.002 (0.007)			
% DE MULHERES		-2.084*** (0.798)		-2.287** (0.998)		-0.027 (0.030)		-0.018 (0.020)
MULHERES CEO			-0.194 (0.350)	0.078 (0.365)			-0.012 (0.011)	-0.011 (0.013)
Variáveis de controlo								
<u>Conselho de Administração</u>								
DUAL. DO CEO	0.538* (0.301)	0.115 (0.237)	0.475 (0.311)	0.385 (0.309)	0.000 (0.008)	-0.001 (0.008)	-0.001 (0.008)	-0.001 (0.008)
DIMENSÃO DO CA	1.149*** (0.385)	1.576*** (0.233)	0.973** (0.383)	1.107*** (0.382)	0.023*** (0.008)	0.022* (0.011)	0.023** (0.011)	0.034** (0.012)
IND. DO CA	-1.399* (0.801)	-0.845 (0.562)	-1.706** (0.836)	-1.369 (0.837)	-0.008 (0.019)	-0.006 (0.023)	-0.014 (0.024)	-0.003 (0.029)
<u>Características das empresas</u>								
LNATIVO	0.109 (0.178)	0.247*** (0.075)	0.115 (0.182)	0.046 (0.182)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.002 (0.003)	0.007** (0.003)
TCA	-0.246 (0.485)	-0.237 (0.489)	-0.284 (0.492)	-0.019 (0.499)	-0.042*** (0.014)	-0.039** (0.016)	-0.042*** (0.015)	-0.045** (0.019)
ROA	0.939*** (0.343)	0.863*** (0.330)	0.992*** (0.350)	0.973*** (0.345)	0.022** (0.010)	0.022*** (0.005)	0.023*** (0.006)	0.016*** (0.004)
LEV	1.077 (0.723)	0.539 (0.577)	1.057 (0.753)	0.787 (0.751)	0.001 (0.018)	-0.003 (0.014)	-0.004 (0.017)	-0.019 (0.018)
LNFCF	0.270** (0.131)	0.239*** (0.091)	0.262* (0.133)	0.276** (0.131)	-0.000 (0.003)	0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)	0.002 (0.003)
PROPRIEDADE	-0.894 (0.913)	0.754*** (0.274)	-1.195 (0.917)	-1.003 (0.908)	-0.007 (0.011)	-0.006 (0.009)	-0.006 (0.009)	-0.011 (0.011)
Constante	-1.001 (1.053)	-3.033*** (0.762)	-0.717 (1.074)	-0.326 (1.072)	-0.002 (0.024)	0.006 (0.040)	0.000 (0.037)	-0.047 (0.030)
Observações	170	170	170	170	170	170	170	170
R ² Ajustado	0.316	0.269	0.294	0.319	0.159	0.163	0.169	0.200
Número de ID	17	17	17	17	17	17	17	17

*p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

3.2.3. Espanha

Na Tabela 10 são apresentados os resultados para a subamostra espanhola. Os Modelos 1, 2, 5 e 6, revelam a ausência de qualquer correlação significativa entre as variáveis independentes P. DE MULHERES e % DE MULHERES com as duas variáveis dependentes associadas à distribuição de dividendos. Assim, e apesar do sinal ser o esperado, não se podem confirmar as hipóteses H1a, H1b, H2a e H2b. Estes resultados acompanham o estudo de Pucheta-Martinez e Bel-Oms (2016) que confirma a ausência de efeito significativo das variáveis de género no pagamento de dividendos.

O efeito das MULHERES CEO é positivo e significativo na variável dependente LNDIV (Modelos 3 e 4), o que significa que as empresas lideradas por mulheres pagam um maior montante de dividendos do que as empresas lideradas por homens. Estes resultados confirmam o estudo de Liu et al. (2014) e permitem confirmar a hipótese H3a. No que concerne ao efeito desta variável independente na dividend yield (DIVY), verifica-se um efeito exatamente contrário, ou seja, as empresas lideradas por mulheres pagam uma dividend yield inferior às empresas lideradas por homens, levando à rejeição da hipótese H3b. De acordo com Trinh et al. (2021), este efeito pode ser explicado por funções, poder e interesses pessoais diferenciados entre Chairperson e o CEO. O cargo de Chairperson tem um efeito substancial na tomada de decisão sobre a política de dividendos a adotar pelas empresas.

No que diz respeito às variáveis de controlo associadas aos CA, verifica-se um efeito negativo e significativo da DUAL. DO CEO no montante de dividendos pagos (LNDIV), ou seja, nas empresas onde as posições de liderança estão concentradas numa só pessoa tendem a distribuir-se um menor montante de dividendos. De acordo com Jensen (1993), isto acontece porque o acumular destes dois papéis constitui uma forte concentração de poder que pode pôr em causa a independência do conselho, o qual pode gerar consequências nefastas sobre a riqueza dos acionistas.

Quanto às variáveis de controlo das empresas destaca-se um efeito negativo e significativo da dimensão da empresa (LNATIVO) no montante de dividendos pagos, ou seja, as empresas de menor dimensão tendem a pagar mais dividendos. Esta correlação é oposta à apresentada por Pucheta-Martinez e Bel-Oms (2016).

Tabela 10. Modelos de regressão de efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA): Espanha

Variáveis	LNDIV				DIVY			
	Modelo 1 EA	Modelo 2 EA	Modelo 3 EA	Modelo 4 EA	Modelo 5 EA	Modelo 6 EF	Modelo 7 EF	Modelo 8 EA
Variáveis Independentes								
P. DE MULHERES	0.292 (0.319)				0.006 (0.005)			
% DE MULHERES		1.270 (0.880)		1.263 (0.886)		0.022 (0.019)		0.017 (0.016)
MULHERES CEO			0.521*** (0.176)	0.442** (0.173)			-0.013*** (0.003)	-0.017*** (0.003)
Variáveis de controlo								
<u>Conselho de Administração</u>								
DUAL. DO CEO	-0.628*** (0.224)	-0.562* (0.300)	-0.596* (0.305)	-0.558* (0.301)	-0.008 (0.005)	-0.009 (0.006)	-0.010 (0.006)	-0.007 (0.006)
DIMENSÃO DO CA	0.705 (0.671)	0.773 (1.066)	0.808 (1.080)	0.768 (1.072)	0.015 (0.012)	-0.007 (0.014)	-0.008 (0.015)	0.018 (0.012)
IND. DO CA	0.902 (0.693)	0.640 (0.906)	0.976 (0.882)	0.653 (0.911)	0.016 (0.011)	0.020 (0.016)	0.024 (0.015)	0.012 (0.011)
<u>Características das empresas</u>								
LNATIVO	-0.246** (0.104)	-0.268** (0.132)	-0.260* (0.133)	-0.270** (0.133)	0.000 (0.002)	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	0.000 (0.002)
TCA	-0.017 (0.085)	-0.021 (0.062)	-0.015 (0.070)	-0.021 (0.063)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
ROA	-0.676 (1.135)	-0.608 (2.716)	-0.655 (2.725)	-0.599 (2.722)	0.021 (0.021)	0.022 (0.020)	0.021 (0.020)	0.021 (0.022)
LEV	-1.035* (0.619)	-1.067 (0.781)	-1.148 (0.849)	-1.077 (0.788)	0.009 (0.010)	0.000 (0.013)	-0.001 (0.013)	0.009 (0.011)
LNFCF	0.203** (0.086)	0.199 (0.156)	0.201 (0.149)	0.202 (0.158)	-0.000 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	-0.000 (0.002)
PROPRIEDADE	0.667 (0.479)	0.687 (0.467)	0.588 (0.458)	0.689 (0.468)	0.007 (0.006)	0.006 (0.005)	0.002 (0.005)	0.007 (0.006)
Constante	0.425 (1.726)	0.460 (2.538)	0.511 (2.572)	0.469 (2.555)	-0.028 (0.027)	0.039 (0.032)	0.040 (0.035)	-0.030 (0.026)
Observações	270	270	270	270	270	270	270	270
R ² Ajustado	0.061	0.070	0.056	0.031	0.034	0.059	0.051	0.0390
Número de ID	27	27	27	27	27	27	27	27

*p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

Conclusão

O presente estudo teve como objetivo verificar a influência do género dos diretores na política de distribuição de dividendos de empresas não financeiras, pertencentes aos principais índices bolsistas do mercado ibérico: PSI 20, para Portugal, e IBEX 35, para Espanha.

Através da aplicação de modelos de regressão linear (OLS), concluímos que, considerando o mercado ibérico como unidade de análise, o género dos diretores não influencia de forma significativa a definição das políticas de distribuição de dividendos das empresas estudadas.

Ao nível da subamostra portuguesa, verifica-se que a P. DE MULHERES e a % DE MULHERES influenciam negativamente o valor dos dividendos distribuídos (LNDIV), não existindo qualquer influência do género na definição da dividend yield (DIVY).

Na subamostra espanhola, conclui-se que as MULHERES CEO impactam de forma significativa na distribuição de dividendos. As empresas lideradas por mulheres pagam um maior montante de dividendos (LNDIV) e uma dividend yield (DIVY) significativamente inferior, quando comparadas com empresas lideradas por CEO do género masculino.

Comparando os resultados obtidos por país, verifica-se que, no mercado português, existe uma tendência de influência negativa das mulheres diretoras na distribuição de dividendos, e uma tendência de influência positiva deste tipo de diretoras na distribuição de dividendos das empresas espanholas. Podemos assim concluir que o efeito do género nos países que compõem o mercado ibérico tende a ser o oposto.

Como principais limitações deste estudo apresentamos a dimensão da amostra e o não tratamento econométrico de potenciais problemas de endogeneidade, como sejam, por exemplo, as questões de causalidade reversa e questões de autocorrelação dos resíduos com as principais variáveis explicativas.

Como linhas de investigação futura sugerimos a desagregação das variáveis de género pelas diversas funções existentes nos CA, ou seja, o estudo do impacto que as mulheres em funções executivas, funções de independência e funções de representação dos principais acionistas, têm na definição das políticas de distribuição de dividendos.

Referências bibliográficas

ACEGIS. (2022). UE quer 40% de mulheres nos conselhos de administração das empresas até 2026. Associação ACEGIS. <https://www.acegis.com/2022/06/ue-mulheres-conselhos-de-administracao-ate-2026/>

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>

Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5–6), 648–667. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>

Al-Amarnah, A., Yaseen, H., & Iskandrani, M. (2017). Board gender diversity and dividend policy: Case of Jordanian commercial banks. *Corporate Board: role, duties and composition*, 13, 33–41. <https://doi.org/10.22495/cbv13i3art4>

Al-dhamari, R., Ku Ismail, K. N. I., & Al-Gamrh, B. (2016). Board Diversity and Corporate Payout Policy: Do Free Cash Flow and Ownership Concentration Matter? (SSRN Scholarly Paper ID 2517941). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=2517941>

Al-Malkawi, H.-A., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, 171–200.

Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinantes da Política de Dividendos: Evidência de Portugal. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54.1943>

Almeida, T. A., Morais, C. R. F. de, & Coelho, A. C. (2020). Gender diversity, governance and dividend policy in Brazil. *Revista de Gestão*, 27(2), 189–205. <https://doi.org/10.1108/REG-03-2019-0041>

Archambeault, D., & DeZoort, F. T. (2001). Auditor Opinion Shopping and the Audit Committee: An Analysis of Suspicious Auditor Switches. *International Journal of Auditing*, 5(1), 33–52. <https://doi.org/10.1111/1099-1123.00324>

Arshad, Z., Gujrat, O., Akram, P., Amjad, M., & Usman, M. (2013). Ownership structure and dividend policy. *5*, 378–401.

Arun, T. G., Almahrog, Y. E., & Ali Aribi, Z. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, *39*, 137–146. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.002>

Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2016). The Global Financial Crisis, Family Control, and Dividend Policy. *Financial Management*, *45*(2), 291–313. <https://doi.org/10.1111/fima.12115>

Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, *41*(2), 126–144. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>

Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, *59*(3), 1125–1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>

Bathala, C. T., & Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, *16*(1), 59–69. <https://doi.org/10.1002/mde.4090160108>

Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America | Elsevier Enhanced Reader. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>

Benzinho, J. M. (2004). The Dividend Policy of the Portuguese Corporations Evidence from Euronext Lisbon. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.609461>

Benzinho, J. M. (2016). (PDF) A distribuição de riqueza pelos proprietários da empresa. ResearchGate. https://www.researchgate.net/publication/303313293_A_distribuicao_de_riqueza_pelos_proprietarios_da_empresa

Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, *2*(2), 5–8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>

Byoun, S., Chang, K., & Kim, Y. S. (2015). Does Corporate Board Diversity Affect Corporate Payout Policy? *한국재무학회 학술대회*, 649–703. <https://www.earticle.net/Article/A249056>

Byoun, S., Chang, K., & Kim, Y. S. (2016). Does Corporate Board Diversity Affect Corporate Payout Policy? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45(1), 48–101. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12119>

Canha, I. (2021). Mulheres em cargos de gestão: Portugal cumpre apenas os mínimos. *Executiva* <https://executiva.pt/mulheres-em-cargos-de-gestao-portugal-cumpre-apenas-os-minimos/>

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *Financial Review*, 38(1), 33–53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>

Chay, J. B., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 88–107. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.001>

Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86–105. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>

Correia, P. C., Neves, E., & Fernandes, C. (2017). Fatores determinantes dos dividendos—Evidência em mercados Civil Law. https://www.occ.pt/dtrab/trabalhos/xviicica/finais_site/310.pdf

Decreto-Lei n.º 262/86 | DRE. (1986). <https://dre.pt/dre/detalhe/decreto-lei/262-1986-220107>

Dogru, T. (2017). Under- vs over-investment: Hotel firms' value around acquisitions. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 29(8), 2050–2069. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-04-2016-0219>

EIGE. (2018). European Institute for Gender Equality. European Institute for Gender Equality. <https://eige.europa.eu/>

Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68–74. <https://doi.org/10.2307/1927599>

Esteban, J. M. D., & Pérez, ~Oscar López de Foronda. (2001). Dividend Policy of European Banks. 24.

European Institute for Gender. (2021). Gender Equality Index | 2021 | European Union. European Institute for Gender Equality. <https://eige.europa.eu/gender-equality-index/2021/country>

Fama, E. F., & French, K. R. (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)

Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 85–106. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.12.001>

Field, A. P. (2005). Is the Meta-Analysis of Correlation Coefficients Accurate When Population Correlations Vary? *Psychological Methods*, 10, 444–467. <https://doi.org/10.1037/1082-989X.10.4.444>

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. SSRN Electronic Journal. https://www.academia.edu/es/10744727/Trade_off_and_Pecking_Order_Theories_of_Debt

Frost, J. (2017). Multicollinearity in Regression Analysis: Problems, Detection, and Solutions. *Statistics By Jim*. <http://statisticsbyjim.com/regression/multicollinearity-in-regression-analysis/>

García Martín, C. J., & Herrero, B. (2018). Boards of directors: Composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1015–1041. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1436454>

García-Meca, E., López-Iturriaga, F. J., & Santana-Martín, D. J. (2022). Board gender diversity and dividend payout: The critical mass and the family ties effect. *International Review of Financial Analysis*, 79, 101973. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101973>

Gomes Almeida, L., Pereira, E., & Tavares, F. (2015). Determinantes da Política de Dividendos: Evidência de Portugal. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, Vol. 17, 701–719. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54>

Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99. <https://doi.org/10.2307/1927792>

Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264–272. <https://doi.org/10.2307/2977907>

Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*. <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>

Guay, W., & Harford, J. (2000). The cash-flow permanence and informatios content of dividend increases versus repurchases. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00062-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00062-3)

Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: The effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, 38(2), 603–643. <https://doi.org/10.1007/s10490-019-09672-2>

Herli, M., Tjahjadi, B., & Hafidhah, H. (2021). Gender Diversity on Board of Directors and Intellectual Capital Disclosure in Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 135–144. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no1.135>

Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27(3), 73–82. <https://doi.org/10.2307/3666276>

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>

Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

Jensen, M. C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8–21. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1986). Teoria da firma: Comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 87–125. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200013>

Jiang, H., Habib, A., & Hu, B. (2011). Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand. *The British Accounting Review*, 43(1), 39–53. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.10.005>

Jiraporn, P., Bouattour, M., Hamrouni, A., & Uyar, A. (2019). Does board gender diversity influence dividend policy? Evidence from France. *Economics Bulletin*, 39(4), 2942–2954. <https://ideas.repec.org/a/ebl/ecbull/eb-19-00653.html>

Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194–207. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00554.x>

Kent Baker, H., Kilincarslan, E., & Arsal, A. H. (2018). Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms. *Global Finance Journal*, 35, 43–57. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.04.002>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

Levi, M. D., Li, K., & Zhang, F. (2011). Men are from Mars, Women are from Venus: Gender and Mergers and Acquisitions (SSRN Scholarly Paper ID 1785812). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1785812>

Ley. (2014). Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. 106.

Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269.

<https://doi.org/10.2307/1926397>

Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169–184. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>

Longinidis, P., & Symeonidis, P. (2013). Corporate Dividend Policy Determinants: Intelligent Versus a Traditional Approach. *Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management*, 20(2), 111–139. <https://doi.org/10.1002/isaf.1338>

Silva, A. J., Guimarães, T., Santos de Oliveira, H. M., & de Almeida Leite, E. M. (2021). Diversidade do conselho de administração das empresas cotadas no psi-20. 45. <https://revistas.ponteditora.org/index.php/e3/article/download/360/316/>

Marôco, J. (2018). *Análise Estatística com o SPSS Statistics.: 7a edição*. ReportNumber, Lda.
Marques, L. D. (2000). *Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: Revisão de literatura*. 84. <https://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf>

Michaely, R., Grullon, G., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, 75, 387–424. <https://doi.org/10.1086/339889>

Miller, M. H., & 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>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>

Mulchandani, K., Mulchandani, K., & Jasrotia, S. S. (2021). Does gender diversity on firm's board affect dividend payouts? Evidence from India. *Future Business Journal*, 7(1), 25. <https://doi.org/10.1186/s43093-021-00070-z>

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Nguyen, A. H., Pham, C. D., Doan, N. T., Ta, T. T., Nguyen, H. T., & Truong, T. V. (2021). The Effect of Dividend Payment on Firm's Financial Performance: An Empirical Study of Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), Artigo 8. <https://doi.org/10.3390/jrfm14080353>

Nguyen, T. H. H., Ntim, C. G., & Malagila, J. K. (2020). Women on corporate boards and corporate financial and non-financial performance: A systematic literature review and future research agenda. *International Review of Financial Analysis*, 71(C). <https://ideas.repec.org/a/eee/finana/v71y2020ics1057521920301988.html>

Lei n.o 62/2017, de 01 de agosto, n.o 62, Procuradoria-Geral Distrital de Lisboa (2017). https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=2730&tabela=leis&ficha=1&pagina=1&so_miolo=

Politelo, L., Chiarello, T. C., & Da Silva, T. P. (2013). Concentração de capital e política de dividendos em empresas familiares brasileiras. XVI semead Seminários em Administração, 15. <http://sistema.semead.com.br/16semead/resultado/trabalhosPDF/1190.pdf>

Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

Pucheta-Martínez, M. C., & Bel-Oms, I. (2015). The board of directors and dividend policy: The effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25, dtv040. <https://doi.org/10.1093/icc/dtv040>

Pucheta-Martínez, M. C., & Bel-Oms, I. (2016). The board of directors and dividend policy: The effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25(3), 523–547.

<https://doi.org/10.1093/icc/dtv040>

Relatório Deloitte sobre Women on Boards. (2019). Women in the boardroom—A global perspective | Deloitte | Risk. Deloitte. <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/risk/cyber-strategic-risk/articles/women-in-the-boardroom-global-perspective.html>

Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>

Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100–1113. <https://ideas.repec.org/a/eee/iburev/v26y2017i6p1100-1113.html>

Shahid, M. (2019). Ownership Structure, Board Size, Board Composition and Dividend Policy: New Evidence from Two Emerging Markets. *IBT Journal of Business Studies*, 12. <https://doi.org/10.46745/ilma.jbs.2016.12.02.02>

Sharma, V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1001–1015. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.05.003>

Shefrin, H. (2010). Behavioralizing Finance. *Foundations and Trends® in Finance*, 4(1–2), 1–184. <https://doi.org/10.1561/05000000030>

Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36, 26–53. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003>

Smith, D. (2011). Residual Dividend Policy. *Em Dividends and Dividend Policy* (pp. 115–126). <https://doi.org/10.1002/9781118258408.ch7>

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>

Srinidhi, B., Gul, F. A., & Tsui, J. (2011). Female Directors and Earnings Quality*. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1610–1644.

<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01071.x>

Stein, J. C. (1996). Rational Capital Budgeting in an Irrational World (Working Paper N.o 5496; Working Paper Series). National Bureau of Economic Research.

<https://doi.org/10.3386/w5496>

Subramaniam, R. K., Shaiban, M., & Suppiah, S. D. (2014). Growth opportunities and dividend policy: Some evidence on the role of ethnicity in an emerging economy. *Corporate Ownership and Control*, 12(1), 126–138. <https://doi.org/10.22495/cocv12i1p9>

Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. (2020). Corporate Board Attributes and Dividend Pay-out Policy: Mediating Role of Financial Leverage. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1), 167–181. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no1.167>

Tahir, H., Rahman, M., & Masri, R. (2020). Do Board Traits Influence Firms' Dividend Payout Policy? Evidence from Malaysia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 87–99. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.87>

TAHIR, H., RAHMAN, M., & MASRI, R. (2020). Do Board Traits Influence Firms' Dividend Payout Policy? Evidence from Malaysia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 87–99. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO3.87>

Thaler, R. H. (1999). The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 12–17. <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n6.2310>

Torres-Reyna, O. (2007). Linear Regression using Stata.

<https://www.princeton.edu/~otorres/Regression101.pdf>

Trabelsi, D., Aziz, S., & Lilti, J.-J. (2018). A behavioral perspective on corporate dividend policy: Evidence from France. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 102–119. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2018-0077>

Triana, M. del C., Miller, T. L., & Trzebiatowski, T. M. (2014). The Double-Edged Nature of Board Gender Diversity: Diversity, Firm Performance, and the Power of Women Directors as Predictors of Strategic Change. *Organization Science*, 25(2), 609–632.

<https://doi.org/10.1287/orsc.2013.0842>

Trinh, V. Q., Cao, N. D., Dinh, L. H., & Nguyen, H. N. (2021). Boardroom gender diversity and dividend payout strategies: Effects of mergers deals. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 6014–6035. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2106>

Urtiaga, M. G., & Lacave, M. I. S. (2014). La política de dividendos de las empresas con accionistas de control. *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, 3, 5–27. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4811689>

Vieira, C. A. M., Silva, E. J. D., & Lucena, W. G. L. (2019). Determinantes da estrutura de um conselho de administração. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 18(3), 169–187. <https://www.redalyc.org/journal/5680/568064381001/html/>

Walter, J. E. (1963). Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise. *Journal of Finance* (Wiley-Blackwell), 18(2), 280–291.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00724.x>

Ward, A. M., & Forker, J. (2017). Financial Management Effectiveness and Board Gender Diversity in Member-Governed, Community Financial Institutions. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 351–366. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2699-9>

Watts, R. (1973). The Information Content of Dividends. *The Journal of Business*, 46(2), 191–211. <https://www.jstor.org/stable/2351363>

Westerfield, R. W., Jordan, B. D., & Stephen, R. (2009). *Fundamentals of Corporate Finance Standard Edition* [Hardcover] by Randolph Westerfield, Bradford D. Jordan, Stephen A. Ross | 9780073382395 | Get Textbooks | New Textbooks | Used Textbooks | College Textbooks—GetTextbooks.com. Published by McGraw-Hill/Irwin, a business unit of The McGraw-Hill Companies, Inc., 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. Copyright © 2010, 2008, 2006, 2003, 2000, 1998, 1995, 1993, 1991 by The.

<https://www.gettextbooks.com/isbn/9780073382395/>

WOMEN IN BUSINES. (2023). España logra el mayor número de mujeres directivas de su historia. LawAndTrends.

<http://www.lawandtrends.com/noticias/laboral/espana-logra-el-mayor-numero-de-mujeres-directivas-de-su-historia-1.html>

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, second edition. MIT Press.

Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S. H., & Chen, X. (2019). Does board gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence. *Journal of Corporate Finance*, 58, 1–26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.002>