

**TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS
(Efeitos Perversos)**

António de Sousa e Luís A. Coutinho
Working Paper Nº 144

UNIVERSIDADE NOVA DE LISBOA
Faculdade de Economia
Trav. de Estevão Pinto - Campolide
1000 LISBOA
PORTUGAL

Janeiro , 1990

TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS

(Efeitos perversos)

- 1) Enquadramento da questão
- 2) Posição tradicional
- 3) Consequências da tributação de dividendos
 - 3.1) A nível da empresa
 - 3.2) A nível do proprietário
 - 3.3) A nível do mercado de capitais
- 4) Refutação da posição tradicional
- 5) Proposta de solução
 - 5.1) Fundamentos da proposta
 - 5.2) A Proposta
 - 5.3) Objectivos atingidos

1) Enquadramento da questão

O "bom senso" dos legisladores de grande número de países tem-os levado a optar por soluções fiscais que conduzem a uma tributação relativamente forte dos lucros distribuídos pelas empresas , por contraposição a uma maior benevolência fiscal face aos lucros não distribuídos .

A fundamentação desta posição generalizada assenta basicamente em argumentos de "bom senso" articulados com a prossecução de políticas económicas com objectivos tão obrigatórios como : " Crescimento ou Desenvolvimento Económico " , " Fortalecimento da Estrutura Produtiva " , ou ainda " Equidade na Distribuição de Riqueza " .

O objectivo deste artigo é contribuir para testar a validade da argumentação tradicional , e não fundamentada empírica e teoricamente , avançando argumentação conducente a evidenciar os potenciais (em nossa opinião reais) efeitos perversos desse tipo de soluções fiscais.

A questão central que será abordada insere-se , afinal , no âmbito mais vasto da discussão sobre o enviezamento das soluções fiscais e a veracidade dos nexos de causalidade implícitos na utilização de instrumentos fiscais como meios de implementação de políticas económicas numa Economia de Mercado.

Nesta perspectiva, vamo-nos apenas concentrar na tributação do lucro , distribuído e não distribuído , na empresa ,

esquecendo a problemática da eventual dupla tributação sobre o rendimento distribuído, na empresa e nos detentores de capital. A posição que aqui assumimos radica-se em que consideramos que a tributação do detentor do capital, pelo montante de rendimentos efectivamente recebidos, é equivalente à que resultaria de qualquer outra aplicação alternativa do seu capital. Aliás, esta é a solução hoje mais generalizada no que respeita à tributação de dividendos e, em geral, de lucros distribuídos.

2) Posição tradicional - É preciso penalizar a distribuição de lucros.

A ideia em epígrafe tornou-se prevalecente baseada num misto de razões de ordem económica - fortalecimento da estrutura financeira das empresas e repartição entre investimento e consumo na estrutura da Despesa Nacional - e razões de ordem ideológica - não fortalecimento do poder económico directo dos detentores do capital e na maior equidade na distribuição de riqueza. Vejamos a lógica subjacente a este tipo de argumentos.

A não distribuição de lucros robustece a estrutura financeira das empresas

O raciocínio subjacente é aparentemente inatacável: se a empresa não distribuir a totalidade dos seus lucros, imediatamente aumentam os seus capitais próprios e, como tal, vão melhorar a sua estrutura de financiamento, diminuindo também, mantendo-se tudo o resto constante, o

peso relativo dos encargos financeiros futuros , logo potenciando a geração de lucros.

Teríamos pois empresas financeiramente mais robustas , com melhor potencial de geração de lucros e que mais solidamente se podem orientar para novos investimentos .

A não distribuição de lucros favorece o Investimento em detrimento do Consumo na economia .

A lógica aqui implícita vem, em parte , na sequência do que atrás referimos .

A empresa com melhor estrutura financeira está mais liberta de restrições financeiras no que concerne a decidir novos investimentos .

Admite-se como pressuposto inatacável que a empresa vai canalizar os meios financeiros à sua disposição para Investimento enquanto o detentor do capital irá encaminhá-los para consumo . Haveria pois , que tentar evitar o que aparece como uma sangria das capacidades de Investimento pelas apetências do Consumo.

A distribuição de lucros favorece o poder económico dos detentores do capital.

Cumpre-nos aqui realçar que este argumento é , pelo menos, ingénuo . Pressupõe que o poder económico dos detentores do capital é directamente proporcional à liquidez de que dispõem e esquece que são estes igualmente que decidem da aplicação dessa mesma liquidez que ao não ser distribuída

permanece na empresa .

Ignorada é , igualmente, a miríade de outras formas de que os proprietários se podem socorrer , numa Economia de Mercado , para gerar liquidez directamente detida a partir da sua posição dominante na empresa .

A não distribuição de lucros impede que se acentuem as assimetrias na distribuição de riqueza.

O pressuposto deste argumento é baseado na concepção de riqueza enquanto fluxo , esquecendo a questão bem mais importante do stock de riqueza.

A lógica subjacente é , em consequência , de que o fundamental é evitar assimetrias de rendimento , ignorando-se as assimetrias de riqueza que como tentaremos argumentar são potenciadas pela não distribuição de lucros.

Em suma , pretende-se com a não distribuição de lucros, orientar para o Investimento uma maior parcela da Despesa Nacional , baseando-o nos centros de racionalidade económica que são as empresas, e tentando obviar a que os detentores de capital tenham acesso ao fluxo de rendimentos com vista a evitar assimetrias de distribuição e consumo excessivo .

3) Consequências da tributação de dividendos

3.1) Consequências para as empresas

Como vimos, o argumento do " bom senso " é que a tributação dos lucros distribuídos , potenciada frequentemente por benefícios fiscais aos lucros não distribuídos (a) , levará à progressiva capitalização da empresa .

Este argumento em si é inatacável , a questão está em saber se os investidores , antecipando essa capitalização forçada não vão começar por não colocar à disposição da empresa os capitais próprios que seriam desejáveis para o seu equilíbrio financeiro .

Para melhor aprofundar esta questão vejamos como vão funcionar em consonância os mecanismos de alavanca financeira e o tratamento fiscal diferenciado atribuído aos rendimentos pagos pela empresa aos capitais próprios e aos capitais alheios com que se financia .

A importância da alavanca (leverage) financeira.

Se admitirmos que um dos principais objectivos reais da empresa é o de proporcionar aos seus proprietários uma rentabilidade elevada dos capitais que nela investiram , facilmente concluimos que a rentabilidade dos capitais próprios se erigirá como indicador central da gestão da empresa .

Ora, como sabemos , podemos analisar esta rentabilidade de

acordo com a seguinte formula (Modigliani e Miller) :

$$R_{cp} = R_a + D/E * (R_a - R_{ca}) \quad \text{em que:}$$

R_{cp} - Rentabilidade esperada dos capitais próprios .

R_a - Rentabilidade esperada do activo total .

R_{ca} - Remuneração esperada aos capitais alheios .

D - Passivo total .

E - Situação Líquida (Capitais próprios da empresa)

Ou seja, daqui resulta claro que desde que $R_a > R_{ca}$, então R_{cp} será tanto maior quanto mais elevado o rácio D/E , ou seja, quanto maior a proporção dos capitais alheios no financiamento da empresa.

Repare-se que , passando da análise estática para a análise intertemporal, $R_a > R_{ca}$ é a condição mínima de rentabilidade pois, em principio um investimento só será prosseguido caso ela se verifique , dado que de outra forma o valor actual líquido (V.A.L.) do projecto é negativo (NADEAU,1988).

Daqui se infere que , no momento da decisão do investimento se espera necessariamente que $R_a > R_{ca}$, logo R_{cp} aumenta na razão directa do rácio D/E .

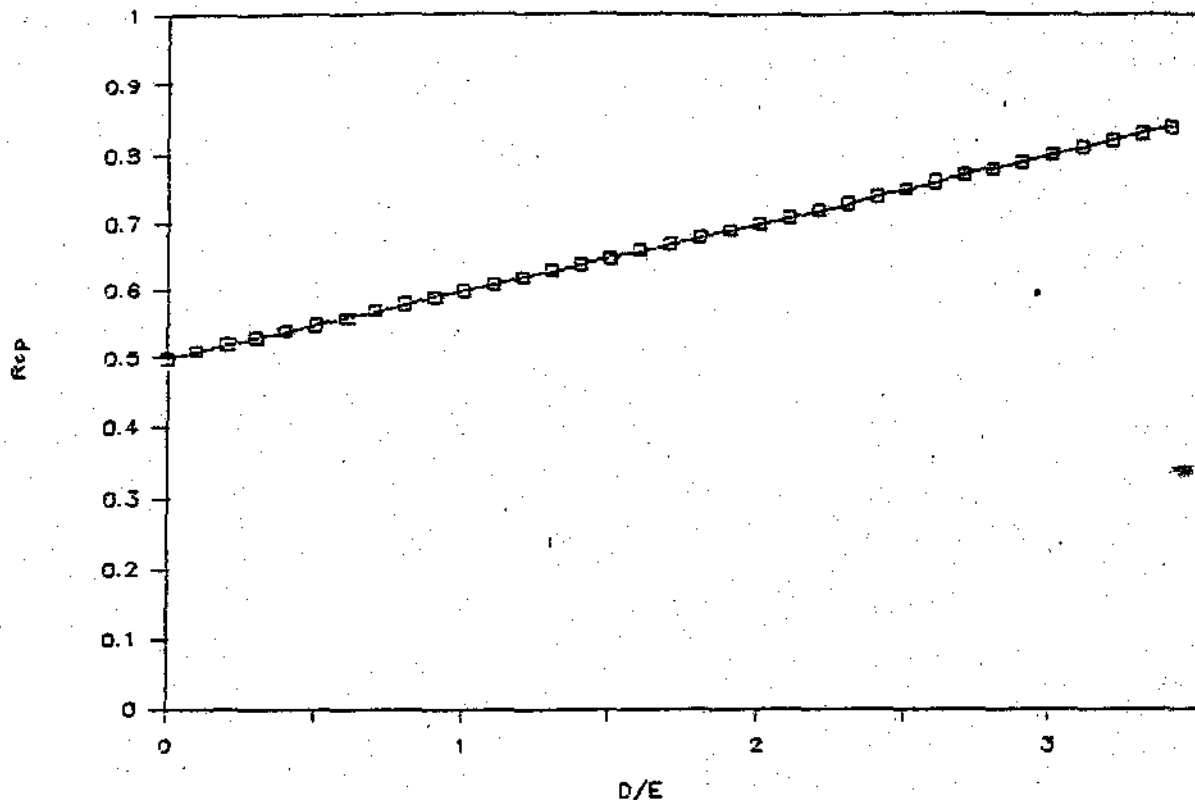
Quadro 1 Admitindo que $R_a = 50\%$ e $R_{ca} = 40\%$

Estrutura de Capitais:

Capital Proprio :	1000	500	250
Capital Alheio :	0	500	750
Res. antes de Encargos Fin. :	500	500	500
Encargos Financeiros :	0	200	300
R_{cp} :	50%	60%	80%

e podemos representar gráficamente deste modo:

Quadro 2



Efeito fiscal no custo do capital alheio

Interessa-nos agora analisar qual o valor de R_{ca} que a empresa irá utilizar no seu cálculo económico.

Efectivamente, a prática fiscal habitual na maioria das legislações nacionais é a de considerar a remuneração dos capitais alheios como custo para efeitos de tributação. Isto é, os juros pagos pela empresa aos seus credores deduzem ao lucro obtido para efeitos do cálculo da matéria colectável no imposto sobre os lucros.

Daqui decorre que uma parcela de R_{ca} é, em termos da empresa, reabsorvida através da diminuição do imposto que

irá ser obrigado a pagar .

Considerando o valor da empresa (V) :

$$V = f(A_o, D_o, L_1, L_2 \dots L_t)$$

em que : A_o = Activo Total

D_o = Capital Alheio

L_t = Lucro no ano t

temos que:

$$\frac{dV_o}{dD_o} = \frac{\partial V_o}{\partial A_o} + \sum_t \frac{\partial V_o}{\partial L_t} \cdot \frac{\partial L_t}{\partial D_o}$$

em que identificamos o efeito puro da estrutura financeira sobre o valor da empresa em que a primeira parcela traduz a poupança de imposto .

A proporção dessa poupança , como é fácil de inferir , é exactamente a taxa de imposto t que é aplicada á materia colectável .

Temos então que R_{ca} é não a taxa de juro média das fontes de financiamento , mas sim esta última afectada pela poupança fiscal.

Logo, se designarmos essa taxa média ponderada por i , temos que

$$R_{ca} = i - it, \text{ logo } R_{ca} = i (1 - t)$$

em que it é poupança de imposto , ou seja, a parte do juro que irá ser reabsorvida através do mecanismo de dedução da remuneração dos capitais alheios á matéria colectável em imposto sobre os lucros .

Repare-se desde já num efeito perverso que é de quanto maior for a taxa de imposto t menor será R_{ca} e logo maior o efeito de alavanca financeira por aumento do factor multiplicativo $(R_a - R_{ca})$ na formula que atrás expusemos .

Escolha da estrutura financeira da empresa

Em suma , o efeito de alavanca associado ao tratamento fiscal dado aos encargos financeiros suportados pela empresa, levam a um menor custo efectivo do capital alheio e a uma rentabilidade dos capitais próprios que é potenciada pelo recurso aos capitais alheios , sendo essa potenciação tanto maior quanto maior a taxa de imposto .

Argumentar-se-á, porém, que este efeito é mitigado , ou mesmo invertido , pelo risco de falência associado a uma débil estrutura financeira .

Definindo risco de falência como a situação em que a empresa não cumpre os compromissos para com os credores ou não os cumpre pontualmente, podemos identificar dois tipos de custos associados a esta situação:

- Custos directos: custos de natureza legal e administrativa que advêm de situações de contencioso.
- Custos indirectos que reflectem as dificuldades de gerir uma empresa nesta situação (AHANORY , 1980)

A natureza dos custos associados ao risco de falência depende da tangibilidade dos activos da empresa e às assimetrias de informação no mercado financeiro

Em consequência um elevado recurso a capitais alheios irá provocar um mais elevado risco associado ao crédito à empresa . Desta forma, os credores tenderão a elevar as taxas de juro a que estão dispostas a emprestar à empresa, ou seja, quererão adicionar um prémio de risco à sua operação de financiamento (CORDES e SHEFFRIN, 1983)

Por outro lado , no limite , recusar-se-ão a conceder empréstimos à empresa , o que fará com que esta veja cerceada , por imposição de terceiros , a sua possibilidade de utilizar todo o potencial de alavanca financeira.

Porém , este efeito é em grande parte esbatido se a empresa apresentar uma R_a elevada , caso em que , pelo menos quanto a empréstimos de curto prazo , a concessão de crédito será facilitada pelo prémio adicional de risco a obter .

Temos pois uma perversão adicional , empresas com elevados rácios D/E tenderão a financiar-se a curto prazo , desde que R_a seja substancialmente superior à taxa de juro no mercado, dispondo-se a pagar um prémio de risco , o qual na proporção t é suportado pelo Estado em termos de impostos não cobrados.

Efeito na estrutura de custos da empresa

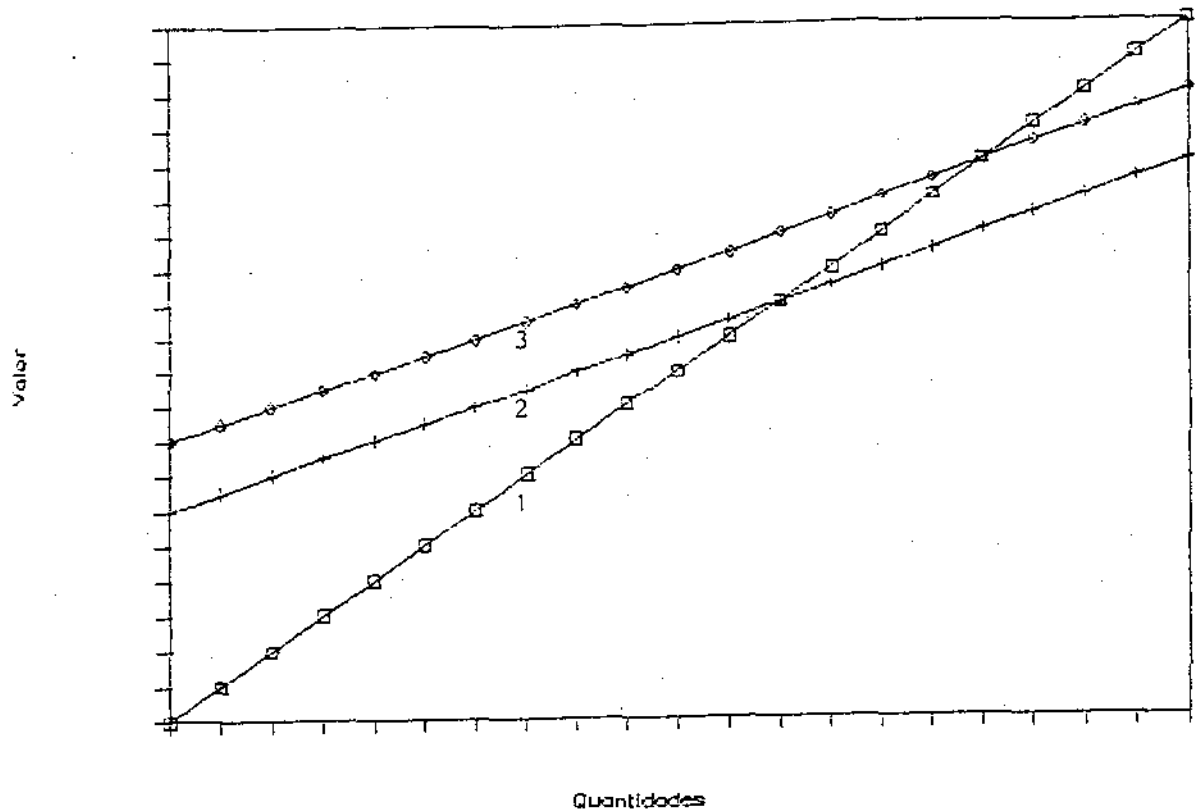
A opção por maiores níveis de endividamento implica, obviamente, um empolamento dos encargos financeiros na estrutura custos da empresa, o qual, como vimos, é parcialmente compensado pela poupança de impostos. Note-se, porém, que esta só existe caso a empresa obtenha lucros, pois de outra forma, não haverá lugar à obrigação de pagar impostos e logo não chega a ter lugar qualquer poupança (MODIGLIANI, 1982)

Isto significa pois que a empresa ao preferir capitais alheios a capitais próprios está a rigidificar duplamente a sua estrutura de custos. Por um lado é claro que ficará com a obrigação de pagar a remuneração ao capital alheio, utilizado quaisquer que sejam os seus resultados e, por outro lado, não terá qualquer benefício fiscal caso esses resultados sejam negativos.

De outra forma, a empresa com elevado efeito de alavanca financeira, está a aumentar os seus custos fixos, ou seja eleva o ponto crítico de vendas.

Sem efeito fiscal, um maior leverage conduz apenas a um aumento no ponto crítico de vendas como se pode verificar no quadro 3, e a um maior risco financeiro e de exploração.

Quadro 3 :



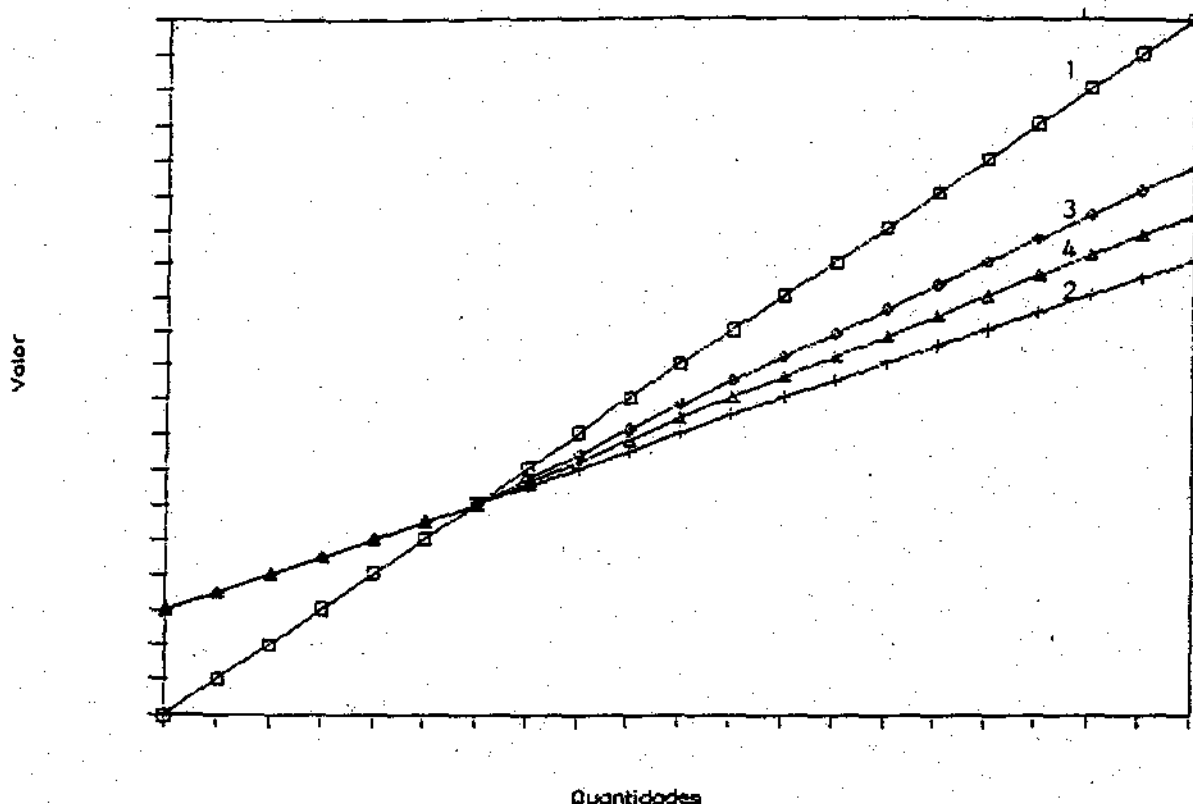
1 - Receitas Totais

2 - Custos Totais antes de aumento de encargos financeiros

3 - Custos Totais depois de aumento de encargos financeiro

Com efeito fiscal , o ponto crítico aumenta igualmente , mas caso haja lucro a sua recta de custos sofre uma desaceleração como podemos observar no quadro 4.

Quadro 4 :



- 1 - Receitas Totais
- 2 - Custos Totais sem efeito fiscal
- 3 - Custos Totais com efeito fiscal sem considerar os encargos financeiros custo fiscal
- 4 - Custos Totais com efeito fiscal considerando os encargos financeiros custo fiscal

Em qualquer caso, podemos dizer que a empresa tenderá a elevar o seu ponto crítico de vendas, logo a tornar-se mais frágil face a flutuações da procura e, nomeadamente, a acções da concorrência.

Contudo podemos dizer que a sua competitividade diminui, na medida em que o seu custo estrutural aumenta na exacta

medida em que o custo fixo derivado da estrutura de financiamento se eleva .

Repare-se que esta situação é ainda agravada , no curto prazo , caso as taxas de juro nominais sejam elevadas , ainda que as taxas reais não o sejam , dado o peso percentual dos encargos financeiros estruturais face às vendas aumentarem (GANDOLFI ,1982)

Em termos muito sintéticos, podemos pois afirmar que o tratamento fiscal do capital alheio propicia o efeito de alavanca . Este só é detido pelo aumento do risco de falência que conduz a um aumento da taxa de juro e a uma restrição quantitativa do crédito concedido que, no entanto, é esbatida no curto prazo , o que potencia uma estrutura financeira baseada em capitais alheios de curto prazo .

3.2) Consequências para os detentores do capital

Interessa-nos agora analisar qual o efeito da não distribuição de lucros para os detentores do capital .

Como vimos, a sua rentabilidade, isto é, a dos seus capitais investidos na empresa, é favorecida pelo efeito fiscal diferenciado sobre diferentes origens de capital . Claramente que essa rentabilidade aumenta com o aumento do efeito de alavanca financeira, e este com o aumento da carga fiscal sobre os lucros . Vimos, porém, que esse aumento de rentabilidade tem como contrapartida um custo - o aumento do risco de falência, em parte traduzido numa rigidificação da estrutura de custos que conduz à elvação do ponto crítico de vendas e a uma perda de competitividade no curto prazo.

O nosso pressuposto em termos do comportamento do agente económico em causa - o investidor - é que ele irá procurar otimizar a sua rentabilidade no longo prazo . Para efectuar essa análise irá entrar em linha de conta com três factores:

- a) fluxo de rendimentos líquidos recebidos da empresa
(lucros distribuídos após impostos)
- b) valor futuro do stock de capital investido
(valor da empresa no futuro)
- c) risco da aplicação
(risco de falência da empresa)

Na nossa perspectiva será a conjugação destes três factores que parametrizará a sua tomada de decisão em termos de capitais a investir na empresa .

Mais concretamente, o investidor irá tentar encontrar a conjugação óptima de longo prazo entre risco e rentabilidade, logo envolvendo na rentabilidade os dois aspectos de fluxo e stock atrás referidos (LITZENBERGER e RAMASWANY , 1979)

Por outro lado, a comparação que irá fazer basear-se-á no montante de capital investido inicialmente e terá como padrão de comparação as aplicações alternativas de capital (através do custo de oportunidade do capital).

Finalmente, juntemos que nos estamos a pôr na perspectiva do investidor que tem objectivos de controlo da empresa, ou seja, que tem influência decisiva, ou pelo menos significativa, na evolução dos capitais próprios daquela, tanto em termos de dotação inicial como quanto à distribuição de lucros e novas entradas de capital fresco.

Assumindo esta perspectiva temos que o investidor irá tentar aproveitar ao máximo o benefício fiscal ao longo do projecto. Para tal, ser-lhe-á conveniente aproveitar tanto quanto possível o efeito de alavanca potenciado pelo tratamento fiscal dos encargos financeiros.

Nesta perspectiva, a tentativa será a de dotar a empresa com o menor capital possível e, em seguida, capitalizar a empresa com os próprios lucros que irá gerando. Repare-se que assim consegue simultaneamente :

- a) Minimizar a aplicação de capital;
- b) Diminuir os lucros em valor absoluto ;
- c) Aproveitar benefícios fiscais atribuídos à retenção de lucros mas não às entradas de capital.

Assim, no limite, a opção mais correcta será a de não distribuir lucros, objecto de carga fiscal superior, porque a retenção é sempre mais benéfica que novas entradas de capital (b).

Assim as entradas de capital, inicial e posteriores, são minimizadas porque são mais dispendiosas e avaliadas em termos comparativos com financiamentos alternativos - do tipo empréstimo - alvo de tratamento fiscal mais favorável.

Em termos práticos, podemos dizer que a tendência do investidor será a de deixar a empresa sobreviver apenas com base no autofinanciamento no que respeita aos seus capitais próprios.

Por fim repare-se que a capitalização dos resultados não distribuídos vai aumentar o valor da empresa. Logo, desde que a Rcp seja superior às aplicações de capital alternativas, isto significa que o valor do investimento detido por cada Proprietário da empresa, em cada momento é superior ao que resultaria de uma distribuição de resultados. Esta afirmação é aliás verdadeira, apenas neste caso potenciada pela não tributação no momento da distribuição e ainda pelos benefícios fiscais a que venha a ter direito.

Do ponto de vista da empresa a aplicação do resultado retido irá proporcionar um aumento do R.O.I. , caso seja canalizado para um investimento de rentabilidade superior á anterior, ou proporcionará a manutenção do R.O.I. caso seja canalizado para a actividade anterior da empresa.

O aumento da Situação Líquida por retenção de resultados irá proporcionar uma diminuição do risco da empresa, pois se definirmos este como sendo :

$$\beta_a = \beta_e * E / (E+D) + \beta_d * D / (E+D)$$

em que :

β_a = Risco da Empresa

β_e = Risco da S. Liq.

β_d = Risco do Passivo

Observamos que , nesta situação, β_e diminui e que $D/(E+D)$ diminui também o que provoca a diminuição de β_a por duas vias. Admitimos ainda que β_d se manteve constante o que nalguns casos não se verificará podendo este parâmetro diminuir o que aumentará o efeito em β_a .

Em resumo teremos, numa perspectiva de avaliação de empresa baseada na actualização dos Cash-Flows futuros, um aumento do valor da empresa, pois , como vimos, a retenção de resultados originará Cash-Flows superiores (desde que o R.O.I. se mantenha ou aumente relativamente ao que se verificava antes da retenção do resultado) que serão

actualizados a uma taxa menor (pois a retenção de resultados originará um decréscimo do risco da empresa que se reflectirá na taxa de actualização) (KIM , 1982)

Do ponto de vista do investidor se compararmos o resultado que este obterá caso o lucro seja retido ou distribuido vemos que :

Quadro 5

	Periodo 1	Periodo 2
Distribuicao	$Lt*(1-IRC)*(1-IRS)=A$	$A*(1+r1)$
Retenção :		
Sem Benef. Fiscais	$Lt*(1-IRC)=B$	$B*(1+r2)$
Com Benef. Fiscais	Lt	$Lt*(1+r2)$

Na hipotese de retenção com beneficios fiscais a retenção considerámos o efeito extremo em que o beneficio anula o imposto e definimos :

Lt = Lucro no periodo t

IRC = Imposto s/ rendimento de pessoas colectivas

IRS = Imposto s/ rendimento de pessoas singulares

$r1$ = Taxa de aplicação obtida pelos particulares

$r2$ = Taxa de aplicação obtida pela empresa

Se considerarmos que numa situação de risco associada às duas aplicações alternativas temos que :

$$r2 = r1 + m$$

sendo m a margem de intermediação praticada pelos operadores financeiros temos que :

$$r_2 > r_1$$

e dado que:

$$L_t > B > A$$

teremos uma situação em que o aumento de riqueza do accionista é sempre superior na hipótese de retenção de lucros (MILLER e SCHOLLES , 1982)

Este aumento de riqueza é potenciado pela existência de :

- altas margens de intermediação financeira.
- incentivos fiscais à retenção de lucros.
- dupla tributação sobre o lucro distribuído.

Acrescente-se ainda que, caso existam benefícios fiscais, é ainda o investidor em ultima instância, através do valor residual no momento da alienação que o apropria.

Mas se esta situação estratégica otimiza claramente a rentabilidade do investidor, o que acontece ao seu risco ?

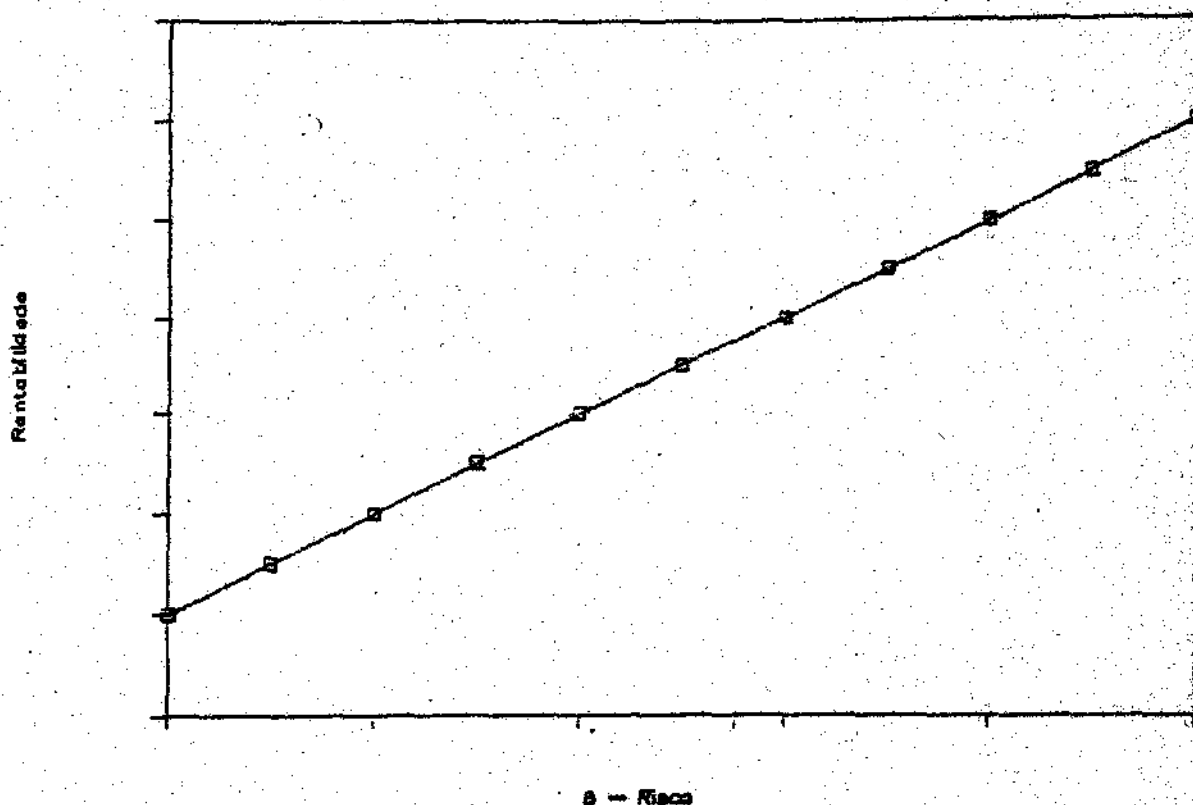
Em princípio, seríamos tentados a afirmar que ele aumenta. Na verdade, o risco do capital que ele investiu na empresa é superior, pois como já vimos, eleva-se o risco de falência.

Porém, se o capital investido diminui, nesse caso o investidor dispõe de capital adicional para outras aplicações. Por outras palavras, pode diversificar a sua carteira de investimentos.

Vejamos então a situação em termos de risco da carteira.

Assumindo a relação existente entre a rentabilidade e o risco definida pelo C.A.P.M. (Modelo de Equilíbrio de Activos Financeiros), vemos que esta se verifica deste modo :

Quadro 6



Sendo R_f a rentabilidade de um activo sem risco e R_m a rentabilidade obtida por uma carteira bem diversificada que engloba as alternativas de aplicações no mercado.

Se o investidor tiver o seu investimento concentrado num negócio, o risco do seu investimento é igual ao risco do negócio (β) e a sua rentabilidade esperada será:

$$\beta (R_m - R_f) + R_f$$

Se repartir o seu investimento por vários negócios terá uma carteira cujo risco será:

$$\sum_i X_i \beta_i$$

em que :

X_i = valor investido no negócio i / total dos investimentos

e a rentabilidade total do investimento será :

$$\sum_i (X_i \beta_i (R_m - R_f) + R_f)$$

O que permite ao investidor facilmente ajustar o risco da sua carteira face a alterações verificadas nos diversos negócios , permitindo-lhe uma maior versatilidade e o "desenho" de uma carteira que , a todo o momento, traduza a sua aversão ao risco.

Em suma , o investidor consegue aumentar a sua rentabilidade global e atenuar o risco da sua carteira. Desta forma, a sua actuação enquanto agente económico racional será a de capitalizar o menos possível cada empresa em que participe e de diversificar em maior grau as suas aplicações.

3.3) Consequências para o mercado de capitais (Accões)

Como argumentámos acima, os detentores de capital da empresa, nomeadamente os que controlam o poder de decisão na empresa, não têm interesse directo na distribuição de dividendos. A sua lógica enquanto investidores preocupados com a optimização de longo prazo das suas aplicações condu-los a essa orientação.

Por outro lado, dadas as desvantagens do autofinanciamento a que aludimos a tendência será para não se interessarem por aumentos de capital por entrada de dinheiro fresco. Repare-se que, como vimos, tal aumento é-lhes inconveniente em termos das suas aplicações individuais, e, igualmente a entrada de novos sócios irá prejudicá-los pela diluição do controlo da empresa.

Temos assim que as empresas tenderão a recorrer pouco ao mercado de capitais como fonte de capitais próprios e a não pagar dividendos.

Uma situação deste tipo leva a que o investidor neste mercado saiba que o fluxo de rendimento que virá a auferir do seu investimento será diminuto, podendo esperar apenas o seu retorno real quando alienar as acções que adquiriu. O retorno advirá pois das mais valias na venda e não do fluxo de rendimentos.

Repare-se que esta situação é perfeitamente aceitável e mesmo benéfica economicamente para os investidores com

objectivos de controlo na empresa e para os investidores institucionais que pela sua dimensão podem ter carteiras diversificadas e basear-se em análises de longo prazo.

Repare-se ainda que a dimensão da carteira pode permitir criar um fluxo de rendimento através da realização de mais valias em venda de pequenos lotes de acções sem pôr em causa os valores investidos e a lógica financeira do investimento. De alguma forma, pode-se afirmar que o investidor institucional pode gerar um fluxo "fantasma" de dividendos realizando mais valias na medida, total ou parcial, do aumento do valor da sua carteira.

Em contrapartida, o pequeno investidor individual que queira canalizar as suas poupanças para o mercado e queira obter um fluxo de rendimentos, não o conseguirá obter de forma estável, a não ser fazendo uma gestão activa das mais valias de que irá auferindo. Porém, uma gestão deste tipo está geralmente para além da sua capacidade e mesmo do tempo que se dispõe a dedicar à análise e actuação no mercado (LINTNER, 1962). Se valorizarmos o tempo dispendido na gestão activa da sua carteira, o pequeno investidor fica inibido de uma actuação activa devido aos custos de transacção que teria de suportar.

A tendência será pois para o abandono do pequeno investidor que deseja a estabilidade do seu investimento. Este investidor tenderá a orientar-se para outras aplicações ou querendo manter-se no mercado optará por actuações mediatas,

como sejam os Fundos de Investimento Mobiliário.

Em suma , o mercado tenderá a ter como agentes apenas investidores institucionais ou aqueles que tenham desejo de controle e que, esporadicamente, protagonizem grandes operações financeiras com objectivos de controlo das empresas.

Nestas circunstâncias, o mercado torna-se não atomístico, surgem operadores com considerável impacte na formação das cotações e do volume de negócios. Por sua vez, estas características do mercado tornam-no mais volátil porque sujeito às actuações de escassos e determinados agentes no mercado, não inseridos numa miríade de pequenos investidores (GORDON , 1959)

Esta situação de alterações bruscas de cotações e volumes, leva ainda a potenciar o motivo especulação na actuação do mercado, exacerbando a tendência para considerar apenas as mais valias potenciais na decisão de investimento.

Por outro lado, a antecipação dessas mais valias passa a basear-se não na avaliação das empresas, mas sim no comportamento provável dos "market-makers".

Concluimos pois que a não distribuição de dividendos conduz a mercados accionistas mais voláteis, com menos agentes e em que predomina o motivo especulação baseado no conhecimento supostamente privilegiado do comportamento dos principais agentes no mercado.

4) Refutação da posição tradicional

Sinteticamente , vejamos como os quatro argumentos aduzidos se podem considerar intrinsecamente falaciosos.

A não distribuição de lucros robustece a estrutura financeira da empresa

O nosso argumento é que, à partida, as empresas não vão ser capitalizadas, porque os accionistas que detêm o controlo da empresa vão tentar optimizar a sua rentabilidade esperada de longo prazo . Para esse fim, e tendo em atenção a irrazoabilidade económica de distribuir lucros no futuro, vão optar por financiar a empresa com base no cash-flow gerado e não em entradas de capital. A lógica subjacente é a de que a própria rentabilidade do projecto irá originar o equilíbrio de longo prazo da estrutura financeira.

A consequência prática é a de empresas estruturalmente desequilibradas, pois os sucessivos investimentos, de substituição ou de expansão, vão repôr o o desequilíbrio financeiro assim que o cash-flow permite avançar para novos projectos sem exigir entradas de capital. Desta forma, a consequência generalizada é a das empresas em cada momento apresentarem "leverages" demasiado altas.

Em suma, cada empresa está em cada momento descapitalizada e os potenciais investidores têm acrescida liquidez derivada do não envolvimento financeiro directo nas empresas, o que nos conduz ao segundo argumento tradicional.

A não distribuição de lucros favorece o Investimento em detrimento do Consumo na economia

Este pressuposto tem muito de axioma ideológico, pois a sua confirmação empírica debate-se com graves problemas de classificação contabilística, empresarial e nacional.

O automóvel de luxo adquirido pela empresa para o seu gestor é Investimento e o mesmo bem adquirido pelo próprio é Consumo ? Ou a viagem do gestor paga pela empresa é custo de uma actividade produtiva e a mesma feita pelo próprio é mais uma vez mero consumo?

Na prática, o que empiricamente se assiste é a uma translação para os custos das empresas de boa parte das despesas de consumo mais significativos dos proprietários em posição de controlo e/ou seus gestores. Esta situação é particularmente verificável em situações em que as empresas apresentam lucros consideráveis.

Temos, pois, mais uma evidente distorsão causada por razões fiscais de tal forma que, objectivamente, leva o Estado a participar em despesas de Consumo que de outra forma seriam duplamente tributados.

Em suma, o argumento tradicional só colheria eventualmente no que respeita a pequenos accionistas, que serão efectivamente os que maior propensão ao consumo deverão apresentar. Porém, como também vimos, esses são afastados

do mercado pelo que o impacto que se pretenderia obter é negligenciável.

A distribuição de lucros favorece o poder económico dos detentores de capital

Como já vimos esta afirmação prende-se com a concepção errónea de que o poder de decisão está associado ao fluxo de riqueza. É, no entanto, óbvio que esse poder tem a ver com a capacidade de controlo das empresas e este deriva do stock de riqueza, o qual é aumentado pela apropriação dos benefícios fiscais concedidos aos lucros retidos.

Repare-se que ao não serem distribuídos lucros os pequenos accionistas são realmente obrigados a reinvestir o rendimento do seu capital na mesma empresa, logo aumentando o capital próprio disponível por quem a controla. Assim, e em consequência aquilo a que se assiste é a uma perda da liberdade de actuação por parte dos pequenos accionistas e a um reforço da posição do poder económico controlado pelos grandes accionistas.

A não distribuição de lucros impede que se acentuem as assimetrias na distribuição da riqueza

Mais uma vez a ilusão do fluxo esconde a realidade do stock. Esta ilusão é-o ainda mais pois como já vimos é fácil criar fluxos "fantasmas" através de alienações parciais que só são economicamente praticáveis pelos grandes accionistas.

A acrescentar temos ainda o facto de a apropriação das

vantagens fiscais ser feita na proporção do stock de riqueza o que leva a que o aumento desta seja proporcional qualquer que seja o nível de partida. Repare-se que esta situação diverge da que resulta da tributação mais generalizada a qual baseando-se em taxas progressivas contribui para efectivamente alterar a proporcionalidade da apropriação dos benefícios fiscais, fazendo com que os pequenos accionistas tenham vantagem, por menor imposição fiscal, em relação aos de maior dimensão (FELDSTEIN , 1988)

Em suma, a tributação dos dividendos tendo por consequência a sua minimização conduz a uma maior concentração de riqueza e de controlo do capital nas mãos dos maiores accionistas. Por outro lado, tem por consequência a não capitalização adequada das empresas, aumentando o seu risco de falência, enquanto é pouco claro o seu impacte sobre a proporção Consumo / Investimento, na Despesa Total.

5) Proposta de solução

5.1) Fundamentos da proposta

Face à argumentação aduzida preconiza-se que a tributação sobre as empresas e particulares não cause efeitos de enviezamento.

Para isso será necessário :

- a) Que o tratamento fiscal dado aos lucros não distribuídos não difira do aplicado aos novos capitais investidos na empresa.
- b) Que a tributação das mais valias seja equivalente à dos dividendos.
- c) Que o tratamento fiscal dos encargos financeiros seja equivalente ao dos lucros.

Várias soluções práticas conduzem a este efeito conjunto e terão de incluir a consideração como custo ou não de encargos financeiros e lucros, bem como a forma de tributar o receptor último dos fluxos assim gerados bem como os acréscimos de stock de riqueza. Problema que terá de ser sempre equacionado é a forma de avaliar ganhos potenciais, isto é, afinal a questão de como avaliar flutuações do stock de riqueza que não se baseiam na existência de fluxos.

Não entrando na discussão aprofundada das diversas formas de operacionalizar potenciais soluções, concentremo-nos apenas numa avaliando em seguida o seu mérito face à problemática discutida.

5.2) A Proposta

- A matéria colectável na empresa seria a que resultasse da dedução ao Lucro Económico dos encargos financeiros e de um montante que resultasse da aplicação ao montante de capitais próprios no início do exercício fiscal de uma taxa de remuneração que deveria ser igual ou superior à remuneração média dos capitais alheios permanentes (Empréstimos de médio e longo prazo) em vigor no mercado. A lógica de uma taxa superior radica-se no maior risco envolvido nas aplicações em capitais próprios versus aplicações em capital alheio das empresas.

- A tributação do lucro na empresa seria pois, e apenas, a tributação do lucro sobrenormal, isto é, o lucro que a empresa obtém derivado de situações conjunturais de mercado que lhe permitem uma remuneração acima da que resultaria de uma situação de equilíbrio. Teria, por conseguinte, um carácter residual.

- A tributação do investidor seria feita na fonte e apenas em função do que seria o seu rendimento caso os seus capitais fossem remunerados como capitais alheios.

- A tributação das mais valias realizadas seria idêntica à dos outros rendimentos de capital, sendo essa mais valia calculada em função do valor contabilístico ou do preço de aquisição real, caso fosse superior.

Um sistema deste tipo tornaria indiferente do ponto de vista

do investidor a tributação do rendimento proveniente de aplicações em capital próprio ou alheio da empresa, podendo ainda o Governo modular a atractividade fiscal de aplicações em capital próprio ao quantificar o diferencial de risco para fins de definição do lucro normal.

A tributação seria, pois, feita fundamentalmente no investidor e não na empresa que adquiriria um estatuto de transparência fiscal à excepção da parcela residual do lucro supranormal.

Finalmente, a mais valia a tributar seria apenas a que não tivesse já sido abrangida pela tributação do rendimento normal, logo aquela que deriva do potencial futuro do negócio ou de ganhos ocultos na empresa. Desta forma, o valor contabilístico da parte de propriedade vendida seria sempre o indicador mais adequado, embora houvesse que ter em conta o preço de aquisição do activo financeiro cuja alienação estivesse a ser tributada.

5.3) Objectivos atingidos

Em termos dos objectivos que tradicionalmente se apontam como fundamento da tributação de dividendos e que aqui assumimos como valorativamente aceitáveis, vejamos como este sistema tributário contribuiria para a sua prossecução

Em primeiro lugar, não haveria tendência para não capitalizar a empresa. Efectivamente uma mais pesada tributação do lucro supranormal, bem como um benefício quanto ao diferencial de risco para efeitos de cálculo da matéria coléctavel derivado do rendimento presumível do capital próprio, conduziria a uma situação em que o investidor não teria vantagem em reduzir o seu empate de capital, pois não só não ganharia fiscalmente, como diminuiria o risco da sua aplicação, além de que não prejudicaria a liquidez dos seus activos na medida em que futuras distribuições de dividendos não seriam tributadas.

Quanto ao segundo argumento, já verificámos a sua fragilidade e a sua falta de sustentação empírica. Aliás, um sistema como o preconizado favorece aplicações em capital próprio pelo que não se vislumbra que de qualquer forma contribuisse para aumentos de rendimento disponível ou de propensão ao consumo.

Em terceiro lugar, a capitalização das empresas obrigará a uma maior fixação dos capitais, desfavorecendo em consequência a facilidade de concentração do poder económico baseada em capitais alheios e em pequenos accionistas

condenados a reinvestir os lucros.

Finalmente, a justiça fiscal e logo a distribuição desejada da riqueza, seria mais conseguida, na medida em que o stock de riqueza seria a variável base da tributação. Repare-se que a modulação dessa justiça dependeria directamente daquilo que a Sociedade através das autoridades fiscais decidisse quanto à progressividade das taxas de imposto e não, como actualmente, dos "filtros fiscais" que as empresas efectivamente representam.

Para terminar, vejamos de forma simplificada um exemplo numérico comparativo dos dois sistemas de tributação, ignorando em qualquer dos casos a problemática das mais valias.

Quadro 7

Admitindo que os accionistas auferem um rendimento total que coloca os seus rendimentos marginais sujeitos à taxa marginal máxima de IRS.

Admitindo um capital próprio de 2000 u.m.=CP

Situação Actual

T1-Taxa de Imposto sobre lucros = 40%

T2-Taxa de imposto sobre dividendos = 25%

T3-Taxa marginal máxima de IRS = 40%

1) Com distribuição de resultados

teremos:

Lucro Economico	1000	LE
Enc. Financeiros	500	EF

Resultado liquido	500	$R1 = LE - EF$
IRC	200	$T1 * R1$
Resultado a distribuir	300	Rd
IRS	75	$Rd * T2$
Dividendos	225	$Rd - IRS$
Rent. cap. proprio	11.25%	

2) Sem distribuição de resultados

Resultado p. reinvestir	300
Rent. cap. proprio	15%

Situação Proposta

A situação será igual com ou sem distribuição de resultados

Definindo:

Rca- Taxa de juro do capital alheio=15%

Pr- Prémio de risco=5%

T4- Taxa de imposto sobre lucro sobrenormal=60%

teremos:

Lucro Economico	1000	
Enc. Financeiros	500	
Resultado liquido	500	
Lucro normal	400	$CP * (Rca + Pr)$
Lucro sobrenormal	100	Ls
IRS	120	$CP + Rca * T3$
IRC	60	$Ls * T4$
Dividendos ou Reinvest.	320	
Rent. cap. proprio	16%	

Nota : Aparentemente o Estado teria um decréscimo nas suas receitas no caso de implementação de uma solução com as

características da proposta apresentada . Mas de facto o montante de impostos que o Estado auferre na situação actual não é o apontado neste exemplo . Pois, dado que se pode deduzir à matéria colectável o valor dos lucros retidos e reinvestidos, a base de tributação será inferior, assim como o montante do imposto.

REFERENCIAS

- AHANORY, Joseph. JONES, Charles P. e SWARY, Itzhak : "An analysis of risk and return characteristics of corporate bankruptcy using capital market data" --The Journal of Finance vol. XXXV n94 Setembro 1980.
- AMERKAIL, Valerie L. SPOONER Gillian M. e SUNLEY, Emil M. : "The fall and rise of the U.S. corporate tax burden" --National Tax Journal vol. XLI n93 Setembro 1988
- CORDES, Joseph J. e SHEFFRIN, Steven : "Estimating the tax advantage of corporate debt" --The Journal of Finance vol. XXXVIII n21 Março 1983.
- DEVEREUX, Michael : "Corporation tax: the effect of the 1984 reforms on the incentive to invest" --Fiscal Studies vol. 9 n91 Fevereiro 1988.
- FELDSTEIN, Martin : "Imputing corporate tax liabilities to individual taxpayers" --National Tax Journal vol. XLI n91 Março 1988
- GANDOLFI, Arthur E. : "Inflation, taxation and interest rates" --The Journal of Finance vol. XXXVII n93 Junho 1982.
- GORDON, M. J. : "Dividends, earnings and stock prices" --The Review of Economics and Statistics vol. 41 n92 Maio 1959.

KIM, E. Han : "Miller's equilibrium, shareholder leverage clienteles and optimal capital structure" --The Journal of Finance vol.XXXVII n22 Maio 1982.

LINTNER, John : "Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations" --The Review of Economics and Statistics vol.XLIV n23 Agosto 1962.

LITZENBERGER, Robert H. e RAMASWAMY, Krishna : "The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices" -- Journal of Finance 7 1979

MILLER, Merton H. e SCHOLES, Myron S. : "Dividends and Taxes: some empirical evidence" --Journal of Political Economy vol.90 n26 Dezembro 1982.

MODIGLIANI, Franco : "Debt, dividend policy, taxes, inflation and market valuation" --The Journal of Finance vol.XXXVII n22 Maio 1982.

NADEAU, Serge. : "A model to measure the effects of taxes on the real and financial decisions of the firm" --National Tax Journal vol.XLI n24 Dezembro 1988.

REBELO, Sergio : "Optimização do controlo da evasão fiscal: O caso do imposto sobre o lucro das empresas" --Revista Economia vol.X n23 Outubro 1986.

NOTAS DE RODAPÉ

(a) Pag.7 E o caso da dedução dos lucros retidos e reinvestidos na legislação fiscal portuguesa.

(b) Pag.19 Especialmente no caso português em que os aumentos de capital são sujeitos a tributação e emolumentos vários, enquanto a retenção é alvo de benefícios fiscais.