



A POLÍTICA DE DIVIDENDOS COMO GERADORA DE ECONOMIA FISCAL E DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS: UMA PROPOSTA CRIATIVA

■ **Jairo Laser Procionoy**

Professor Assistente de Administração Financeira no PPGA/FCE/UFRGS, Doutorando na FEA/USP.

■ **Beatriz Trois Cunha Poli**

Economista pela FCE/UFRGS, Mestranda no PPGA/FCE/UFRGS.

* **RESUMO:** A fome fiscal do governo brasileiro tem sido reclamada constantemente pelo empresariado local. Apesar disso, e sabendo que a taxação dos dividendos não existe, ao mesmo tempo em que a sobre ganhos de capital foi instituída, podemos verificar que através da aplicação de uma política de dividendos criativa por parte das empresas é possível diminuir a carga tributária e, ao mesmo tempo, criar condições para o desenvolvimento do mercado de capitais. Além da obtenção da economia fiscal, os investidores das companhias abertas podem encontrar maior liquidez nas bolsas de

valores e a conseqüente valorização das suas ações. A viabilização desta política de dividendos é sugerida e discutida no presente trabalho.

* **PALAVRAS-CHAVE:** Dividendos, imposto de renda, Brasil.

* **ABSTRACT:** Local Brazilian businessmen, normally, complains about every time higher taxes. Due to no tax on dividends and high taxes on capital gains, we suggest an innovative dividend policy by the companies aiming to reduce taxation for investors and to create conditions to develop the Brazilian capital market. Investors will find higher liquidity in the stock markets and, as a consequence, better valuation for their shares. In this paper, we analyze the applicability of our suggestion for dividend policy.

* **KEY WORDS:** Dividends, taxation, Brazil.

INTRODUÇÃO

O Brasil é um país rico em oportunidades de negócios aos empresários, mas muito carente de poupanças e, até mesmo, de fontes de recursos de longo prazo. A carência de recursos, em conjunto com os riscos econômicos, é responsável pelo baixo ritmo de crescimento das empresas.

Ao construir a atual política tributária, com a não tributação dos dividendos e a tributação de ganhos de capital, o poder executivo criou uma oportunidade ímpar de, concomitantemente, uma possível redução da tributação para os investidores e de uma maior retenção da quantidade de recursos no mercado de capitais.

A nossa proposta, explicada ao longo deste artigo, demonstra que a "fome fiscal" do governo não é tão grande como imaginamos e, muitas vezes, cabe ao empresariado fazer do "limão uma limonada" usando a criatividade e utilizando estas possibilidades para financiar o crescimento de suas empresas.

Quando os dividendos são pagos, existe uma diminuição efetiva do caixa das empresas e, conseqüentemente, aparece a necessidade de buscar recursos para realizar os novos investimentos.

A decisão de pagamento de dividendos vai influenciar diretamente no ritmo de crescimento das empresas, pois, embora existam oportunidades, os recursos de longo prazo – dívida ou capital – são escassos e de difícil obtenção.

Por sua vez, o investidor pode realizar dois tipos de ganhos com seus investimentos em ações – os ganhos de capital e o recebimento de dividendos – que são tributáveis em formas distintas. A preferência do investidor recairá naquela que lhe maximizar o valor de sua ação.

Três teorias, a de Modigliani e Miller, a de Gordon e a Residual apresentam distintos enfoques para a decisão de pagar ou não dividendos e suas conseqüências sobre a valorização das ações no mercado secundário.

Todos os estudos feitos até o momento mostram que a tributação é um fator muito relevante na decisão de pagamento de dividendos e conseqüentemente na maximização da riqueza dos acionistas.

Após definir política de dividendos, revisar as teorias existentes, estudar as dis-

tintas formas de pagamento dos dividendos e examinar as influências da tributação sobre o mercado de capitais e a valorização das ações, nosso estudo propõe-se a verificar a influência da mudança (ocorrida depois do Plano Collor, de março de 1990) da legislação tributária sobre os dividendos e ganhos de capital auferidos em bolsas de valores, na decisão de distribuição dos lucros aos seus acionistas. Finalmente, fazemos uma sugestão da melhor política a ser tomada, apresentando um exemplo numérico e considerações sobre sua aplicabilidade.

Se, por um lado, os lucros retidos representam uma das importantes fontes para financiar os futuros investimentos, por outro, a distribuição dos mesmos representa o fluxo de caixa que cabe aos acionistas. Apesar da importância de ambos – dividendos e investimentos – estes fatores poderão ser conflitantes quando possuírem a mesma fonte de recursos.

O QUE É POLÍTICA DE DIVIDENDOS?

Política de dividendos é a decisão, por parte da gestão da empresa, entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros. Considerando apenas os fatores segurança e risco, o gestor privilegia a manutenção da posição de caixa, ou seja, prefere reter a distribuir. Segundo a teoria financeira¹, entretanto, como o objetivo principal deve ser a maximização da riqueza dos acionistas da empresa, o gestor terá que estabelecer, através da política de dividendos, a melhor combinação entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros. O ganho do acionista será resultante do pagamento em dinheiro de dividendos e do ganho de capital expresso pela valorização das ações em bolsa.

1. BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. The dividend controversy. *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill, 1988, 3 ed. p. 357-378.

Se, por um lado, os lucros retidos representam uma das importantes fontes para financiar os futuros investimentos, por outro, a distribuição dos mesmos representa o fluxo de caixa que cabe aos acionistas. Apesar da importância de ambos – dividendos e investimentos – estes fatores poderão ser conflitantes quando possuírem a mesma fonte de recursos².

Para Brealey e Myers³, não existe a concorrência pelos recursos quando os investimentos são estabelecidos anteriormente à distribuição dos lucros. A política de dividendos, segundo estes autores, é a transação entre retenção dos lucros de um lado, pagamento de dividendos e emissão de novas ações de outro. Neste caso, a distribuição de dividendos é independente da política de investimentos.

No entanto, para Van Horne⁴ dividendo é uma percentagem dos lucros que será distribuída, em dinheiro, aos acionistas. Este pagamento não pode ser feito através da emissão de novas ações. No momento da decisão de investimentos, haverá necessidade de caixa para a realização dos mesmos. Caso tenham sido pagos, serão necessárias novas fontes de recursos, o que torna a política de dividendos uma parte da política de financiamento.

Levy e Sarnat⁵ enfatizam que a empresa deve decidir sua política de dividendos junto com as estratégias de financiamento e de investimento, mesmo que para alguns donos do capital e administradores, os dividendos constituam apenas a porção não usada do lucro (recursos ociosos) que está à disposição do investidor.

Segundo Altman⁶, é uma visão errônea considerar a política de dividendos como um simples aspecto técnico-financeiro, não levando em conta a empresa como um todo. Caso considere-se o dividendo uma aplicação de fundos como outra qualquer, ele não é valorizado com a devida relevância.

No Brasil, conforme a Lei nº 6.404/76, capítulo XVI, seção III, os acionistas votantes de uma sociedade anônima reunidos em Assembleia Geral Ordinária (AGO) são soberanos para decidir a destinação dos lucros do exercício social⁷.

Nesta assembléia, o voto majoritário definirá o montante a ser pago na forma de dividendos, deixando a cargo da diretoria a sua implementação operacional.

AS TEORIAS SOBRE DIVIDENDOS

Existem muitos estudos sobre a política de dividendos, mas ainda não houve um consenso sobre a sua relevância ou não na valorização da firma. Tal fato deu origem ao surgimento de duas escolas: a Escola do Mercado Perfeito - Teoria M & M -, e a Escola do Mercado Imperfeito - Teorias de Gordon e a Residual⁸.

A teoria de Modigliani e Miller⁹ defende a hipótese de que o pagamento dos dividendos não afeta o valor da firma e a riqueza total de seus acionistas. Eles declaram que o valor da firma é determinado pela política de investimentos e pelo retorno proporcionado por seus ativos. Conseqüentemente, os investidores são indiferentes quanto à origem de seus lucros, sejam eles em dividendos ou em ganhos de capital na valorização das suas ações.

A teoria de Gordon¹⁰ parte da hipótese de que o valor de uma ação é uma função das expectativas futuras do pagamento de dividendos, ou seja, é igual ao valor presente dos infinitos fluxos futuros de dividendos, descontados a uma taxa compatível com o mercado e com o seu risco, a serem recebidos pelo proprietário. Os dividendos representam dinheiro no momento de seu recebimento e, portanto, menor risco, sendo seu recebimento preferível à expectativa futura de ganhos de capital. Assim, os acionistas preferirão receber os dividendos a eventuais ganhos de capital no futuro.

A segunda teoria da escola do mercado imperfeito, a teoria residual, propõe o pagamento dos dividendos como um resíduo do lucro após a decisão ótima de investimentos, ou seja, a empresa irá pagar dividendos somente quando não existir possibilidade de realizar um investimento com retorno ótimo e risco compatível para maximizar a riqueza de seus acionistas. Neste caso, os ganhos de capital serão preferidos ao recebimento de dividendos.

2. WESTON, Fred J.; COPELAND, Thomas E. Dividend Policy. *Managerial finance*, New York: CBS College Publishing, 1986, 8 ed., p. 645-688.

3. BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart, C. Op. cit.

4. VAN HORNE, James C. Política de dividendos e lucros retidos. *Fundamentos de administração financeira*, Rio de Janeiro: Prentice Hall do Brasil, 1984, p. 323-344.

5. LEVY, Haim; SARNAT, Marshall. Dividend policy. *Principles of financial management*. New Jersey: Prentice-Hall, 1988, p. 407-421.

6. ALTMAN, Edward I. *Handbook of corporate finance*. New York: John Wiley & Sons, 1986, cap. 13, p. 1-33.

7. BRASIL, Lei nº 6.404. Dispõe sobre as sociedades por ações, 7 de dezembro de 1976.

8. SCHALL, Lawrence D.; HALEY, Charles W. Dividend policy and retained earnings. *Introduction to financial management*. New York: McGraw-Hill, 1988, 5 ed. p. 365-389.

9. MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business of the University of Chicago*. Chicago, v. 34, nº 4, p. 411-433, 1961.

10. GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, v. 28, nº 2, p. 264-272, 1963.

O VALOR INFORMATIVO E O EFEITO CLIENTELA

As três teorias mencionadas anteriormente, apesar de serem divergentes, reconhecem a existência de dois fatores relevantes no relacionamento entre os dividendos e os investidores:

- os dividendos, num mercado com incerteza, possuem valor informativo (*Informational Content of Dividends*), ou seja, eles são uma fonte de informações para o investidor sobre a rentabilidade futura da firma. O seu pagamento, ou não, e a quantia a ser paga, irão influenciar na valorização das ações no mercado;
- as empresas procuram definir suas políticas de dividendos, avaliando as possíveis preferências de seus acionistas, e estes buscam empresas que satisfaçam seus anseios, chamando isto de "efeito clientela"¹¹. Investidores que desejam receber altos valores de dividendos irão procurar empresas que atendam suas vontades, não realizando, então, ganhos de capital. O mesmo acontecerá com investidores desejosos de ganhos de capital.

FORMAS DE DISTRIBUIÇÃO DOS LUCROS

Há diversas maneiras de distribuir lucros, podendo ser classificadas em: pagamento em dinheiro (*cash dividend*), bonificação, *split* e recompra de ações. Estas formas de distribuição do lucro são diferentes versões de repassar aos investidores parte do lucro do negócio, ora em dinheiro, ora aumentando o preço da ação no mercado e, conseqüentemente, gerando ganhos de capital.

O pagamento em dinheiro (*cash dividend*) representa uma distribuição dos lucros em dinheiro por parte da empresa, no momento de seu pagamento, para os detentores de suas ações. Esta modalidade é conhecida como pagamento de dividendos.

A bonificação é a distribuição de novas ações aos acionistas da empresa pela transferência de parte dos lucros acumulados para a conta de capital¹². Tal transação não altera o valor nominal das ações da empresa nem o total de seus ativos.

Ela pode ser um indicativo da expectativa de bons resultados futuros para a empresa por parte de seus acionistas.

Segundo a maioria dos autores, este tipo de distribuição não altera a riqueza dos acionistas, uma vez que o preço das ações, na bolsa de valores, decresce na mesma proporção que a distribuição das novas ações¹³. Entretanto, Wodridge, Foster e Wickrey¹⁴ verificaram um efeito positivo de 5,89% no preço das ações, em uma amostra de 84 bonificações, não havendo nenhum outro anúncio de qual-

O acionista, ao vender suas ações por um preço superior, estará realizando um ganho de capital. Quando não houver diferença na tributação entre o recebimento de dividendos e ganhos de capital, o valor da diferença entre o preço da ação antes da recompra e após sua realização deverá ser igual ao dividendo que fosse pago.

quer evento significativo. Grinblatt, Masulis e Titman¹⁵ fizeram um estudo semelhante em uma amostra de 382 bonificações, onde obtiveram um retorno significativo de 4,9%, concluindo, assim, que a bonificação é um fator que afeta favoravelmente o valor de mercado das ações da firma.

O *split* (desdobramento) pode ser definido como o aumento no número de ações com uma redução proporcional do valor nominal das ações, sem alterar o valor total dos ativos e do patrimônio líquido contábil das empresas¹⁶. Para a maioria dos autores o *split* tem as mesmas vantagens da bonificação. No entanto, para Levy e Sarnat¹⁷, a bonificação, ao contrário do desdobramento, é um sinal de possibilidade de aumento dos dividendos futuros quando estes forem vinculados ao valor nominal unitário ou ao número de ações existentes.

11. ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal stockholders tax rates and the clientele effect. *Journal of Economics and Statistics*, p. 68-74, fevereiro 1970, foram os primeiros a testar o "efeito clientela". BRITO, Ney Roberto Ottoni de; RIETTI, Ricardo. Efeito clientela, níveis marginais de taxaço e eficiência: o caso de dividendos no mercado acionário brasileiro. *Revista de Administração*, v. 16, nº 1, jan/mar. 1981, p. 33-46 testaram o "efeito clientela" no mercado brasileiro, não encontrando entretanto, nenhuma evidência que sustentasse sua existência.

12. WESTON, Fred. J.; COPELAND, Thomas E. Op. cit.

13. BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Op. cit.

14. WODRIDGE, Foster; WICKREY, apud WESTON, Fred J.; COPELAND, Thomas E. Op. cit.

15. GRIMBLATT, M., MASULIS, R.; TITMAN, S. The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of financial economics*, p. 461-490, dez. 1984.

16. ALTMAN, Edward I. Op. cit.

17. LEVY, Haim; SARNAT, Marshall. Op. cit.

Segundo Brealey e Myers¹⁸ e Levy e Sarnat¹⁹ a recompra de ações é uma das formas de distribuir os lucros em dinheiro, pois proporciona um aumento no preço da ação em decorrência da maior procura para uma oferta constante deste investimento.

O acionista, ao vender suas ações por um preço superior, estará realizando um ganho de capital. Quando não houver diferença na tributação entre o recebimento de dividendos e ganhos de capital, o valor da diferença entre o preço da ação antes da recompra e após sua realização deverá ser igual ao dividendo que fosse pago.

Os autores propõem uma estratégia na qual o investidor que possuísse uma empresa cujo ativo fosse uma carteira formada por ações deveria combinar a mesma em debêntures.

OS DIVIDENDOS E A TRIBUTAÇÃO

Embora o investidor possa ter preferências por receber dividendos ou por auferir ganhos de capital, ele irá procurar uma empresa cuja ação lhe possibilite maiores ganhos líquidos após a tributação.

As três teorias sugerem que quando a tributação sobre ganhos de capital for menor do que a sobre dividendos, o investidor procurará adquirir ações com alta valorização e baixos dividendos. E caso a tributação sobre dividendos for menor que a sobre ganhos de capital, o investidor irá procurar investir em companhias pagadoras de altos volumes de dividendos.

Estas teorias lembram que a maioria dos investidores do mercado de ações é constituída por fundos de pensão ou pessoas jurídicas que não possuem diferença de tributação entre dividendos e ganhos de capital. Miller e Modigliani²⁰ lembram que o imposto de renda pessoal seria o

único fator que possivelmente interferisse na política de dividendos. Por estas razões, a política de dividendos continuaria irrelevante para grande parte dos participantes do mercado de capitais.

Michaely²¹ examinou os preços das ações no entorno do primeiro dia de pregão ex-dividendo no mercado norte-americano, quando da redução da diferença de tratamento dado à tributação de ganhos de capital e de dividendos para os investidores de longo prazo em 1976, 1977 e 1978, verificando que estes acionistas pouco influenciaram na formação do preço das ações naquele momento. Isto é consistente com a pouca importância da tributação na política de dividendos.

Miller e Scholes²² argumentam que a aplicação de estratégias para evitar estes impostos acaba reduzindo a importância da tributação sobre os dividendos pagos. Os autores propõem uma estratégia na qual o investidor que possuísse uma empresa cujo ativo fosse uma carteira formada por ações deveria combinar a mesma em debêntures. Neste caso, o pagamento dos juros desta dívida, que é a despesa dedutível na empresa, compensaria a receita tributável obtida com dividendos. Quando o montante de juros pagos na dívida for igual aos ganhos tributáveis auferidos no recebimento dos dividendos, a despesa gerada pelo primeiro seria igual a receita gerada pelo segundo, então, as duas posições tributárias se anulam mutuamente e, conseqüentemente, zerariam o pagamento do imposto final. Assim, a tributação sobre o ganho oriundo dos dividendos é eliminada pela despesa gerada pelos juros do endividamento.

Entretanto, Elton e Gruber²³ verificaram que quando a tributação sobre dividendos é maior que a sobre ganhos de capital, o acionista espera receber pequena percentagem em forma de dividendos e altas percentagens em forma de ganhos de capital, aumentando com isto o seu ganho líquido final.

Recentemente, Ang, Blackwell e Megginson²⁴ fizeram um estudo em firmas britânicas, no período de 1969 a 1982, durante o qual houve duas alterações na política tributária do país. Estes autores constataram que em períodos onde a tributação favorecia ganhos de capital, as ações eram vendidas com um prêmio.

18. BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Op. cit.

19. LEVY, Haim; SARNAT, Marshall. Op. cit.

20. MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Op. cit.

21. MICHAELY, Roni. Ex-dividend day stock price behaviour: the case of the 1986 tax reform act. *Journal of Finance*, v. 46, nº 3, p. 845-859, 1991.

22. MILLER, Merton; SHOLES, M. Dividends and taxes: some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, dez. 1992, p. 1118-1141.

23. ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Op. cit.

24. ANG, James S.; BLACKWELL, David W.; MEGGINSON, William L. The Effect of taxes on the relative valuation of dividends and capital gains: evidence from dual-class british investment trust. *Journal of Finance*, v. 46, nº 1, p. 383-399, 1991.

No caso contrário, ou seja, quando a tributação por dividendo em dinheiro era menor, as ações eram vendidas com um desconto. Após 1975, quando a diferença tributária foi eliminada, foi verificado que os investidores tinham preferência por ações que pagam bons dividendos.

Para reforçar o grupo de defensores da influência da tributação sobre o preço das ações, Amoako-Adu, Rashid e Stebbins²⁵ estudaram a introdução e posterior redução dos incentivos fiscais para ganhos de capital no Canadá, respectivamente nos anos 1985 e 1987. Os autores concluíram que, apesar da existência de mecanismos legais que poderiam evitar esta tributação, modificações na legislação tributária de ganhos de capital influenciam o preço das ações.

Além dos efeitos sobre os próprios investidores, a tributação sobre dividendos ou ganhos de capital apresenta efeitos na formação de capital de risco. Brito²⁶ ao examinar as características da formação de capital de risco no Brasil e em sete países desenvolvidos (Estados Unidos, Japão, França, Reino Unido, Itália, Alemanha e Canadá) no período de 1975 a 1983, encontrou que os efeitos da tributação bilateral²⁷ de ganhos de capital de operações em ações em bolsas de valores seriam negativos, mas os efeitos da tributação unilateral seriam catastróficos para a formação de capital de risco. Mais ainda, os estudos revelaram que a tributação bilateral deveria descontar a inflação, pois, caso contrário, ela seria socialmente injusta por tributar a manutenção do poder de compra da moeda em momentos econômicos inflacionários.

A TRIBUTAÇÃO ATUAL NO BRASIL

Na legislação em vigor encontramos duas diferentes tributações que irão influenciar diretamente na política de dividendos das empresas.

A primeira delas é a total inexistência de qualquer imposto sobre dividendos para pessoas físicas, jurídicas, fundos mútuos de investimentos e fundos de pensão, ou sobre o lucro a distribuir para as empresas pagadoras destes valores, conforme a Lei nº 8.383/91²⁸ no seu artigo 75. Exceção deve ser feita, dentro da mesma Lei, artigo 77, segundo o qual os

não residentes no país devem ser tributados em 15%, com retenção na fonte²⁹.

A segunda tributação é definida como tributação sobre ganhos auferidos em operações realizadas em bolsas de valores, de futuros, de mercadorias e instituições assemelhadas. Nesta, os ganhos de capital devem ser tributados pela diferença entre a compra corrigida monetariamente e a venda. A apuração destes resultados deve ser mensal, com o pagamento no mês seguinte ao ocorrido e no montante de 25%³⁰.

***A tributação bilateral
deveria descontar a inflação,
pois, caso contrário, ela seria
socialmente injusta por tributar
a manutenção do poder de
compra da moeda em
momentos econômicos
inflacionários.***

É muito importante notar-se que não existe a bitributação dos dividendos. O lucro obtido pela empresa cujas fontes de recursos são ações não é tributado nos resultados auferidos por esta empresa, como ocorria na vigência da legislação anterior.

Cabe lembrar que para as empresas que realizarem ganhos de capital com ações, oriundos de participações temporárias, este imposto é definitivo, não podendo ser compensado em momento futuro quando da apuração do lucro real, presumido ou arbitrado. No caso de alienação de participações até então permanentes, ou permanecendo por mais tempo que o término do ano civil seguinte ao da aquisição, a tributação existirá, mas deverá ser feita dentro do critério de apuração do lucro tributável da empresa.

Para acionistas pessoas jurídicas, quando da alienação de participações até então permanentes, poderá acarretar um acréscimo ou decréscimo do valor a ser tributado em relação aos 25% fixados

25. AMOAKO-ADU, Ben, RASHID, M.; STEBBINS, M. Capital gains tax and equity values: empirical test of stock price reaction to the introduction and reduction of capital gains tax exemption. *Journal of Banking and Finance*, v. 16, p. 275-287, 1992.

26. BRITO, Ney Roberto Ottoni de. Tributação e formação de capital de risco. *Gestão de Investimentos*. São Paulo: UFRJ-Atlas, 1989, p. 43-60.

27. Tributação bilateral é aquela onde os resultados positivos geram um débito e os negativos geram um crédito fiscal. A unilateral é aquela onde os resultados positivos geram um débito fiscal, mas os negativos não podem ser compensados.

28. BRASIL, Lei nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991.

29. O imposto sobre lucros a distribuir (ILL), foi regido pela Lei nº 7.713, de 22 de dezembro de 1988, e Instrução Normativa nº 139 da Secretaria da Receita Federal, de 22 de de 1989, que determinavam às pessoas jurídicas o recolhimento de 8% de seus lucros líquidos apurados no encerramento do período-base. Entretanto, o ILL foi revogado a partir do exercício 92, ano-base 93, conforme Lei nº 8.383/91.

30. Esta tributação está baseada na Lei nº 8.014, de 6 de abril de 1990, Lei nº 8.314, de 27 de dezembro de 1990 e Lei nº 8.541, de 24 de dezembro de 1992.

pela Lei nº 8.541/92, Seção V, artigo 29, dependendo do regime tributário que está sendo utilizado.

Caso a empresa utilize-se da tributação por lucro real, o ganho de capital deverá ser submetido à tributação no balanço de resultados da empresa, caso seja lucrativa, a uma alíquota escalonada de 35% até 45%.

A sugestão apresentada baseia-se na expectativa de que os administradores das empresas, bem como os investidores do mercado de capitais, têm atitudes racionais na gestão de seus recursos. Eles buscam o maior retorno possível para o mesmo nível de risco incorrido, ou seja, a economia fiscal será buscada como forma de maximizar a riqueza dos acionistas.

Conforme Ness Jr.³¹, este sistema de tributação ocasionará a preferência pelo pagamento de dividendos, ao invés de sujeitar o acionista ao pagamento de imposto sobre ganhos de capital. Isto pode ocasionar a diminuição do reinvestimento dos lucros e, conseqüentemente, a redução do ritmo de crescimento das empresas, ou, ainda um maior endividamento como alternativa para financiar os investimentos desejados, uma vez que a dívida goza do benefício fiscal da dedutibilidade de juros como despesa.

UMA SUGESTÃO DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS PARA O MOMENTO ATUAL

Tendo em vista as diversas teorias de políticas de dividendos e a legislação fiscal em vigor no país, podemos afirmar que é indiferente a quantia a ser paga de dividendos, do mínimo legal³² de 25% até 100% do lucro do exercício, porque todo o lucro passível de distribuição não é tribu-

tado, independentemente da quantia distribuída de fato.

O recebimento de dividendos é mais vantajoso que os ganhos de capital a serem auferidos pelos acionistas, pois todo e qualquer ganho de capital é tributado, no mínimo, em 25%.

Uma sugestão que nos parece interessante, neste momento, é o pagamento máximo possível de dividendos, mas, ao mesmo tempo, que a empresa realize uma emissão particular de ações com o objetivo de se recapitalizar e fazer frente aos seus desejos de investimentos e manutenção dos níveis de risco financeiro. Isto poderá reduzir a tributação sobre ganhos de capital para os investidores pessoas físicas, pessoas jurídicas e fundos de investimentos.

A sugestão apresentada baseia-se na expectativa de que os administradores das empresas, bem como os investidores do mercado de capitais, têm atitudes racionais na gestão de seus recursos. Eles buscam o maior retorno possível para o mesmo nível de risco incorrido, ou seja, a economia fiscal será buscada como forma de maximizar a riqueza dos acionistas.

Esta sugestão não apresenta nenhum ganho direto para a empresa pagadora dos dividendos, pois a sua carga tributária não será alterada. Entretanto, ao reduzir a carga tributária de seus papéis e, conseqüentemente, o preço destes nas bolsas de valores.

Os custos adicionais atribuídos à empresa pagadora para pôr em prática nossa sugestão, serão o de uma emissão particular de ações, que se resume na publicação de atas e avisos societários, e do custo financeiro entre a data de pagamento dos dividendos e da integralização das ações a serem subscritas.

A possibilidade de aumento de preço das ações em bolsa é explicada por Amihud e Mendelson³³, ao fazer o estudo das conseqüências sobre o preço da maior liquidez destes ativos financeiros. Então, neste caso, teríamos um benefício direto para as empresas e todos seus acionistas. Os acionistas teriam um aumento nos seus fluxos líquido de recursos ocasionando um aumento no preço das ações. As empresas passariam a ter um custo de capital reduzido como conseqüência do aumento do preço das ações.

31. NESS Jr., Walter Lee. Preparativos necessários para a tributação de ganhos de capital obtidos no mercado à vista em bolsas de valores. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, v. 16, n. 42, p. 47-60, 1991.

32. O dividendo mínimo está regulado pela Lei nº 6.404/76, artigo 202, parágrafo 2º.

33. AMIHU, Yakov; MENDELSON, Haim. Liquidity, asset prices and financial policy. *Financial Analysts Journal*, nov. dez. 1991, p. 56-66.

EXEMPLO NUMÉRICO

Para efeitos deste exemplo, tomaremos valores reais da moeda sem considerarmos qualquer processo inflacionário.

O preço atual da ação preferencial da companhia ABC é de \$ 120, e o Sr. João a comprou por \$ 70, há dois meses.

A ABC obteve, por ação, um lucro passível de distribuição, de \$ 40, neste exercício social. Esta empresa pode agir de duas formas distintas:

1. distribuir o dividendo com o pagamento mínimo legal de \$ 10; ou
2. pagar \$ 40 de dividendos e fazer uma emissão particular de ações no valor de \$ 30, com 100% de direito de preferência.

Para a primeira hipótese teremos os seguintes custos e ganhos líquidos:

Dividendo distribuído = \$ 10

Preço da ação após a distribuição = \$ 120 (preço com) - \$ 10 (dividendo) = \$ 110

Ao vender a ação o investidor realizará um ganho bruto de capital = \$ 110 (preço ex) - \$ 70 (custo aquisição) = \$ 40

Imposto sobre ganho de capital = 25% de \$ 40 = \$ 10

Ganho líquido de capital \$ 40 (ganho bruto de capital) - \$ 10 (IR) = \$ 30

Ganho líquido para o investidor = \$ 10 (dividendos) + \$ 30 (ganho líquido de capital) = \$ 40

Totais de impostos pagos = \$ 10 (IR ganho de capital)

Saída total de caixa para a empresa = \$ 10 (dividendo)

Para a realização de nossa sugestão, expressa pela segunda hipótese, teremos os seguintes valores:

Dividendo distribuído = \$ 40

Preço da ação após a distribuição = \$ 120 (preço com) - \$ 40 (dividendo) = \$ 80

Chamada de capital, 100% de direito de preferência = \$ 30

Cada acionista passou a ter 2 ações, cujo valor total ajustado será =

= \$ 80 (valor após distribuição) + \$ 30 (valor de subscrição) = \$ 110

Caso o investidor venda as ações realizará um lucro =

= \$ 110 - { \$ 70 (custo original de aquisição) + \$ 30 (subscrição) } = \$ 10

Imposto sobre ganho de capital = 25% de \$ 10 = \$ 2,5

Ganho líquido de capital = \$ 10 (ganho de capital) - \$ 2,5 (IR) = \$ 7,5

Ganho líquido para o investidor = \$ 40 (dividendo) + \$ 7,5 (ganho líquido de capital) = \$ 47,5

Totais de impostos pagos = \$ 2,5 (IR ganho de capital)

Saída total de caixa para a empresa = { \$ 40 (dividendo) - \$ 30 (subscrição) } = \$ 10

Quadro Resumo

	Dividendos \$	Ganhos Líquidos	IR Pagos	Caixa Empresa
Hipótese 1	10	40	10	10
Hipótese 2	40	47,5	2,5	10

Podemos concluir que, caso seja tomada a hipótese 2, haverá uma transferência de recursos no valor de \$ 7,5, do total de impostos pagos para os ganhos líquidos dos acionistas, no caso Sr. João. Este ganho é um incremento de 18,75% sobre o que eventualmente seria recebido pelos acionistas na hipótese 1.

Cabe lembrar que estas diferenças poderão sofrer alterações caso sejam modificadas as quantias relativas pagas na forma de dividendos, e no percentual e valor da emissão privada de ações. Essa possibilidade, entretanto, não contraria a evidência dos ganhos constatados na aplicação de nossa proposta.

OBSERVAÇÕES COMPLEMENTARES

Esta sugestão não apresenta ganhos adicionais imediatos para os controladores, pois imaginamos que eles não são vendedores nem compradores de posições acionárias nas suas empresas, portanto não realizarão ganhos de capital. Mas é importante verificarmos que tampouco terão prejuízos.

O ganho de capital poderá acontecer quando o controle for vendido, mas não o estamos considerando por se tratar de uma operação eventual. Mesmo assim, nossa proposta irá representar um imposto menor sobre ganhos de capital quando isto ocorrer.

Os benefícios são reais e mensuráveis, para os acionistas que desejem ficar períodos menores com as ações, sem gerar prejuízos para as empresas ou para outros investidores.

Poderemos ter um aumento da base acionária das empresas que decidirem pagar maiores volumes de dividendos, pois atrairá maior número de investidores pessoas físicas. Ou seja, havendo uma transferência líquida de recursos da tributação (IR sobre ganhos de capital) para os investidores do mercado de ações, poderíamos afirmar que os preços das ações tenderiam a elevar-se atingindo patamares superiores aos atuais e, como conseqüência, aumentando a liquidez do mercado e a riqueza dos acionistas.

Devemos ter em mente que o pagamento de maior volume de dividendos deve ser secundário à situação econômica da empresa, presente e futura, pois sua sobrevivência é prioritária à economia fiscal a ser obtida, uma vez que a companhia não obtém benefícios diretos.

A emissão particular de ações é utilizada, neste caso, como instrumento de recapitalização da empresa, onde esta buscará a parte dos recursos que pagou como dividendos, mas que necessita para realizar investimentos, novos ou em andamento, ou ainda, como recomposição da situação financeira. Os custos deste tipo de emissão são irrisórios, sendo restritos a publicações legais e custos de arquivamento dos atos societários na junta de comércio local. Por outro lado,

uma emissão pública requer os mesmos custos da emissão particular acrescidos dos custos de registro junto a CVM e as comissões de liderança, garantia e colocação cobrados pelos banqueiros que pode atingir de 8 a 10% sobre o montante emitido. Ou seja, os custos de uma emissão particular não são em nada comparáveis aos para uma emissão pública.

O preço de emissão na colocação privada deve ser atrativo em relação ao preço vigente em bolsa, pois isto garantirá a não existência de sobras. Até mesmo, caso existam, seriam facilmente absorvidas num rateio de sobras entre os subscritores que desejassem aumentar suas participações relativas na empresa.

Os acionistas que não desejassem subscrever, seriam diluídos, o que não aconteceria com os demais, que ao subscreverem seus direitos de preferência manteriam suas posições acionárias relativas nas empresas. A não subscrição por parte dos atuais acionistas representaria uma perda real e uma diluição nas suas participações relativas do capital da empresa. Para os subscritores, seria uma transferência líquida positiva de riqueza ao aumentarem suas participações relativas no capital da empresa a preços unitários das ações muito baixos.

APLICABILIDADE DA PROPOSTA

As teorias de Miller e Modigliani, de Gordon e a do Valor Residual, quando trazidas à realidade, apresentam a influência da tributação e a necessidade de a gestão da empresa buscar a melhor forma, para ela e para seus acionistas, de distribuir os lucros. O importante é o ganho líquido a ser auferido pelos investidores. A tributação passa a ser um elemento diferenciador entre a preferência por dividendos ou por ganhos de capital.

Dentro da atual legislação tributária no país, a adoção por parte da empresa de formas alternativas de política de dividendos como recompra de ações, ou atitudes tais como *split* e bonificações, podem aumentar sensivelmente a tributação de seus investidores, por aumentar os ganhos de capital, às vezes tornando negativo o resultado líquido.

Ao verificarmos a péssima situação patrimonial vigente nas companhias no exercício social de 1991, o alto número de prejuízos nos resultados e a conseqüente tendência de pagamento mínimo possível de dividendos por parte dos gestores, verificamos que a estratégia proposta não foi colocada em prática.

Entretanto, empresas como Mesbla, Caemi, Bradesco, Metalúrgica Gerdau, Siderúrgica Riograndense e Cosígua auferiram lucros e, ao mesmo tempo em que pagaram dividendos, fizeram chamadas públicas para aumento do capital.

Então, podemos inferir que estas empresas utilizaram-se, criativamente, das modificações na legislação tributária após o Plano Collor, março de 1990, para reduzir a tributação de seus investidores e ajudar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

CONCLUSÕES

Esta operacionalização de uma política de dividendos para as empresas aumenta o montante, em dinheiro, a ser pago como dividendos aos acionistas e a subseqüente realização de uma emissão particular de ações como alternativa real para as empresas e para o mercado de capitais, quando se objetiva a maior retenção de recursos neste mercado. Isto resultaria na conseqüente formação do mercado de ações como fonte de capital de risco para as empresas e no seu tão desejado desenvolvimento.

Aquelas empresas que se utilizarem da política de dividendos proposta deverão obter um incremento real nos preços de suas ações negociadas em bolsas de valores. Os investidores buscarão ações que lhes possibilite um ganho líquido maior, resultado de uma economia fiscal programada. O efeito cliente-la aparece dentro desta nova roupagem. Então, poderíamos afirmar que a política de dividendos é relevante e maximiza o valor da empresa.

Com este artigo, pretendemos divulgar amplamente a sugestão apresentada, proporcionando, assim, maiores oportunidades para a sua utilização. Esperamos que o governo mantenha a sua política fiscal no que tange aos dividen-

dos e ganhos de capital, incentivando o crescimento do mercado de capitais.

Ao verificarmos que o governo federal modifica a legislação tributária relativa ao mercado de ações e às empresas abertas (IR, Leis 7713/88 e 8383/91), sabemos que a proposta apresentada tem um alto risco de perecibilidade, seu valor existe até a próxima modificação que vier a ser implantada. Mas, todavia, a criatividade e inovação, que são as lógicas básicas deste trabalho, permanecem

*Empresas como
Mesbla, Caemi, Bradesco,
Metalúrgica Gerdau, Siderúrgica
Riograndense e Cosígua
auferiram lucros e, ao mesmo
tempo em que pagaram
dividendos, fizeram chamadas
públicas para aumento
do capital.*

e devem servir de estímulo para novas propostas dentro das eventuais modificações. A redução dos impostos incidentes deve ser buscada constantemente dentro do objetivo primordial de desenvolvimento do mercado de capitais como um todo.

Num futuro próximo, este trabalho terá continuidade com o objetivo de examinar a racionalidade das decisões nas Assembléias Gerais Ordinárias das Companhias Abertas, cujas ações são negociadas em bolsas de valores. Estudaremos as atitudes tomadas pelos controladores/gestores para diminuir a carga tributária sobre seus acionistas e possibilitar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Deveremos estudar, também, o efeito clientela e a valorização das ações quando compararmos dois grupos de empresas, um que seguiu a proposta apresentada e outro que não o fez. □