

A fiscalidade e a política de dividendos das sociedades (*)

António Martins (**)

1 — Introdução

A política de dividendos das sociedades é influenciada por numerosos factores¹, pretendendo o presente artigo abordar a influência da fiscalidade nessa política. Se os rendimentos que afluem ao património dos sócios em resultado dos lucros societários — dividendos e mais-valias² — forem tributados de igual maneira, a fiscalidade não afecta a proporção dos lucros distribuídos; mas já o mesmo não se passa no caso de o sistema tributário tratar diferentemente esses rendimentos.

A nossa análise da influência da fiscalidade na política de dividendos começará pela exposição do modelo de Modigliani e Miller, o qual conclui pela irrelevância desta política. No entanto, as hipóteses subjacentes ao modelo tornam-no dificilmente aplicável, uma vez que, entre outras condições limitativas, excluem a tributação. Assim, analisaremos depois as principais proposições teóricas que existem na literatura da especialidade sobre a influência da fiscalidade na política de dividendos. Em seguida, descrever-se-ão as principais conclusões de alguns dos mais importantes estudos empíricos sobre a questão.

Porque os estudos teóricos e empíricos se centram nos países anglo-saxónicos — nomeadamente Estados Unidos e Reino Unido —, veremos em seguida o tratamento que em Portugal é actualmente concedido aos dividendos e mais-valias de acções, com o fim de averiguar, sempre em sede teórica, de que maneira o sistema fiscal condiciona a política de dividendos das empresas.

2 — O modelo de Modigliani e Miller: a irrelevância dos dividendos

Franco Modigliani e Merton Miller — doravante designados por MM — são conhecidos, entre outras importantes contribuições no domínio da teoria financeira, pela defesa da tese da irrelevância da política de dividendos enquanto factor de valorização das sociedades³.

As hipóteses subjacentes ao modelo de MM (1961) são as seguintes:

- i) Existe um mercado de capitais perfeito;
- ii) Não se admite a existência de impostos;
- iii) A política de investimento das sociedades é fixa;
- iv) Não se consideram custos de admissão à cotação das acções emitidas pelas sociedades.

(*) Agradeço ao Dr. J. Xavier de Basto e ao Doutor Rogério Ferreira a leitura crítica de uma primeira versão deste artigo. Quaisquer erros que ainda permaneçam são, como é óbvio, da minha responsabilidade.

(**) Assistente da Faculdade de Economia de Coimbra.

¹ As sociedades a que nos referiremos no presente artigo — que também designaremos alternadamente por «empresas» — são as que se organizam sob a forma jurídica de sociedades por acções. A política de dividendos é entendida como a decisão sobre a percentagem de lucros a distribuir aos sócios.

De entre os factores que afectam a política de dividendos podem salientar-se as oportunidades de investimento que se deparam à empresa que são financiáveis por lucros retidos e a maior ou menor facilidade em recorrer a financiamento externo (crédito bancário, empréstimos obrigacionistas, etc.).

Refira-se, por último, que a análise será desenvolvida em relação aos dividendos distribuídos a pessoas singulares.

² Os lucros das sociedades podem ser distribuídos aos sócios — caso em que são recebidos sob a forma de dividendos — ou podem ser retidos e aumentar o valor das acções — caso em que se transformam em mais-valias realizáveis através da alienação dos títulos. Neste último caso, estamos perante a transformação de um rendimento que é, na sua essência, um rendimento de capital numa mais-valia. Sobre esta distinção v., com desenvolvimento, Sanches (1994).

³ Estes autores defenderam também a tese da irrelevância da estrutura de capital das empresas enquanto factor de valorização; ou seja, que a proporção de capitais próprios e alheios que financiam os activos das empresas não afecta o seu custo do capital.

Em tais condições, o valor de uma acção no início do período 0 (P_0) é igual ao valor actual dos dividendos esperados no período 1 (D_1) mais o preço da acção no final desse período (P_1).

Assim, $P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + \rho}$, sendo ρ a taxa de actualização.

lização.

Se n representar o número de acções em t_0 , se admitirmos que à sociedade se depara uma oportunidade de investimento que exige um desembolso de I e que são emitidas m acções em t_1 para financiar esse investimento, o valor das acções existentes em t_0 será:

$$nP_0 = \frac{1}{1 + \rho} [nD_1 + (n + m)P_1 - mP_1] \quad (1)$$

ou seja, o valor das acções em t_0 é igual ao valor actual dos dividendos pagos em t_1 , mais a diferença entre o valor da totalidade das acções existentes em $t_1 - (n + m)P_1 -$ e as novas acções entretanto emitidas — mP_1 .

Da igualdade entre origens e aplicações de fundos decorre que $mP_1 + X = I + nD_1$, sendo X o lucro do período 1. Substituindo esta expressão em (1) temos que:

$$nP_0 = \frac{1}{1 + \rho} [(n + m)P_1 - I + X] \quad (2)$$

A partir de (2) concluem então MM que o valor das acções é independente da política de dividendos, uma vez que D_1 não surge como variável determinante de P_0 ⁴.

A tese de MM sobre a irrelevância da política de dividendos originou uma polémica idêntica à que foi desencadeada pelas suas proposições sobre a irrelevância da estrutura de capital enquanto

⁴ Um exemplo — adaptado de Brealey e Myers (1984) — ajudará a compreender a tese de MM. Admita-se que uma sociedade apresenta o seguinte balanço (valores a preços de mercado):

Imobilizado líquido	10 000	Capital próprio	12 000 + VAL
Valor actual líquido de um investimento a realizar	VAL	Passivo	0
Disponibilidades	2 000		
Activo	12 000 + VAL	Capital próprio + passivo	12 000 + VAL

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

Sendo, por hipótese, o valor da sociedade independente da política de financiamento, após a realização do projecto esse valor continuará a ser (12 000 + VAL). Mas os novos accionistas são titulares de acções que valem 2000, logo aos antigos cabe o valor de 10 000 + VAL. Os antigos accionistas trocaram 2000 de dividendos por uma quebra de igual montante no valor das suas acções. A política de dividendos não teria, pois, qualquer influência sobre a riqueza dos sócios.

⁵ Uma síntese interessante sobre esta polémica pode ser vista em Miller (1988).

elemento de valorização das empresas⁵. Para além dos reparos ao realismo das hipóteses do modelo, duas importantes críticas adicionais lhe são normalmente dirigidas.

A primeira fundamenta-se no facto de o preço das acções nos mercados de capitais sofrer variações assinaláveis em resposta ao anúncio da política de dividendos das sociedades. O mercado de capitais provaria assim que a hipótese da irrelevância não seria válida. No entanto, para MM, as variações do preço das acções reflectem as alterações das expectativas de lucros por parte dos investidores em resultado das alterações da política de dividendos. Conforme sustenta Miller (1981, p.301): «What causes the increase in value is not the increase in the dividend, but the increase in the underlying earnings — the source of funds and not the particular use represented by the dividend payment [itálico do autor].»

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

Para além destas críticas, a maior controvérsia sobre a política de dividendos resultou do tratamento do factor fiscal no modelo de MM.

3 — A fiscalidade e a política de dividendos

3.1 — A controvérsia teórica

O debate teórico sobre a relação entre a fiscalidade e a política de dividendos desenvol-

veu-se principalmente nos Estados Unidos nas décadas de 70 e 80.

Até à reforma fiscal realizada nesse país em 1986, a tributação dos dividendos e das mais-valias era muito diferente, favorecendo claramente as mais-valias⁶. Em 1984, por exemplo, e no caso de serem recebidos por investidores individuais, os dividendos eram tributados pela taxa marginal aplicável do imposto sobre o rendimento pessoal, com excepção dos primeiros 100 dólares, que eram isentos de tributação. No caso das mais-valias de acções, se o investidor detivesse os títulos por um período superior a 12 meses, apenas 40 % da mais-valia era tributada à taxa marginal do imposto pessoal⁷. Esta disparidade deveria afectar a política de dividendos das empresas, dado que os investidores preferiam a forma de recebimento dos lucros fiscalmente menos onerosa.

Assim, dada a vantagem fiscal das mais-valias, a distribuição de dividendos prejudicaria os sócios e reflectir-se-ia num maior custo de capital para as sociedades⁸. A finalidade da política de dividendos deveria ser a minimização desta desvantagem, pelo que se aconselharia a distribuição de baixas percentagens de lucros (*low payout ratio*). Os investidores aceitariam uma menor taxa bruta (antes de imposto pessoal) de retorno para as acções de sociedades com baixas percentagens de distribuição de lucros, pelo que o preço das acções destas sociedades seria superior ao de outras cujas políticas de dividendos fossem mais generosas.

A fim de ilustrar a relação entre a taxa de retorno e o preço das acções atente-se no seguinte exemplo (Brealey e Myers, 1984, p. 344):

QUADRO I

A fiscalidade, a taxa de retorno e o preço das acções

	Sociedade A	Sociedade B
Preço de uma acção em $t = 0$	100	97,45
Preço esperado em $t = 1$	111,9	101,9
Mais-valia	11,9	4,45
Dividendo	0	10
Taxa de retorno antes do imposto pessoal	11,9 %	14,8 %
Imposto sobre o dividendo (taxa marginal 40 %)	0	$0,4 \times 10 = 4$
Imposto sobre a mais-valia	$0,4 \times 0,4 \times 11,9 = 1,9$	$0,4 \times 0,4 \times 4,45 = 0,71$
Rendimento líquido	10	9,74
Taxa de retorno líquida	$10/100 = 10 \%$	$9,74/97,4 = 10 \%$

As acções da sociedade A proporcionam a maior parte do seu rendimento sob a forma de mais-valias, pelo que a taxa de retorno bruta exigida pelos investidores é menor e, por isso, mais elevado o seu preço. Isto é, para que as acções da sociedade B apresentem idêntica taxa de rendimento líquida, têm de ser vendidas por um menor preço, compensando esta redução de preço o seu menor interesse fiscal.

A tese da inconveniência fiscal dos dividendos originou várias críticas. De entre elas referiremos três.

Em primeiro lugar, a conclusão lógica desta tese seria a apologia da não distribuição de dividendos. Se os sócios são beneficiados pela retenção de lucros, por que motivo é que as sociedades continuam a distribuir dividendos?

⁶ Note-se que, para além da vantagem fiscal decorrente da diferenciação de taxas, as mais-valias beneficiam do facto de serem tributadas apenas aquando da realização, facultando ao respectivo titular o diferimento do imposto ao manter no seu património os bens entretanto valorizados.

⁷ Cf. Brealey e Myers (1984).

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

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

Em segundo, os críticos defendem que dada a diversidade da situação tributária dos investidores a variável fiscal não tem a influência que lhe é atribuída pela teoria⁹. Finalmente, a teoria é contestada no seu próprio terreno.

Miller e Scholes (1978), principais autores desta contestação, salientam que a política de dividendos das sociedades americanas não se ajusta à teoria da inconveniência fiscal dos dividendos devido à sua sobretributação relativamente às mais-valias. Em 1976, por exemplo, aquelas sociedades distribuíram 49 % dos seus resultados líquidos. De entre os motivos que poderão explicar este comportamento «anormal», Miller e Scholes aventaram que certas normas tributárias poderiam servir para eliminar a tributação dos dividendos.

À época, no apuramento do imposto pessoal nos Estados Unidos, a dedução dos juros suportados em virtude de empréstimos obtidos e aplicados em investimentos só era autorizada relativamente aos rendimentos desses investimentos¹⁰. Se um investidor previa o recebimento de um determinado montante de dividendos, poderia eliminar a respectiva tributação endividando-se numa importância que implicasse o pagamento de juros de igual valor. Aplicando o produto do empréstimo em acções cujo rendimento fosse recebido sob forma de ganhos de capital, o investidor deduzia aos dividendos os juros decorrentes do empréstimo, anulando a tributação dos dividendos.

No entanto, o recurso ao crédito a título pessoal anula a tributação dos dividendos à custa de um acréscimo do grau de risco do investidor. Se este, por tal razão, não quiser escolher a alternativa atrás exposta, pode aplicar o empréstimo na compra de produtos financeiros de nulo ou reduzido risco — v. g. uma anuidade a pagar por uma seguradora¹¹.

O esquema sugerido por Miller e Scholes parece vantajoso¹² e de fácil execução. Mas será que a sua utilização é suficientemente ampla para que seja utilizado como argumento a favor da irrelevância fiscal da distribuição de lucros? Feenberg (1981) — que no início do seu artigo intitulado «Does the investment interest deduction explain the existence of dividends?» cita um relatório do Senado americano realizado em 1918 onde já se comenta a estratégia de minimização dos impostos através do recurso ao crédito pessoal — concluiu que em 1977 apenas 0,4 % dos contribuintes, que recebiam 2,6 % dos dividendos distribuídos pelas empresas americanas, estavam em condições de beneficiar da estratégia sugerida por Miller e Scholes, o que retira a este esquema o estatuto de suporte para a tese da não influência da fiscalidade sobre a política de dividendos.

3.2 — O debate empírico

Numa primeira fase, o debate empírico centrou-se na verificação da hipótese segundo a qual as acções de empresas com elevadas proporções de distribuição de lucros teriam taxas de rentabilidade esperadas superiores — e, conseqüentemente, preços inferiores — às acções de empresas que privilegiassem a retenção de lucros. Mais recentemente, e dado o carácter inconclusivo daqueles testes¹³ os estudos estatísticos têm procurado averiguar se alterações ocasionais no enquadramento fiscal dos dividendos — v. g. na sequência de reformas fiscais — têm afectado a política de dividendos das empresas.

Um dos mais importantes estudos sobre a influência das alterações fiscais na política de dividendos das sociedades foi realizado por Poterba e Summers (1984). Para estes autores, o caso americano não seria o mais indicado para

⁹ Os designados «investidores institucionais» gozam de isenções fiscais que podem tornar fiscalmente indiferente o recebimento de dividendos relativamente à realização de mais-valias.

¹⁰ Excluía-se desta regra os juros de empréstimo para aquisição de casa própria.

¹¹ Conforme referem Miller e Scholes «investment in insurance serves to control the risk level of the portfolio and, in particular, to neutralize any added risk the investor would have to assume by using homemade leverage to convert dividends into capital gains».

¹² Os autores alertam para o desvirtuamento do imposto sobre o rendimento em resultado da subtração dos rendimentos do capital ao pagamento de impostos. Nas suas palavras: «The (income) tax becomes essentially a wage tax, since no tax is paid on the investment income earned on the after tax dollars put into insurance reserves [itálico dos autores]».

¹³ Os principais trabalhos no âmbito desta orientação metodológica são os seguintes: Black e Scholes (1974), Lintzenberger e Ramaswamy (1979) e Miller e Scholes (1982). O primeiro e o terceiro estudos concluem pela irrelevância da política de dividendos enquanto factor de valorização das sociedades, o segundo conclui pela existência de uma relação directa entre a percentagem de lucros distribuídos e a taxa de retorno esperada, não rejeitando a tese da inconveniência fiscal dos dividendos. Uma descrição destes trabalhos pode ser vista em Hess (1986).

permitir concluir empiricamente sobre o assunto, dada a relativa estabilidade do tratamento fiscal dos dividendos nos EUA. Assim, socorreram-se de dados referentes a sociedades inglesas; já que, em Inglaterra, em 1965 e 1973 ocorreram importantes alterações no sistema fiscal que influenciaram o interesse fiscal dos dividendos. Na primeira data, foi introduzida uma taxa de tributação das mais-valias de 30 %; na segunda, foi consagrada a integração entre a tributação das sociedades e dos sócios mediante a concessão de um crédito parcial de imposto ¹⁴.

A partir de uma amostra de 16 sociedades — cujas acções estiveram cotadas diariamente entre 1955 e 1981 — os autores investigaram se nos «três regimes» fiscais analisados — antes de 1965, entre 1965 e 1973 e depois de 1973 — era possível observar alguma relação, estatisticamente significativa, entre a política de dividendos e as taxas de retorno das acções que confirmasse a existência de efeitos fiscais.

Através dos testes efectuados a partir de cotações diárias e a partir de cotações médias mensais, Poterba e Summers concluíram que “the valuation of dividend changes across tax regimes provides strong evidence that taxes account for part of the positive relationship between (dividend) yields and stock market returns”.

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

Ainda para o caso inglês, Bond, Chennells e Devereux (1995) investigaram o efeito sobre a política de dividendos das alterações na situação fiscal das empresas. Em Inglaterra, a tributação do lucro das sociedades ocorre em dois momentos ¹⁵: aquando da distribuição dos lucros

a sociedade paga o chamado «*advanced corporation tax (ACT)*» sobre os dividendos, o qual é posteriormente descontado no montante do imposto societário a pagar, caso exista.

As sociedades cujo imposto a pagar seja inferior ao ACT já adiantado ao Estado encontram-se numa situação designada por «*surplus ACT*» ¹⁶. A hipótese testada pelos autores foi a seguinte: uma vez que quando uma sociedade passa para uma situação de «*surplus ACT*» a desvantagem fiscal da distribuição de dividendos cresce ¹⁷, será que as sociedades em que tal acontece baixam a percentagem de lucros distribuídos?

A partir de uma amostra de 1218 empresas entre 1970-1990, Bond *et al* concluíram que «the higher tax cost of paying dividends for firms with surplus advanced corporation tax does put downward pressure on the level of dividend payments. We therefore rejected the hypothesis that taxes have no effect on company dividends».

Este resultado foi confirmado por Lasfer (1996). Baseando-se em dados sobre 108 sociedades do Reino Unido entre 1980-1983, o autor concluiu que «firms that are unable to deduct the advanced corporation tax from their tax liability are found to pay low dividends».

Pode, pois, concluir-se que, embora do ponto de vista teórico não exista na literatura uma conclusão definitiva sobre a influência da fiscalidade na política de dividendos das sociedades, os trabalhos empíricos sobre a questão parecem mostrar que a tributação afecta a política de dividendos. Se bem que os testes realizados nos EUA nos anos 70 e 80 apresentem resultados inconclusivos, os estudos mais recentes, efectuados sobretudo no Reino Unido, parecem confirmar a tese do efeito fiscal na política de dividendos.

4 — A fiscalidade e a política de dividendos em Portugal: algumas considerações baseadas nas disposições do CIRS

De acordo com o estabelecido no artigo 6.º, alínea h) do Código do Imposto sobre o Rendimen-

¹⁴ Sobre as modalidades de integração destes impostos v. Cadilhe (1991).

¹⁵ A caracterização da forma de tributação das sociedades no Reino Unido pode ser vista em Bond *et al* (1995, pp. 6 e segs.).

¹⁶ Esta situação pode ocorrer, por exemplo, quando as sociedades são relutantes em reduzir os dividendos em épocas de baixa de lucros. O excesso de ACT pode ser deduzido aos montantes futuros de imposto societário a pagar por um período indefinido, podendo ainda a sociedade descontá-lo ao imposto pago nos últimos seis anos e solicitar o reembolso.

¹⁷ O «excesso de ACT» pode ser deduzido em pagamentos futuros do imposto sobre as sociedades, mas este diferimento reduz o valor da dedução. As empresas que não possam deduzir todo o ACT pago aquando da distribuição de dividendos estão a conceder ao Estado um empréstimo sem juros.

to das Pessoas Singulares (CIRS), os dividendos de acções distribuídos a pessoas singulares são qualificados como rendimentos de capitais — categoria E do CIRS. O artigo 74.º, n.º 2, alínea a), do mesmo Código permite que a tributação dos dividendos em sede de IRS seja feita pela aplicação de uma taxa liberatória de 25 %, a qual libera o titular do dividendo de qualquer tributação adicional ¹⁸.

No entanto, e segundo o n.º 6, alínea b), deste último artigo, o titular deste tipo de rendimento pode optar pelo respectivo englobamento e sujeitá-lo às taxas gerais progressivas dos escalões do IRS. Dado que essas taxas variam entre 15 % e 40 % ¹⁹, à primeira vista a opção pela taxa liberatória ou pelo englobamento dependeria do escalão de rendimentos atingido pelo contribuinte.

Um factor adicional influencia, porém, esta decisão. É que o artigo 80.º, n.º 3, do CIRS faculta aos titulares de dividendos que optem pelo englobamento um crédito de imposto equivalente a 60 % do IRC correspondente ²⁰.

A opção de englobamento traduz-se sempre em economia de imposto relativamente à taxa liberatória, mesmo para um sócio que receba dividendos tributados à taxa marginal mais elevada do IRS. De facto, o crédito de imposto resulta numa dedução à colecta de 33,75 % dos lucros distribuídos ²¹, sendo o mesmo montante previamente adicionado à matéria colectável (artigo 21.º, n.º 6, do CIRS). Assim, se um sócio tributado em IRS à taxa marginal de 40 % rece-

be 1000 unidades monetárias de dividendos, o imposto a pagar sobre esses dividendos será:

- a) Opção pela taxa liberatória: 250;
- b) Opção pelo englobamento: $(1000 + 340) \times 0,4 = 536 - 340 = 196$.

Pode, pois, afirmar-se que só a comodidade ou a falta de informação justificam em Portugal que algum contribuinte não opte pelo englobamento. O resultado aritmético da operação de englobamento e crédito de imposto para taxas inferiores a 25,37 % poderia até resultar num reembolso ao sócio. Só que o n.º 3 do artigo 80.º do CIRS impede que assim seja ²².

Quanto às mais-valias de acções e outras partes sociais, elas são incluídas numa categoria autónoma de rendimento — categoria G — pelo artigo 10.º do CIRS. No caso particular das mais-valias de acções, e de acordo com o artigo 75.º do CIRS, elas podem ser tributadas à taxa liberatória de 10 %, embora seja facultada ao contribuinte a opção de englobamento. Aqui, e no que repeita às taxas aplicáveis, não há nunca vantagem na opção de englobamento. Ainda assim, esta opção pode ser vantajosa nas situações em que num determinado ano se registam menos-valias líquidas, as quais só poderão ser deduzidas aos rendimentos positivos (mais-valias líquidas) da mesma categoria nos dois anos seguintes se o contribuinte optar pelo englobamento — artigo 54.º, n.º 3, do CIRS.

De referir, também, que o artigo 10.º, n.º 2, alínea b), exclui da tributação em IRS as mais-va-

¹⁸ Note-se que os dividendos estão, em regra, sujeitos a imposto sobre sucessões e doações por avença à taxa de 5 %.

¹⁹ A actual (1997) tabela de taxas gerais do IRS é a seguinte:

Rendimento colectável (contos)	Taxa
Até 1050	15
De mais de 1050 até 2435	25
De mais de 2435 até 6150	35
Superior a 6150	40

²⁰ Note-se que a concessão deste crédito pode revestir duas formas distintas: ser apenas concedido no caso de a sociedade que distribui os lucros ter realmente pago IRC sobre os mesmos, ou ser outorgado automaticamente aos titulares dos dividendos independentemente da situação fiscal da sociedade. Esta segunda alternativa é a que presentemente vigora em Portugal, o que se pode traduzir, em certas situações, não numa atenuação da dupla tributação dos dividendos e sim num prémio fiscal à distribuição de lucros. Sobre este assunto v., entre outros, o Relatório da Comissão para o Desenvolvimento da Reforma Fiscal, Lisboa, Ministério da Finanças, 1996.

²¹ Com efeito, o IRC correspondente é calculado da seguinte forma: $\frac{1}{1 - 0,36} \times 0,6 \times 0,36$, onde 0,36 é a taxa do IRC e 0,6 o crédito correspondente.

²² Esta disposição do CIRS apenas permite deduzir o crédito «até à concorrência da colecta que proporcionalmente lhe corresponda».

lias de acções detidas pelo seu titular por mais de 12 meses.

Em suma, e relativamente aos dividendos, a opção pelo englobamento é sempre mais vantajosa, uma vez que a taxa máxima a que serão tributados em caso de englobamento será 19,6 %, a qual é inferior à taxa liberatória de 25 %. Já no caso das mais-valias de acções, a opção pelo englobamento só é vantajosa como forma de acautelar a possibilidade de comunicabilidade futura de menos-valias líquidas — só permitida dentro dessa categoria.

Por outro lado, a possibilidade de subtrair à tributação as mais-valias de acções detidas por mais de 12 meses torna a transformação dos lucros societários em ganhos de capital bastante atraente do ponto de vista fiscal. De qualquer modo e em relação aos dividendos, como se viu anteriormente, o crédito de imposto torna efectivamente nula a sua taxa de tributação para contribuintes cuja taxa da tributação se situe abaixo de 25,37 %. Mas como o recebimento destas categorias de rendimentos — E e G — se concentra normalmente nos contribuintes mais ricos, é de supor que o sistema fiscal favoreça baixas percentagens de distribuição de lucros, sobretudo no caso de sociedades cuja estrutura accionista seja composta por indivíduos com horizontes de investimento mais dilatados. Esta é pois uma questão onde a análise empírica é bastante pertinente.

Em Portugal, não abundam os estudos empíricos sobre a questão da influência da fiscalidade na política de dividendos das empresas. É certo que a dimensão do mercado de capitais e a ausência de tradição de aplicações accionistas por parte da grande maioria das pessoas não contribuem para facilitar esses estudos, mas as alte-

rações fiscais que se têm verificado — designadamente a evolução progressiva do crédito de imposto de 20% em 1989 para 60 % actualmente e que afectou significativamente o interesse fiscal relativo dos dividendos — constituem factores de relevo na investigação da reacção da política de dividendos das empresas a estas modificações do tratamento fiscal dos lucros distribuídos.

5 — Conclusão

Este trabalho teve como objectivo apresentar as principais proposições teóricas e os resultados empíricos que se podem observar na literatura da especialidade sobre a influência da fiscalidade na política de dividendos e analisar o tratamento fiscal dos dividendos e das mais-valias em Portugal.

Quanto ao primeiro aspecto, pode afirmar-se que a controvérsia teórica sobre os efeitos da fiscalidade sobre a política de dividendos não está ainda extinta, embora os estudos empíricos mais recentes, elaborados a partir da observação da reacção das empresas a alterações notórias no enquadramento fiscal dos dividendos, concluam pela existência de efeitos estatisticamente significativos.

Em Portugal, as disposições do Código do IRS permitem concluir que, do ponto de vista estritamente fiscal e para contribuintes com elevados rendimentos e horizontes de investimento superiores a um ano, os lucros societários devem ser recebidos sob a forma de mais-valias. Quanto à investigação empírica sobre esta matéria, ela poderia analisar as alterações da política de dividendos das empresas em resposta à elevação sucessiva do crédito de imposto de 20 % até 60 %.

Referências

- BLACK, F., e SCHOLLES, M. (1974) — «The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns», *Journal of Financial Economics*, 1, pp. 1-22.
- BOND, S., CHENNELL, L., e DEVEREUX, M. (1995) — «Company dividends and taxes in the UK», *Fiscal Studies*, 16, pp. 1-18.
- BREALEY, R., e MYERS, S. (1984) — *Principles of corporate finance*, New York, McGraw-Hill.
- CADILHE, M. (1991) — *Política de Dividendos e Dupla Tributação*, Porto, Asa.
- Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares*, 1996.
- FEENBERG, D. (1981) — «Does the investment interest limitation explain the existence of dividends?», *Journal of Financial Economics*, 9, pp. 265-269.
- LASFER, A. (1996) — «Taxes and dividends: the UK evidence», *Journal of Banking and Finance*, 20, pp. 455-472.
- LINTZENBERGER, R., e RAMASWAMY, K. (1979) — «The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and evidence», *Journal of Financial Economics*, 7, pp. 163-195.
- MILLER, M. (1981) — «Can management use dividends to influence the value of the firm», in *The revolution in corporate finance*, Oxford, Blackwell.
- (1988) — «The MM propositions thirty years after», *Journal of Economic Perspectives*, 2, pp. 99-120.
- MILLER, M., e SCHOLLES, M. (1978) — «Dividends and taxes», *Journal of Financial Economics*, 6, pp. 333-364.
- (1982) — «Dividends and taxes: some empirical evidence», *Journal of Political Economy*, 90.
- MODIGLIANI, F., e MILLER, M. (1961) — «Dividend policy, growth and the valuation of shares», *Journal of Business*, 34, pp. 411-433.
- POTERBA, J., e SUMMERS, L. (1984) — «New evidence that taxes affect the valuation of dividends», *The Journal of Finance*, 39, pp. 1392-1415.
- SANCHES, J. (1994) — «Ainda sobre o conceito de mais-valias», *Fisco*, 65, pp. 3-18.