

DECIZIILE ÎNTREPRINDERII PRIVIND DIVIDENDELE ÎN CONTEXTUL POLITICII FISCALE ACTUALE

*Prep. univ. drd. Adina Martin, Universitatea "Al. I. Cuza" Iași, Facultatea de Economie și Administrare a Afacerilor
amartin@uaic.ro*

Abstract

The aim of this paper is to present the enterprise decisions regarding dividends distribution in the context of the modifications of the fiscal laws about the methods used to impose the dividends and the profit obtained on the capital market. The different level of these taxes has an influence on the dividend decisions, meaning that a high level of the dividend tax comparing with the level of capital market profit tax, determines the stockholders to prefer the investment of the profit instead of receiving dividends. In this paper we try to analyze these aspects in the context of Romanian fiscal policy taking into account the modifications that had been taken in the last few years.

Întreprinderea își desfășoară activitatea într-un mediu din ce în ce mai complex, astfel încât conducerea prin finanțe a unei întreprinderi vine în sprijinul fundamentării politicii financiare la nivel microeconomic, concretizându-se într-o multitudine de decizii financiare, cu impact asupra performanțelor sale financiare.

Deciziile financiare ale întreprinderii sunt luate și aplicate într-o multitudine de situații, ceea ce implică o varietate de decizii financiare, care pot fi grupate după mai multe criterii. Astfel, după natura activităților care generează fluxuri financiare, deciziile financiare sunt de trei tipuri¹:

- decizii de investiții, cu influență directă asupra structurii activelor întreprinderii, deci asupra gradului lor de lichiditate;
- decizii de finanțare care determină structura pasivului și exercită modificări în gradul de exigibilitate al pasivelor și în costul capitalului;
- decizii de repartizare a profitului care influențează modalitățile de repartizare a dividendelor, exercitând implicații directe asupra investițiilor și autofinanțării întreprinderii.

În acest context, teoria financiară modernă reține la nivelul întreprinderii trei mari categorii de politici², considerate interdependente și care generează deciziile financiare corespunzătoare, după cum urmează:

- decizii de investiții (alegerea între investiții interne și/sau externe);
- decizii de finanțare (alegerea între surse proprii și/sau împrumutate);
- decizii de dividende (opțiunea între distribuire și/sau reinvestire).

În ceea ce privește **deciziile de repartizare a profitului**, asupra cărora ne concentrăm atenția în continuare, acestea marchează finalitatea procesului de management financiar și constau în esență în distribuirea de dividende. Acest tip de decizii se concretizează, „prin opțiunile întreprinderii între reinvestirea parțială sau integrală a profitului net și/sau distribuirea acestui profit sub formă de dividende către acționari”³. Acestea trebuie să armonizeze dorința firească a

¹ Onofrei, M., *Management financiar*, suport de curs, specializarea Finanțe-Bănci, ID, Iași, 2005, p. 13

² Stancu, I., *Finanțe*, Ed. Economică, București, 2002, p. 549

³ Idem 1, p. 15

acționarilor de a câștiga bani în prezent, cu aceea de a se asigura o dezvoltare durabilă a firmei în viitor, urmărind în același timp realizarea obiectivului de maximizare a valorii întreprinderii.

Managerii trebuie să ia decizii în condiții de mediu schimbătoare și complexe care au o influență semnificativă asupra deciziilor prin cantitatea informațiilor disponibile (condiții de certitudine, risc și incertitudine), obiectivele organizaționale și cele individuale ale decidentului, sistemul de valori al managerului și cultura organizațională precum și o serie de alte condiții de mediu intern sau extern.

La nivelul întreprinderii, procesul decizional și fundamentarea deciziilor de politică financiară, în general, și a deciziilor privind repartizarea profitului, în special, sunt influențate de o serie de factori interni sau externi, dintre care ca factori interni putem menționa:

- obiectivele și interesele urmărite în cadrul întreprinderii;
- implicarea managerilor și angajaților în depunerea de efort maxim în vederea atingerii obiectivelor urmărite;
- natura produselor sau serviciilor oferite de întreprindere;
- caracteristicile tehnice ale unităților întreprinderii;
- interdependența unităților întreprinderii în atingerea obiectivelor.

Dintre factorii externi se remarcă:

- distribuitorii produselor sau serviciilor;
- furnizorii de materii prime, furnizorii de echipamente și subansamble, furnizorii de forță de muncă;
- concurenții pentru clienți și pentru furnizori;
- *legislația fiscală.*

În acest context, putem aprecia că în procesul rațional de luare a deciziilor financiare, întreprinderea este influențată de o serie de factori. Între acești factori se remarcă în mod deosebit politica fiscală promovată de autorități, respectiv fiscalitatea, prin nivelul cotelor practicate sau prin diferitele facilități fiscale acordate de către stat agenților economici.

Revenind la deciziile de distribuire a profitului, acestea vizează opțiunile întreprinderii între reinvestirea parțială sau integrală a profitului net, inclusiv constituirea altor fonduri sau rezerve la dispoziția sa și/sau distribuirea profitului sub formă de dividende către acționari, ținând cont de faptul că alegerea între aceste opțiuni se află sub impactul fiscalității, ratei dobânzii și a altor factori.

Pe de o parte, reinvestirea profitului constituie o sursă importantă de autofinanțare a investițiilor, iar pe de altă parte, distribuirea dividendelor reprezintă remunerarea acționarilor pentru capitalurile lor proprii. Deși cele două destinații sunt contradictorii, ambele au efecte benefice pentru acționari, în sensul că prima finanțează creșterea economică a întreprinderii, iar cea de-a doua opțiune înseamnă remunerarea capitalului.

În condițiile în care se acordă o rată mai mare a dividendelor către acționari, aceasta implică o rată mai mică a profiturilor acumulate și implicit, necesitatea apelării la noi fonduri din exterior, pentru finanțarea proiectelor de investiții. Totodată, atribuirea unui volum mare de dividende acționarilor, va duce la o rată scăzută a profitului în viitor, cât și a dividendelor viitoare. Astfel, deciziile privind distribuirea/reinvestirea profitului are două efecte contradictorii, iar „o politică optimă de dividende este cea care găsește echilibrul între dividendele curente de plătit și rata creșterii viitoare, astfel încât prețul acțiunilor firmei să fie maxim”⁴.

La începutul anilor '60 Miller și Modigliani au elaborat teoria irelevanței dividendului, potrivit căreia politica de dividend nu are nici o incidență asupra prețului de piață a acțiunilor și nici asupra costului capitalului. Cei doi teoreticieni și-au bazat argumentele pe ipotezele de piață perfectă constând în absența costurilor de emisiune sau de tranzacție, absența fiscalității, atomaticitate, simetrie de informație, demonstrând astfel că politica de dividend nu este altceva decât

⁴ Onofrei, M., *Finanțele întreprinderii, vol. II*, Editura. Univ. „Al. I. Cuza” Iași, 2004, p. 143

o politică de finanțare. Majoritatea specialiștilor sunt de acord cu ideile celor doi teoreticieni atât timp cât se îndeplinesc ipotezele de bază de la care pleacă.

Teoria lui Miller și Modigliani a fost combătută de Myron Gordon și John Lintner, care au afirmat că investitorii sunt mult mai atrași de plata dividendelor decât de eventualele câștiguri ale firmei în urma reinvestirii profitului obținut. Acest argument a fost numit de Miller și Modigliani, „greșeala vrăbiei din mână”, considerând că majoritatea investitorilor oricum planifică reinvestirea sumelor primite ca dividende în acțiuni ale aceleași firme sau în altele. Potrivit lor, gradul de risc al fluxurilor de numerar nu depinde de politica de dividende ci de activitatea firmei și fluxurile operaționale.

Aceste două teorii oferă sfaturi contradictorii managerilor, iar testarea lor empirică nu a dus la nici o concluzie, dat fiind faptul că ipotezele pe care se bazează nu se întâlnesc în practică. În România, instabilitatea monedei naționale și gradul redus de maturitate al pieței de capital, precum și înclinația investitorilor spre câștiguri rapide fac ca dividendul să fie foarte atractiv, ceea ce duce la aprecierea pe piață a acțiunilor firmelor care distribuie dividende.

O posibilă relevanță a politicii de dividend în legătură cu valoarea întreprinderii poate exista atunci când nu se respectă condițiile enunțate de teoriile anterioare. Una din ipoteze se referă la faptul că politica fiscală este neutră în ceea ce privește dividendele și câștigul de capital, dar ce se întâmplă când nu este așa?

În Tabelul nr. 1 prezentăm un caz, presupunând două întreprinderi care au același risc. Firma A nu distribuie dividende, iar firma B da. Presupunem cota de impozit pe veniturile din câștigurile de capital de 30% și cota de impozit pe dividende de 20%.

Prețul actual al unei acțiuni A este de 2000 lei, iar prețul așteptat pentru anul viitor de 2300 lei. Deoarece firma decide să nu distribuie dividende, câștigul de capital va fi de 300 lei, respectiv o rentabilitate înainte de impozitare de 15%. Dacă investitorul dorește acest câștig de capital, va trebui să plătească un impozit de 90 lei/acțiune, ceea ce va face ca rentabilitatea după impozitare să fie mai mică cu 30%, adică de 10,5%.

Tabel nr. 1 Efectele impozitelor asupra deciziilor privind dividendele

	Firma A	Firma B
Prețul actual	2000	P_0
Prețul final	2300	2100
Câștig de capital	300	X
Dividend	0	200
Rentabilitate înainte de impozitare	$(300+0) / 2000 = 15\%$	$(X+200) / P_0$
Impozit pe dividende	0	$200 * 20\% = 40$
Impozit pe câștigul de capital	$300 * 30\% = 90$	$30\% * X$
Rentabilitate după impozitare	$(300-90) / 2000 = 10,5\%$	$(200 + X - 40 - 0,3X) / P_0$

Deoarece am presupus că ambele firme au același nivel de risc, rentabilitatea firmei B va trebui să fie aceeași cu a firmei A, adică 10,5%. Această firmă acordă un dividend de 200 lei, ceea ce implică ca bogăția investitorului să fie aceeași ca în cazul primei firme, de 2300 lei, adică 200 de lei cât reprezintă dividendul plus 2100, care este prețul final al acțiunii. Dividendul va fi impozitat cu 20%, iar acționarul primește în realitate numai 160 lei. Rentabilitatea după impozitare va fi egală cu această sumă (160 lei) la care se adaugă câștigul de capital după impozitare ($70\% * X$, unde $X = 2100 - P_0$). Cele două marimi adunate se raportează la prețul actual (P_0), iar rezultatul trebuie să fie 10,5%. Scoțând P_0 din ecuație, obținem valoarea sa de 2025 lei.

În concluzie, în condițiile în care politica fiscală nu este neutră față de dividende și câștigul de capital, acțiunile firmei care distribuie dividende vor avea o valoare mai mare pe piață.

Astfel, alegerea unei anumite politici de dividend (reinvestire sau distribuire) este determinată și de fiscalitatea aplicată celor două venituri obținabile din deținerea de acțiuni: dividendul și/sau câștigul de capital (din creșterea de valoare a acțiunii). Dacă rata de impozitare este aceeași, atunci politica de dividend poate fi considerată neutră. Dacă cele două surse de venit se impozitează diferit, atunci impactul politicii de dividend asupra valorii, devine evident. În principiu, o rată ridicată de impozitare a câștigurilor de capital, în raport cu rata impozitului pe dividend, încurajează acordarea de dividende, în timp ce o rată redusă de impozitare a câștigurilor de capital comparativ cu rata impozitului pe dividend, stimulează reinvestirea profitului.

În România impozitul pe dividende s-a instituit în anul 1991. Inițial, acest impozit era perceput numai asupra profiturilor distribuite acționarilor străini ai unei societăți cu capital total sau parțial străin. Începând cu 1 decembrie 1991 impozitul s-a aplicat tuturor dividendelor distribuite, cota de impunere fiind în acea perioadă stabilită la nivelul de 10%. În acest fel, decizia întreprinderii de a distribui sau nu dividende acționarilor se vede influențată nemijlocit de prevederile legii în acest sens și aceasta deoarece acționarii văzându-se în situația unei duble impuneri (profit și apoi dividende) ajung să prefere renunțarea la încasarea dividendelor.

Cele două venituri obținute din deținerea de acțiuni au trecut prin diferite modificări legislative, din punct de vedere al tratamentului lor fiscal, inclusiv al cotelor de impozitare, situație care se prezintă astfel la nivelul anilor 2004 și 2005 (am ales acești doi ani pentru comparație, dat fiind modificările importante făcute în acest sens):

Tabelul nr. 2 Impozitul pe veniturile obținute din deținerea de acțiuni

	2004	2005	2005 (de la 1 mai 2005)
Cota de impozit pe dividende (persoane fizice)	10% (anterior 5%)	10%	10%
Cota de impozit pe câștigurile de capital	1%	1%	10%

Impozitarea cu numai 1% a veniturilor din capital era în disonanță vădită cu impozitarea veniturilor din afaceri în economia reală, stimulând mai ales tranzacțiile speculative, în loc să încurajeze deținătorii de capital să facă investiții care creează locuri de muncă, aduc profit și, implicit, venituri bugetare, ceea ce a determinat ca de la 1 mai 2005, cota de impozitare a câștigurilor de capital să se majoreze la 10%.

Măsura este de natură să orienteze către bugetul statului încă 9% din câștigul obținut de investitorii persoane fizice din tranzacțiile bursiere. Cumulat cu impozitul pe dividende, de 10%, contribuabilii vor plăti statului 20% , față de numai 6%, până în 2004.

Este cunoscut faptul că o mare parte din speculațiile bursiere au fost realizate pentru acțiunile societăților care au repartizat constant dividende. Acest fapt înseamnă că jucătorii achiziționau titlurile la prețuri mai mici, iar după trecerea datei de referință le vindeau la cotații mai ridicate. Prin aceste prevederi fiscale s-a urmărit descurajarea unui astfel de comportament, aceste strategii fiind acceptate numai de speculatorii care vor decide să plătească cu 9% mai mult pentru vânzarea titlurilor într-un termen mai scurt de un an.

Potrivit prevederilor fiscale actuale, cele două surse de venit suportă aceeași cotă de impozitare. Totuși, din punct de vedere fiscal, câștigul de capital prezintă un avantaj față de dividende, dat fiind faptul că primul se încasează doar în momentul în care investitorul dorește acest lucru, în timp ce dividendele le sunt date. Aceasta implică plata impozitelor în momentul în care se primesc dividendele, în timp ce în cazul câștigului de capital, impozitul se va plăti la încasarea câștigurilor respective, iar încasarea se poate face atunci când este oportun din punct de vedere fiscal.

De asemenea, o rată a impozitului pe totalitatea veniturilor (salarii, dividend, câștiguri de capital) mai mare decât rata impozitului pe profit va încuraja, de asemenea, folosirea profitului pentru autofinanțare.

Impactul fiscalității veniturilor personale, modificabile prin politica de dividend, determină ceea ce se cheamă „efectul de clientelă”⁵: acționarii cu venituri personale mai reduse vor solicita și vor primi dividende în mărimi mai ridicate, în timp ce acționarii cu venituri personale ridicate (care vor suporta impozite mai mari) vor prefera plata dividendelor în acțiuni noi, pentru că distribuirea de dividende îi dezavantajează din punct de vedere fiscal.

Printre motivele care susțin distribuirea dividendelor de întreprindere către acționari se numără:

- dividendele se plătesc atunci când întreprinderea are posibilitatea de a investi doar în proiecte cu un randament inferior celui pe care acționarii l-ar putea obține prin alte plasamente;
- dividendele se distribuie atunci când întreprinderea a plătit dividende în trecut și o modificare a acestei politici ar dăuna acționarilor;
- dividendele se acordă atunci când acționarii merită o recompensare a utilizării capitalurilor oferite de aceștia la dispoziția întreprinderii și dividendele se oferă în numerar pentru a evita ca aceștia să suporte anumite costuri determinate de vânzarea acțiunilor lor (costuri de tranzacție);
- se recomandă distribuirea de dividende atunci când acționarii sunt scutiți din punct de vedere fiscal sau cota de impozitare este redusă.

Plecând de la motivele enunțate se remarcă că decizia de a distribui dividende este condiționată de o serie de factori, printre care și fiscalitatea.

Astfel, fluxul reprezentat de plata dividendelor cuvenite acționarilor, respectiv dimensiunea acestuia este influențată în mod indirect de cota impozitului pe dividende, care exercită un impact asupra deciziei acționarului de a încasa dividendele care i se cuvin sau de a le lăsa la dispoziția întreprinderii, bineînțeles în speranța obținerii unor dividende viitoare mai mari. Astfel, dacă în momentul în care decizia de a plăti dividende acționarilor devine operațională, cota impozitului pe dividende este mare, pentru acționari aceasta înseamnă diminuarea rentabilității capitalului deținut în acțiuni, ceea ce îi poate determina să lase dividendele la dispoziția întreprinderii. Sub aspectul bugetului de trezorerie, această decizie se concretizează în reducerea volumului de plăți pe care întreprinderea trebuie să le onoreze, ceea ce are un impact pozitiv asupra trezoreriei. Pe de altă parte, acționarii își manifestă preferința pentru această opțiune, întrucât dacă acceptă dividendele, trebuie să se adreseze firmelor de brokeraj și să achite costurile de brokeraj pentru a achiziționa acțiunile firmei dorite.

Astfel, prin deciziile de politică fiscală, guvernul poate să exercite influențe importante asupra deciziilor întreprinderii privind dividende, efectele acestor influențe reflectând însăși manifestarea conexiunilor indirecte cu deciziile financiare emane de la nivelul autorităților publice.

Putem spune că politica fiscală exercită influențe puternice asupra activității întreprinderii, punându-și amprenta asupra comportamentului agentului economic și delimitând puterea decizională proprie, inclusiv sub raport financiar în ceea ce privește deciziile de distribuire a profitului. Totuși, este necesar, ca raporturile dintre stat și întreprindere să se concretizeze, inclusiv pe plan financiar, în condițiile respectării legislației fiscale, în armonizarea deciziilor financiare emane la nivel macro și microeconomic.

⁵ Stancu, I., *Finanțe*, Ed. Economică, București, 2002, pp. 719-720

BIBLIOGRAFIE:

1. Brezeanu, P., Gestiunea financiară și politicile financiare ale întreprinderii, Editura Fundației România de Măine, București, 1998
2. Brezeanu, P., Fiscalitate. Concepte, modele, teorii, mecanisme, politici și practici fiscale, Editura Economică, București, 1999
3. Bucătaru, Dumitru, Gestiunea financiară a întreprinderii, Editura Junimea, Iași, 2004
4. Corduneanu, Camen, Sistemul fiscal în știința finanțelor, Editura Codecs, București, 1998
5. Filip, Gheorghe (coord.), Finanțe, Editura Junimea, Iași, 2002
6. Filip, Gheorghe, Finanțe publice, Editura Junimea, Iași, 2002
7. Filip, Gheorghe, Onofrei, Mihaela, Politici financiare, Editura Sedcom Libris, Iași, 2000
8. Halpern P., Weston, J.F., Brigham, E., Finanțe manageriale, Editura Economică, București, 1998
9. Manolescu, Gheorghe, Managementul financiar, Editura Economică, București, 1995
10. Manolescu, Gheorghe, Politici economice. Concepte, instrumente, experiențe, Editura Economică, București, 1997
11. Onofrei, M., Management financiar, suport de curs, specializarea Finanțe-Bănci, ID, Iași, 2005
12. Stancu, Ion, Finanțe, Editura Economică, București, 2002