

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE DIREITO**

GABRIEL RIBEIRO BREGA

**TRIBUTAÇÃO E TEORIA DA AGÊNCIA: OS REFLEXOS SOCIETÁRIOS DA
ISENÇÃO DO IMPOSTO DE RENDA SOBRE DIVIDENDOS**

**Juiz de Fora
2022**

GABRIEL RIBEIRO BREGA

**TRIBUTAÇÃO E TEORIA DA AGÊNCIA: OS REFLEXOS SOCIETÁRIOS DA
ISENÇÃO DO IMPOSTO DE RENDA SOBRE DIVIDENDOS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado por Gabriel Ribeiro Brega, à Prof^ª. Dr^ª. Caroline da Rosa Pinheiro, do departamento de Direito Privado, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no curso de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora.

**Juiz de Fora
2022**

FOLHA DE APROVAÇÃO

GABRIEL RIBEIRO BREGA

TRIBUTAÇÃO E TEORIA DA AGÊNCIA: OS REFLEXOS SOCIETÁRIOS DA ISENÇÃO DO IMPOSTO DE RENDA SOBRE DIVIDENDOS

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado por Gabriel Ribeiro Brega à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, submetido à Banca Examinadora composta pelos membros:

Orientador: Profa. Dra. Caroline da Rosa Pinheiro
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Fabrício de Souza Oliveira
UFJF - Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Me. Pedro Augusto Costa Gontijo
USP - Universidade de São Paulo

PARECER DA BANCA

APROVADO

REPROVADO

Juiz de Fora, 15 de fevereiro de 2022

“ Quando não havia mais nada que comer nos pratos, o comandante limpou os lábios com o canto da toalha, e falou num jargão procaz que acabou de uma vez por todas com o prestígio do bom falar dos capitães do rio. Pois não falou por eles nem para ninguém, mas apenas tentando pôr-se de acordo com a própria raiva. Sua conclusão, ao fim de uma réstia de impérios bárbaros, foi que não descobria como sair da embrulhada em que se metera com a bandeira do cólera.

Florentino Ariza o escutou sem pestanejar. Depois olhou pelas janelas o círculo completo do quadrante da rosa náutica, o horizonte nítido, o céu de dezembro sem uma única nuvem, as águas navegáveis para sempre, e disse:

- Sigamos em linha reta, reta, reta, outra vez até a Dourada

Fermina Daza estremeceu, porque reconheceu a antiga voz iluminada pela graça do Espírito Santo, e olhou o comandante: ele era o destino. Mas o comandante não a viu, porque estava anonadado pelo tremendo poder de inspiração de Florentino Ariza.

- Está dizendo isso a sério? - perguntou

- Desde que nasci - disse Florentino Ariza - não disse uma única coisa que não fosse a sério.

O comandante olhou Firmina Daza e viu em suas pestanas os primeiros lampejos de um orvalho de inverno. Depois olhou Florentino Ariza, seu domínio invencível, seu amor impávido, e se assustou com a suspeita tardia de que é a vida, mais que a morte, a que não tem limites.

- E até quando acredita o senhor que podemos continuar neste ir e vir? - perguntou.

Florentino Ariza tinha a resposta preparada havia cinquenta e três anos, sete meses e onze dias com as respectivas noites.

- Toda a vida - disse.”

O Amor nos Tempos do Cólera, Gabriel Garcia Marquez, 1985.

RESUMO

Este trabalho almeja verificar se, à luz da Teoria da Agência, a isenção do Imposto de Renda sobre os dividendos, atualmente existente no Brasil, contribui para a redução dos conflitos de agência no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto brasileiras. A hipótese ante o questionamento é de que essa política fiscal diminui referidos conflitos, na medida em que reduz o montante de recursos à livre disposição dos controladores das companhias. A pesquisa se mostra de central importância para verificar quais os eventuais efeitos de uma reforma que vise a retornar com a tributação sobre esses rendimentos. Para responder à pergunta posta, esta perquirição partiu de uma vertente jurídico-social e valeu-se de um raciocínio dedutivo, enquadrando-se num gênero prático e teórico, e num tipo jurídico-compreensivo e jurídico-propositivo, de modo a promover uma análise qualitativa e de conteúdo de fontes do Direito, da Contabilidade e da Economia. A conclusão a que se chegou é a de que o atual regime de isenção do Imposto de Renda sobre dividendos não contribui para a redução dos conflitos de agência nas sociedades empresárias anônimas brasileiras, na medida em que, além de não ter aumentado o índice de distribuição desse rendimento, tornou-o uma forma de favorecimento de acionistas pessoas jurídicas, dentre os quais, em geral, estão os controladores, em detrimento dos acionistas pessoas físicas e da própria companhia distribuidora.

Palavras-chave: Teoria da Agência; Dividendos; Juros sobre Capital Próprio; Sociedades Anônimas; Reforma Tributária.

ABSTRACT

This paper aims to verify whether, in the light of the Agency Theory, the income tax exemption on dividends, currently existing in Brazil, contributes to the reduction of agency conflicts within Brazilian publicly traded corporations. The hypothesis before the questioning is that this tax policy reduces such conflicts, as it diminishes the amount of resources at the free disposal of the companies' controlling shareholders. The research is of key importance in order to verify the possible effects of a reform aimed at returning with the taxation on these incomes. In order to answer the question posed, this inquiry started from a legal-social perspective and made use of deductive reasoning, fitting into a practical and theoretical genre, and a legal-comprehensive and legal-propositive type, so as to promote a qualitative and content analysis of Law, Accounting and Economics sources. The conclusion reached is that the current regime of income tax exemption on dividends does not contribute to the reduction of agency conflicts in Brazilian corporations, to the extent that, besides not having increased the distribution rate of this income, it has turned it into a form of favoring corporate shareholders, among which, in general, are the controlling shareholders, to the detriment of individual shareholders and of the distributing company itself.

Keywords: Agency Theory; Dividends; Interest on Equity; Corporations; Tax Reform.

SUMÁRIO

Introdução

1. Teoria da Agência

1.1. Conceito

1.2. Teoria da Agência no Brasil

1.3. Teoria da Agência e Dividendos

2. Tributação de Dividendos no Brasil

2.1. Conceito de Renda

2.2. História do Imposto de Renda e sua Incidência sobre os Dividendos

2.3. Regime Atual

2.4. Projeto de Mudança

3. Tributação de Dividendos no Brasil e Teoria da Agência

Conclusão

Referências

Introdução

O sistema tributário nacional, cujo desenho remonta à publicação do Código Tributário Nacional (Lei 5.172/1966 - CTN) em 25 de outubro de 1966, possui caráter eminentemente regressivo, isto é, o ônus fiscal é suportado, proporcionalmente, em maior intensidade, por aqueles que possuem menor renda. Isso se deve ao fato, sobretudo, de o sistema pátrio se basear, notadamente, em tributos indiretos, incidentes sobre bens e serviços - estima-se que estes tributos correspondam a 51% da carga tributária nacional -, que são igualmente suportados por todos os cidadãos (IPEA, 2019).

Com isso, há, na seara pública, um intenso debate acerca da necessidade de modificação desse cenário fiscal, a fim de tornar a tributação mais baseada na renda e na propriedade, e, conseqüentemente, mais progressiva. Comumente, no bojo dessas discussões, surgem propostas para o retorno da tributação dos dividendos, o que, muitas vezes, é encarado como panaceia para os problemas existentes no sistema tributário.

Até 1995, o Brasil adotava, em linhas gerais, a lógica de dupla tributação dos lucros empresariais: estes eram tributados, primeiro, enquanto renda da companhia (sob o Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas - IRPJ), e, depois, quando distribuídos na forma de dividendos aos sócios, enquanto renda destes (seja sob Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas, no caso de sócios pessoas jurídicas, seja sob Imposto sobre a Renda das Pessoas Físicas - IRPF -, no caso de sócios pessoas físicas).

No entanto, a Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995, estabeleceu, de forma ampla, a isenção na distribuição de lucros e dividendos. Dessa forma, a parte da renda do indivíduo que advém de dividendos por ele recebidos não é tributada sob o Imposto de Renda, de modo que o lucro empresarial passou a ser tributado tão somente na pessoa da sociedade empresária. À época, tal mudança foi justificada sob a alegação de que simplificaria o sistema tributário nacional, inibiria a evasão fiscal e incentivaria investimentos na atividade produtiva.

Desde então, porém, surgiram diversos projetos legislativos almejando restabelecer a tributação sobre essa forma de rendimento. O mais recente deles integra a Reforma Tributária do governo Bolsonaro, capitaneada pelo atual Ministro da Economia Paulo Guedes, e enviada ao Congresso Nacional em 25/06/2021, sob a forma do PL 2.337/2021.

Certamente, essa medida traria uma série de benefícios sob a perspectiva sócioeconômica. De acordo com estudo divulgado pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), a tributação sobre dividendos resultaria numa melhor distribuição da renda

no país, não tanto pelo caráter progressivo do tributo, mas mais pelo seu forte poder arrecadatório, podendo ampliar a atuação estatal em áreas sociais (IPEA, 2019).¹

No entanto, parte dos especialistas sustenta que a tributação sobre dividendos levará à evasão fiscal e constituirá um desincentivo ao investimento no país. Considera-se que, embora o Brasil seja um dos poucos países no globo que não tributam dividendos, a carga tributária brasileira já é demasiadamente elevada, de modo que seu aumento colocaria as sociedades empresárias que atuam no país em uma situação de desvantagem mais elevada. Dentre aqueles que são contrários à medida, destacam-se os que sustentam que, à luz da teoria da agência, a tributação de dividendos traria custos de eficiência de primeira ordem, tendo em vista o papel desempenhado pela distribuição desses rendimentos para a redução dos conflitos de agência entre acionistas e administradores (BARRETO, 2018).

Segundo Jensen e Meckling (1976) os conflitos de agência são aqueles oriundos de uma relação contratual na qual uma pessoa (o principal) contrata outra (o agente) para prestar, em seu nome, um serviço, para cuja execução há a delegação de certo poder decisório. Os conflitos surgiriam porque cada um dos indivíduos envolvidos nessa relação estaria buscando a maximização de seus próprios interesses, de modo que o agente nem sempre toma as decisões no melhor benefício do principal. De acordo com os autores, essa relação contratual poderia ser verificada no âmbito das sociedades anônimas, entre os administradores (agente) e os acionistas (principal), sendo o conflito decorrente do fato de aqueles tomarem decisões que não necessariamente beneficiem estes - ideia essa comumente referida como Teoria da Agência.²

Nesse sentido, argumenta-se que a tributação de dividendos não seria uma boa medida, pois intensificaria os conflitos entre administradores e acionistas no âmbito das sociedades anônimas, levando a uma ineficiência na alocação de recursos.

Destarte, o presente trabalho tem o intuito de esclarecer os efeitos da tributação de dividendos sobre os conflitos de agência na estrutura das sociedades anônimas de capital aberto brasileiras, a partir do questionamento de se, no Brasil, o atual regime de isenção do Imposto de Renda sobre esse tipo de rendimento contribui para a redução de tais conflitos.

¹ Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=34664&Itemid=444.

² Importante destacar, porém, que há autores que denominam a proposta teórica de Jensen e Meckling como “teoria positiva da agência”. Isso porque, ela teria tido o mérito de explicar como a separação entre propriedade e controle produziria, apesar dos custos de agência, benefícios. De acordo com Oliveira e Rosenthal (2019), “o termo positivo utilizado releva não comente que existem custos de agência decorrentes da separação entre controle e propriedade na forma organizacional estudada, mas quer dizer que utilizam de uma metodologia que busca explicar a realidade, por meio da construção de modelos que abstraem diversos aspectos que, segundo a metodologia por eles utilizada, não ajudariam na construção teórica” (p. 59). Apesar do mérito dessa construção terminológica, opta-se, neste trabalho, por fazer referência à teoria tão somente como “Teoria da Agência”.

Assim, coloca-se a seguinte pergunta-problema: à luz da Teoria da Agência, a isenção do Imposto de Renda sobre os dividendos, atualmente existente no Brasil, contribui para a redução dos conflitos de agência no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto brasileiras?

A pergunta se mostra de suma relevância para aferir a validade de argumentos no sentido de que eventual tributação de dividendos geraria elevados custos de eficiência, por levar a uma má alocação de recursos pelos gestores. Aliás, considerando os aspectos positivos de tal medida, caso esse argumento não se sustente, mais razões justificariam a adoção da tributação de dividendos no Brasil.

Vale ressaltar que não se ignora a existência de outros argumentos contrários à efetivação dessa medida. Entretanto, foca-se, neste trabalho, nos argumentos sobre a questão do conflito de agência.

A hipótese ante o questionamento colocado, a que se chegou a partir de análise perfunctória do tema, é de que sim, a isenção fiscal sobre dividendos contribui para a redução dos conflitos de agência, pois a tributação desses rendimentos, ao reduzir o que é efetivamente auferido pelos acionistas, proporcionaria menores incentivos a que estes fiscalizem o trabalho dos gestores. Ademais, a isenção que hoje existe consiste em um estímulo à própria distribuição de dividendos, reduzindo o montante de recursos livres à disposição dos administradores.

Quanto à metodologia, entende-se que uma investigação no campo das Ciências Sociais Aplicadas deve ser estruturada a partir de uma opção e de uma estratégia metodológicas. No que concerne à opção metodológica, esta possui cinco elementos componentes: a vertente, o raciocínio, o gênero, o tipo e o modo de análise das fontes (GUSTIN; DIAS; NICÁCIO, 2020).

A pesquisa ora proposta parte de uma vertente jurídico-social, compreendendo-se o fenômeno jurídico enquanto integrante de um ambiente social mais amplo, e preocupando-se não só com a eficiência, mas também com a eficácia e a efetividade do objeto de estudo. Ademais, utilizar-se-á de um raciocínio dedutivo, partindo de premissas gerais a respeito dos efeitos da isenção de dividendos sobre a estrutura societária, para se chegar às consequências de sua tributação (GUSTIN; DIAS; NICÁCIO, 2020).

Quanto ao gênero, a perquirição *sub examine* se enquadra enquanto uma pesquisa teórica, na medida em que pretende formular e rever teorias, conceitos e referências do Direito Tributário, do Direito Empresarial, da Contabilidade e da própria Economia. No entanto, a investigação se pretende, ao mesmo tempo, prática, tendo em vista que visa à

realização de uma intervenção na realidade jurídico-social analisada, por meio da avaliação racional de uma das razões apresentadas por aqueles contrários à tributação de dividendos (GUSTIN; DIAS; NICÁCIO, 2020). Ressalte-se que a eleição de mais de um gênero de pesquisa, para uma mesma investigação, não configura desvio metodológico, uma vez que os gêneros não são estanques (DEMO, 1995).

No que tange ao tipo, propõe-se um estudo jurídico-compreensivo (ou jurídico-interpretativo) sobre a distribuição de lucros por companhias no Brasil, e sobre as teorias acerca dos conflitos de agência, por meio da decomposição analítica de seus diferentes aspectos, relações e níveis. Lado outro, a perquirição pretendida possui eminente teor jurídico-propositivo, prestando-se à formulação de propostas jurídicas concretas (GUSTIN; DIAS; NICÁCIO, 2020).

Relativamente às fontes, a análise almeja se debruçar sobre diversos documentos jurídicos, seja de caráter normativo, como leis, seja de caráter dogmático - notadamente, estudos acerca dos conflitos de agência nas sociedades empresárias brasileiras, e das consequências da tributação dos dividendos nessa realidade. Contudo, dada a complexidade do tema, e a interdisciplinariedade que lhe é intrínseca, não se limitará a fontes do campo jurídico, valendo-se daquelas também oriundas de outras áreas, sobretudo a Economia e a Contabilidade. A análise das fontes será feita de forma qualitativa, com a identificação das relações entre as fontes examinadas, sem o intuito de alcançar dados quantificáveis a seu respeito (GUSTIN; DIAS; NICÁCIO, 2020).

Por fim, no que concerne à estratégia metodológica, o exame em questão se valerá de uma análise de conteúdo das fontes supramencionadas. Nesse diapasão, proceder-se-á a uma investigação da legislação brasileira destinada à tributação de empresas e da proposta hoje em trâmite para sua modificação. Ademais, realizar-se-á um estudo dos diferentes entendimentos acerca da aplicação da Teoria da Agência ao cenário societário brasileiro. A pesquisa, assim, pretende trazer para o debate jurídico discussões que são há muito travadas em outras áreas do conhecimento, sobretudo no campo da Microeconomia, a respeito dos efeitos da isenção, ou da tributação, dos dividendos sobre a estrutura societária.

Destarte, na primeira seção deste estudo, apresenta-se a Teoria da Agência, bem como os contornos que esta assume na realidade brasileira. Discute-se, ainda, o papel que a distribuição de dividendos assume à luz de mencionada teoria. Na segunda seção, realiza-se uma análise da tributação dos dividendos, partindo-se da conceituação do Imposto de Renda e da exposição de sua história, até chegar ao atual regime de exação desses rendimentos, e à proposta existente para sua mudança. Em seguida, na terceira seção, trata-se dos efeitos que a

isenção sobre os dividendos possui para a teoria da agência no cenário societário nacional. Por fim, chega-se a uma conclusão acerca da pergunta-problema posta.

1. Teoria da Agência

1.1. Conceito

Na célebre obra *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Jensen e Meckling (1976), em análise da estrutura das sociedades empresárias no século XX, constataram a existência de uma relação de agência entre o administrador da companhia e seus acionistas.

De acordo com os autores, uma relação de agênicia consiste em um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para prestar algum serviço em seu nome, o que envolve a delegação, para o agente, de certa autoridade para a tomada de decisões (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308). No entanto, partindo do pressuposto de que ambas as partes nesse contrato visam à maximização de seus próprios benefícios, o agente nem sempre agirá de acordo com os melhores interesses do principal.

A fim de minimizar essas divergências, o principal pode monitorar o agente (*monitoring costs*), ou conceder-lhe incentivos para que atenda aos seus interesses (*bonding costs*). Contudo, por mais medidas que sejam adotadas nesse sentido, haverá, na visão dos autores, sempre uma divergência entre as ações do agente, e aquelas que seriam mais adequadas para a melhor garantia dos interesses do principal, o que gera um custo denominado perda residual (*residual lost*). Destarte, os chamados custos de agência (*agency costs*) são formados pela soma dos *monitoring costs*, dos *bonding costs* e da *residual lost* (JENSEN; MECKLING, 1976).

Esses conflitos gerados no âmbito da relação de agência (conflitos de agência) são verificados em diferentes organizações, inclusive nas sociedades empresárias. Aliás, Berle e Means já haviam constatado, anteriormente, na obra *The Modern Corporation and Private Property*, publicada em 1932, que a sociedade anônima de capital aberto estadunidense a eles contemporânea era marcada por uma profunda separação entre propriedade e controle. Em análise das maiores “empresas semipúblicas” do Estados Unidos à época, esses dois autores observaram que, quase invariavelmente, a maior parte dos proprietários dessas companhias haviam renunciado a seu controle, o qual passou por um processo de pulverização (BERLE; MEANS, 1932).

Nesse sentido, com a oferta das ações dessas empresas no “mercado aberto”, e a consequente dispersão da riqueza, houve uma desintegração da propriedade em duas partes componentes: o controle e o usufruto. O usufruto, enquanto direito de desfrutar dos benefícios decorrentes da exploração da propriedade, permanece com os proprietários das ações. Por outro lado, o controle é atribuído àquele indivíduo ou grupo que tem o poder efetivo de selecionar os membros do conselho de administração da empresa, ou, ao menos, sua maioria (BERLE; MEANS, 1932).³

A partir dessas verificações, Jensen e Meckling constataram, na estrutura corporativa, a existência de um conflito de agência entre o administrador (agente), que tem controle sobre a companhia, e os acionistas (principal), que têm propriedade sobre ela. Isso porque, os sujeitos agem pautados na maximização de utilidades, de modo que o administrador de uma sociedade empresária, que não tem propriedade sobre ela, decidirá de acordo com os seus interesses, e não com aqueles dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os custos de agência, na sociedade anônima, assim, englobam não somente a *residual lost*, decorrente da divergência de interesses, mas também os custos ligados ao monitoramento do gestor e à concessão de incentivos a ele, por medidas como: auditorias internas, sistemas formais de controle, restrições orçamentárias, bônus de acordo com o lucro da companhia, dentre outras. Referidos custos irão variar de acordo com a empresa, dependendo de uma série de fatores como o seu tamanho e a qualificação técnica exigida do administrador.⁴

Não obstante, na realidade societária brasileira, esses conflitos assumem outros contornos, conforme ora se passa a expor.

1.2. Teoria da Agência no Brasil

De acordo com Jensen e Meckling (1976), na estrutura das sociedades anônimas existe um conflito de agência entre o administrador (agente), que exerce controle sobre a companhia,

³ De acordo com Marks (1999), nas sociedades anônimas, os acionistas possuem um controle limitado sobre a companhia, não sendo, em geral, capazes de determinar a política da empresa, os administradores. Embora eles tenham o direito de eleger os administradores, o mero exercício do direito de voto como forma de controle é, além de ineficiente, demasiadamente custoso em face de eventuais benefícios que possa trazer.

⁴ Embora esse tema fuja ao escopo do presente trabalho, vale destacar que, atualmente, uma das principais discussões no âmbito da governança corporativa nos Estados Unidos diz respeito ao chamado *short-termism*, que pode ser encarado como uma manifestação do conflito de agência. Esse fenômeno, cuja existência, aliás, é contestada, consistiria, em linhas gerais, na redução da capacidade das sociedades anônimas de fazerem planejamentos a longo prazo, e de reinvestirem os resultados de sua atividade em áreas como pesquisa e desenvolvimento, em função de uma demanda, por parte dos acionistas, pela obtenção imediata de lucros, e da comercialização, em alta velocidade, das ações (ROE, 2020). Trata-se, assim, de mais um possível reflexo da disputa existente, no âmbito societário, entre o principal e o agente, pela alocação de recursos na companhia.

e os acionistas (principal), que têm propriedade sobre ela, na medida em que aquele, ao agir maximizando seus interesses, nem sempre atuará no melhor benefício dos sócios. Contudo, esse modelo foi pensado com base na realidade sócio-econômica dos Estados Unidos, a qual, conforme revelado por Berle e Means (1932), é marcada por forte pulverização das ações, de modo que a maior parte dos acionistas não possui controle sobre a empresa.

Ocorre que essa pulverização não ocorreu em todos os países, sendo notada, sobretudo, nos países de origem anglo-saxã (com tradição legal do *common law*). Segundo estudo conduzido por La Porta *et al.* (1998), a concentração do controle acionário era, ainda, especialmente comum em países com fraca proteção legal para investidores - o que foi observado nos países de *civil law*, sobretudo naqueles de tradição francesa -, na medida em que essa concentração era usada como uma forma de compensar os riscos gerados pela baixa proteção legal. Nesse sentido

There are at least two reasons why ownership in such countries would be more concentrated. First, large, or even dominant, shareholders who monitor the managers might need to own more capital, *ceteris paribus*, to exercise their control rights and thus to avoid being expropriated by the managers. This would be especially true when there are some legal or economic reasons for large shareholders to own significant cash flow rights as well as votes. Second, when they are poorly protected, small investors might be willing to buy corporate shares only at such low prices that make it unattractive for corporations to issue new shares to the public. Such low demand for corporate shares by minority investors would indirectly stimulate ownership concentration (LA PORTA *et al.*, 1998, p. 1145).⁵

Dessa forma, nessas jurisdições, os benefícios de monitoramento proporcionados pela concentração do controle acionário superam os seus riscos.

O Brasil é um dos países onde a pulverização do controle acionário não foi verificada, sendo a estrutura societária marcada, ainda, por forte concentração de poder e propriedade. Estima-se que, no final de 1996, o maior acionista possuía 58% das ações ordinárias das sociedades anônimas, enquanto os três e os cinco maiores acionistas possuíam, em média, 78% e 82% destas ações, respectivamente. No mesmo período, 62,5% das empresas tinham um único acionista com mais de 50% das ações ordinárias (VALADARES; LEAL, 2000). Já no final de 1998, o maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuíam, em média,

⁵ Em tradução livre: Há pelo menos duas razões pelas quais a propriedade em tais países estaria mais concentrada. Primeiro, acionistas grandes, ou mesmo dominantes, que monitoram os gerentes podem precisar possuir mais capital, *ceteris paribus*, para exercer seus direitos de controle e assim evitar serem expropriados pelos gerentes. Isto seria especialmente verdadeiro quando existem algumas razões legais ou econômicas para os grandes acionistas possuírem direitos significativos de fluxo de caixa, assim como votos. Em segundo lugar, quando estão mal protegidos, os pequenos investidores podem estar dispostos a comprar ações corporativas somente a preços tão baixos que tornem pouco atraente para as corporações a emissão de novas ações para o público. Essa baixa demanda por ações corporativas por investidores minoritários estimularia indiretamente a concentração da propriedade.

61%, 79% e 84% do capital votante nas sociedades anônimas, respectivamente, sendo que 69% das empresas tinham um único acionista com mais da metade das ações ordinárias (CARVALHAL DA SILVA; VALADARES; LEAL, 2002).

Em 2000, análise das sociedades anônimas não-financeiras listadas na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) indicou que o maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuíam, respectivamente, 72%, 85% e 87% das ações votantes, sendo que 90% das empresas possuíam um único acionista com mais de 50% das ações ordinárias (CARVALHAL DA SILVA, 2004). Já em pesquisa que incluiu tanto as sociedades anônimas financeiras, quanto as não-financeiras, listadas na Bovespa, demonstrou que, no ano de 2004, o maior acionista possuía, em média, 64,75% das ações ordinárias da empresa, enquanto, em 2006, possuía 59,03% (BORTOLON, 2012).

Além da baixa proteção legal dada aos investidores - uma das motivações apontadas por La Porta (1998) para a concentração em questão -, estudos sugerem que a realidade societária brasileira possui, também, raízes históricas. De acordo com Claessens, Klingebiel e Lubrano (2000), diversas sociedades empresárias abriram seus capitais, no passado, movidas tão somente por incentivos para tanto, mas, na ausência destes, teriam permanecido, provavelmente, privadas e com poucos controladores.

Todavia, alega-se que, nos últimos quinze anos, o mercado de ações brasileiro passou por profundas mudanças, com uma dispersão do controle acionário que o teria afastado da concentração constatada no final do século XX e início do século XXI, colocando-o em uma situação híbrida. Essa mudança adviria do aquecimento do mercado de capitais e da consolidação dos segmentos especiais de governança corporativa na BM&FBOVESPA - atualmente, B3 (MARTES, 2014).

Analisando as informações divulgadas por 129 sociedades anônimas listadas no segmento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA no ano de 2013, Martes (2014) constatou a seguinte configuração: o maior acionista possui participação média de 34,16% do capital social, os três maiores, 51,44%, e, os cinco maiores, 56,33%. Ademais, do universo pesquisado, 28,68% das companhias possuía um único acionista com mais de 50% do capital social (acionista controlador majoritário individual), 42,64% possuía como controlador seu maior acionista, embora este não tivesse mais de 50% das ações, e apenas 28,68% não possuía como controlador seu maior acionista.

Embora, de fato, esses dados indiquem expressiva desconcentração do controle acionário quando comparados às estatísticas do início do século XXI, não é possível afirmar que esse controle no Brasil tenha se tornado disperso, ou pulverizado, sendo, ainda,

marcadamente concentrado. Além disso, o espaço amostral da pesquisadora, composto tão somente de empresas listadas no Novo Mercado, é onde, presume-se, companhias com menor concentração de controle deveriam ser encontradas, não sendo, assim, representativo de todo o mercado de capitais brasileiro. Aliás, esse segmento possui uma série de regras, como a impossibilidade de emissão de ações preferenciais, com o intuito de evitar a concentração do controle acionário (B3, 2017).

Nessa toada, em que pese se reconheça a ocorrência de uma certa dispersão no controle acionário nas últimas décadas no Brasil, considera-se, para fins do estudo dos conflitos existentes na estrutura societária, que as sociedades anônimas brasileiras são, ainda, de controle marcadamente concentrado.

Nas companhias onde há essa concentração do controle acionário, como é o caso, então, daquelas situadas no Brasil, o conflito de agência se dá não tanto entre o administrador e os acionistas, como teorizado por Jensen e Meckling. O conflito se dá, sobretudo, entre acionistas majoritários e minoritários (RODRIGUES; AMBROZINI, 2016). Isso porque, os acionistas majoritários tendem a utilizar os lucros da empresa em benefício próprio, expropriando os minoritários, que não serão contemplados pelas políticas adotadas pelos controladores (CARVALHAL DA SILVA, 2002). Há, assim, a apropriação, pelos controladores, de benefícios privados do controle (*private benefits of control*), valores que não são distribuídos aos demais acionistas (DUTRA; SAITO, 2002). Em outras palavras:

When there is a stockholder that can influence the control of a company, a new agency problem can arise, this time between controlling shareholders and minority shareholders (and not between management and shareholders, as when ownership is more diffuse). When a shareholder's stake is large enough to directly influence the fortunes of a company, he or she will also have an incentive to reduce the return to minority shareholders. So, there will be a different type of agency problem and the mechanisms that will guarantee efficiency here will be different from those in an environment with diffuse ownership (VALADARES; LEAL, 2000, p. 31).⁶

Há, assim, a produção do chamado “efeito-entrincheiramento”, constatado quando, a partir de determinada concentração de propriedade, os acionistas controladores passam a perseguir benefícios privados em detrimento dos demais investidores, expropriando riquezas destes (FAMÁ *et al.*, 2004). Dentre essas ações que os majoritários podem adotar, tem-se:

⁶ Em tradução livre: Quando há um acionista que pode influenciar o controle de uma empresa, pode surgir um novo problema de agência, desta vez entre acionistas controladores e minoritários (e não entre a administração e os acionistas, como quando a propriedade é mais difusa). Quando a participação de um acionista é suficientemente grande para influenciar diretamente a fortuna de uma empresa, ele ou ela também terá um incentivo para reduzir o retorno aos acionistas minoritários. Portanto, haverá um tipo diferente de problema de agência e os mecanismos que garantirão eficiência aqui serão diferentes daqueles em um ambiente com propriedade difusa.

A literatura cita vários exemplos de utilização de recursos da empresa pelos controladores visando ao seu interesse pessoal em detrimento dos demais investidores. Entre essas possíveis formas de canalização de recursos da companhia pelos controladores, destacam-se: a fixação de salários e gastos pessoais excessivos, a venda de ativos da empresa a si próprio ou a outras empresas de seu controle a preços favoráveis (tunneling), a negociação de valores mobiliários da companhia em posse de informações confidenciais ou condições vantajosas, e a realização de transações com partes relacionadas fora das condições de mercado, em detrimento dos acionistas minoritários da companhia (BELLATO; SILVEIRA; SAVOIA, 2006, p. 2-3).

Isso é possibilitado, em grande medida, pelo fato de que, nessas empresas onde há maior concentração de propriedade, os acionistas majoritários exercem controle sobre o conselho de administração, de modo a, conseqüentemente, influenciar as decisões da administração. Em análise de 142 sociedades anônimas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores em 1999, Dutra e Saito (2002) constataram que os conselhos de administração são dominados por representantes dos acionistas controladores, que possuem, em média, 49% dos assentos nesses órgãos, em face de apenas 21% conselheiros independentes. A mesma pesquisa revelou que as sociedades empresárias que poderiam se valer de instrumentos de proteção de acionistas minoritários (como o voto múltiplo e a indicação, por estes, de um membro para o conselho) não se valeram de tais faculdades.

Ademais, os conflitos de agência entre acionistas minoritários e majoritários, decorrentes de uma estrutura de controle concentrado, são intensificados, no Brasil, pelo fato de a legislação societária permitir a quebra da regra “uma ação-um voto” por meio da emissão de ações que não garantem o direito a voto, as ações preferenciais (CARVALHAL DA SILVA, 2004). De acordo com o Artigo 15, §2º, da Lei das S.A.⁷, 50% das ações emitidas por uma sociedade anônima podem ser preferenciais (BRASIL, 1976).⁸

Dessa forma, é possível que um acionista tenha controle sobre a companhia sem possuir mais de 50% das suas ações - bastando que tenha mais de 50% das ações ordinárias. Isso proporciona uma separação entre propriedade e controle entre os próprios acionistas, aumentando os incentivos que os majoritários possuem para, no exercício de sua influência, extrair benefícios privados da empresa, em detrimento dos minoritários (VALADARES; LEAL, 2000). De acordo com levantamento realizado em 131 sociedades anônimas listadas

⁷ “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

[...]

§2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.” (BRASIL, 1976)

⁸ Vale dizer que, até 2001, quando a Lei 6.404 foi modificada pela Lei 10.303/2001, as ações preferenciais poderiam corresponder a até $\frac{2}{3}$ das ações totais da companhia.

na Bovespa no ano de 2002, o maior acionista possuía, em média 74,57% das ações ordinárias, mas menos de 50% das ações totais (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005). Pesquisa semelhante, que abarcou sociedades de capital aberto entre os anos de 1997 e 2002, constatou que nesse período, o maior acionista possuiu, em média, 72,9% dos votos, mas apenas 51,6% das ações totais das empresas (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007).

Destarte, constata-se que, dada a elevada concentração do controle nas sociedades anônimas brasileiras, o que é especialmente acentuado pela permissão legal de emissão de ações que não garantem direito a voto, o conflito de agência na realidade pátria se dá, sobretudo, entre acionistas majoritários (controladores) e minoritários, na medida em que aqueles passam a ter incentivos a expropriar estes, por meio da adoção de medidas que somente lhes favoreçam.

Uma vez delineada a estrutura societária no Brasil, e os conflitos dela decorrentes, necessário se faz apresentar um dos principais elementos ligados às relações de agência no âmbito empresarial, qual seja, os dividendos. É o que se faz na próxima seção.

1.3. Teoria da Agência e Dividendos

Uma questão que, há muito tempo, tem suscitado divergência entre os estudiosos da microeconomia, diz respeito ao motivo pelo qual as sociedades empresárias distribuem dividendos, embora tenham formas menos onerosas, do ponto de vista fiscal, de transferir lucros a seus acionistas, como a recompra de ações (*repurchase of shares*), dentre outras. De acordo com Poterba e Summers (1984), existem três principais teorias que buscam explicar esse dilema, chamado de “*dividend puzzle*”⁹: a *tax irrelevance view*, a *tax capitalization view* e a *traditional view*.¹⁰ Todas essas três visões, vale ressaltar, partem do pressuposto de que o objetivo de uma companhia é sempre a maximização de seu valor de mercado.

A *tax irrelevance view* entende que sociedades empresárias que distribuem dividendos não são penalizadas no mercado, de modo que a taxaço dos dividendos não causa quaisquer distorçoes. Essa visào parte da ideia de que os dividendos nã são, necessariamente, taxados em maior intensidade do que os ganhos de capital.¹¹ Parte dos defensores dessa visào chega a afirmar, inclusive, que investidores marginais (aqueles que impactam o valor das açoes) nã

⁹ Em traduçoão livre, “quebra-cabeça dos dividendos”.

¹⁰ Em traduçoão livre, respectivamente, Teoria da Irrelevância Fiscal, Teoria da Capitalizaçoão Fiscal e Teoria Tradicional.

¹¹ Ganho de capital consiste na diferença positiva entre o valor de alienaçoão de um bem ou direito, e o valor de sua aquisiçoão. Neste trabalho, o termo serã usado, sobretudo, para se referir ao lucro auferido com a venda de uma açao.

são taxados quando do auferimento de nenhuma dessas formas de rendimentos - como ocorre, nos Estados Unidos, em relação a Universidades e fundos de pensão (MCKENZIE; THOMPSON, 1996). Assim, uma redução da tributação de dividendos não traria quaisquer efeitos sobre o valor das ações da companhia, ou mesmo sobre as decisões desta acerca de seus investimentos (POTERBA; SUMMERS, 1984).

A *tax capitalization view* (também chamada de *new view*), por sua vez, parte do pressuposto de que os dividendos são taxados em maior nível do que os ganhos de capital. No entanto, apesar de sua maior oneração fiscal, as companhias distribuiriam dividendos por não ter outra forma de repartir lucros com os acionistas. Dessa maneira, os dividendos são vistos como uma forma residual de distribuir o excesso de receita em relação aos investimentos, sendo o único meio remanescente para “canalizar” renda para os acionistas, após a empresa ter cumprido todas suas obrigações - motivo pelo qual essa teoria é comumente chamada de *trapped equity view*¹² (MCKENZIE; THOMPSON, 1996). Portanto, a tributação dos dividendos (quando feita de forma permanente) não causaria distorções nas decisões da companhia, não impactando a escolha sobre investir ou distribuir esses rendimentos; contudo, um aumento dessa tributação levaria a uma redução dos valores das ações da sociedade (POTERBA; SUMMERS, 1984).

Por fim, a *traditional view* também parte do pressuposto de que os dividendos são taxados em maior nível do que os ganhos de capital. No entanto, diferentemente das teorias anteriores, entende que os dividendos são distribuídos, apesar de sua maior oneração fiscal, por trazerem alguma recompensa para a sociedade empresária. Diferentes vertentes existem a respeito de qual seria essa recompensa, como, por exemplo, a *signalling hypothesis*, segundo a qual, pelo pagamento de dividendos, o administrador sinaliza para os acionistas, os quais possuem menos informações acerca da companhia, que as perspectivas desta são boas (MCKENZIE; THOMPSON, 1996). Nessa toada, a tributação de dividendos possui efeitos sobre as decisões da companhia, na medida em que constitui um ônus fiscal adicional para esta, de modo que, uma redução nessa exação consistiria num incentivo para investimentos em capital, e para a distribuição de lucros (*payout rate*), além de, paralelamente, aumentar o valor das ações (POTERBA; SUMMERS, 1984).

Em suma, tem-se que:

[...] both the new and the traditional views predict that dividend taxes depress equity values, while the tax irrelevance view suggests that they do not; moreover, the traditional view suggests that dividend taxes discourage investment, while the new

¹² Em tradução livre, Teoria do Capital Aprisionado.

and the tax irrelevance views suggest that there will be no impact on investment. Finally, the traditional view predicts that firms will lower dividend payouts in response to increases in the dividend tax rate, while the new and tax irrelevance views predict no impact at all (MCKENZIE; THOMPSON, 1996, p. 14).¹³

Analisando os dados referentes à distribuição de dividendos no Reino Unido, à luz das mudanças na legislação tributária por que o país passou entre 1950 e 1983, Poterba e Summers (1984) chegaram à conclusão de que a *traditional view* é a que melhor explica os dados aferidos. Aliás, de acordo com os pesquisadores, os tributos a que os dividendos estão submetidos são um verdadeiro ônus fiscal adicional para as companhias, de modo que sua redução leva a um aumento na *payout rate* e nos investimentos das sociedades empresárias, bem como diminui o custo de capital destas.

Contudo, em análise dos efeitos da reforma tributária por que passou os Estados Unidos em 2003 - marcada por uma redução na tributação dos dividendos distribuídos pelas sociedades empresárias -, Chetty e Saez (2005) constataram as seguintes tendências: a distribuição de dividendos cresceu fortemente após a redução da tributação; a resposta foi muito rápida (o pagamento de dividendos cresceu em 20% em somente um ano após a reforma), e mais forte entre empresas com maior acumulação de ativos; a resposta foi muito maior entre companhias cujos principais administradores detinham uma fração maior das ações em circulação; e a resposta foi consideravelmente maior entre sociedades empresárias com maior proporção de *shareholders* no conselho de administração.

De acordo com os autores, porém, esses dados seriam incompatíveis com as teorias anteriores, que assumem que as companhias visam sempre à maximização do lucro. Por isso, propõem, para explicá-los, uma abordagem da lógica por trás da distribuição de dividendos com base na Teoria da Agência, a qual pressupõe que a administração da sociedade empresária pode ter um comportamento que não visa à maximização dos lucros empresariais.¹⁴ Assim, entendem que o administrador possui três opções acerca de o que fazer com a receita da sociedade: distribuir dividendos, investir em um projeto produtivo (isto é, que gera lucro para os *shareholders*), ou investir em um projeto não-produtivo (isto é, que gera benefícios individuais para a pessoa do administrador, o que é chamado pelos autores de

¹³ Em tradução livre: tanto a visão nova quanto a tradicional prevêm que os impostos sobre dividendos depreciam os valores das ações, enquanto a visão da irrelevância fiscal sugere que eles não o fazem; além disso, a visão tradicional sugere que os impostos sobre dividendos desestimulam o investimento, enquanto a visão nova e a da irrelevância fiscal sugerem que não haverá impacto no investimento. Finalmente, a visão tradicional prevê que as empresas reduzirão os pagamentos de dividendos em resposta ao aumento do imposto sobre dividendos, enquanto a nova visão e a visão de irrelevância fiscal prevêm que não haverá impacto algum.

¹⁴ No entanto, vale ressaltar, alguns autores incluem a teoria que explica a distribuição de dividendos com base na teoria da agência dentro da *traditional view* (MCKENZIE; THOMPSON, 1996).

pet project). Os *shareholders* levariam o administrador a investir em projetos produtivos de duas formas, quais sejam, incentivos (como bônus a depender do lucro da empresa) e controle (CHETTY; SAEZ, 2010).

Dessa forma, a distribuição de dividendos seria um instrumento apto a diminuir os conflitos de agência na estrutura de uma sociedade empresária, na medida em que reduziria o montante de recursos à livre disposição dos administradores, evitando, assim, sua destinação a *pet projects*.¹⁵

Os autores concluem que a tributação de dividendos possui custos de eficiência de primeira ordem, não por reduzir os investimentos em geral nas empresas, mas sim pela redução do monitoramento, pelos acionistas, do administrador, o que aumentaria o incentivo deste para investir em projetos que somente lhe beneficiem. Logo, a ineficiência causada pela cobrança de tributos sobre dividendos adviria do aumento dos conflitos de agência. Nesse sentido, os tributos sobre o lucro empresarial seriam mais adequados, sob uma perspectiva de política pública, na medida em que gerariam custos de eficiência de segunda ordem apenas (CHETTY; SAEZ, 2010).

Em pesquisa anterior, Easterbrook (1984), embora partindo de argumentos distintos, também concluiu que a razão de haver a distribuição de dividendos seria a redução dos conflitos de agência. Na visão do autor, a distribuição de dividendos, ao diminuir o montante de recursos livre para reinvestimento, seria uma forma de fazer com que as sociedades empresárias permanecessem no mercado de capitais, para a captação de recursos (por exemplo, pela contração de dívidas com *bondholders*). Isso reduziria os conflitos entre o agente e o principal, uma vez que o mercado de capitais seria um ambiente no qual o monitoramento do administrador seria mais eficiente, e feito a um menor custo.

Não obstante, mais uma vez, referidos estudos foram conduzidos com base na realidade societária dos países de *common law*, notadamente os Estados Unidos e o Reino Unido, jurisdições nas quais o fenômeno da pulverização do controle acionário foi verificado.

¹⁵ Há, porém, críticos à ideia de que a distribuição de dividendos poderia ser explicada pela teoria da agência. De acordo com Greenwood (2006), a teoria da agência se trata de apenas uma das metáforas utilizadas para esconder as disputas existentes internamente no âmbito societário pela repartição dos lucros. Isso porque, de acordo com o autor, em análise do ordenamento jurídico estadunidense, os acionistas não possuiriam qualquer direito, do ponto de vista moral, legal ou econômico, a receber dividendos, sendo a distribuição destes, na realidade, apenas um presente, uma liberalidade. No entanto, os administradores, ainda assim, distribuiriam dividendos pois, na condição daqueles que exercem o poder de fato sobre a sociedade empresária, teriam percebido que a ideologia que atribui aos acionistas certo direito aos resultados seria útil para justificar a transferência das riquezas produzidas pela empresa, dos trabalhadores, para uma suposta aliança entre *shareholders* e administradores. Destarte, a seu ver, a distribuição de dividendos seria fruto da adoção da ideologia de que a atividade empresarial deveria ser voltada para maximizar os lucros dos acionistas, o que, convenientemente, justificaria o auferimento de supersalários pelos administradores, para alinhar os interesses destes aos dos proprietários.

Mediante explicitado na subseção anterior, porém, esse processo não ocorreu em grande parte dos países, sobretudo naqueles onde a proteção legal aos investidores não é forte, como é o caso do Brasil. Necessário, então, analisar pesquisas que englobam essa outra realidade.

La Porta *et al.* (2000) analisaram, no ano de 1996, 4.000 sociedades empresárias de 33 países, com diferentes níveis de proteção aos investidores, a fim de verificar o porquê de as empresas distribuírem dividendos, tendo por base, também, a Teoria da Agência. A partir do estudo, os autores constataram que o índice de pagamento de dividendos é maior em países com maior proteção a investidores (e com menor concentração de controle), e, de outro lado, menor onde essa proteção é menor. Com isso, confirmaram o chamado “modelo de resultado” (*outcome model*), segundo o qual acionistas minoritários se valem de sua proteção legal para forçar as companhias a distribuir recursos, reduzindo o montante de riquezas à disposição dos acionistas majoritários para aplicação em benefício próprio. Quanto maiores os direitos dos acionistas minoritários, maior a parcela de recursos que eles buscarão extrair da empresa por meio de dividendos. Ainda, os pesquisadores não encontraram evidências de que os impostos possam alterar a política de dividendos.

Nesse sentido, referido estudo confirma, também para as jurisdições onde a concentração do controle acionário persiste, que os dividendos desempenham importante papel no conflito de agência, sendo uma forma que os aliçados do controle empresarial (sejam os acionistas como um todo, nos países onde o controle é difuso, sejam os acionistas minoritários, nos países onde o controle é concentrado) têm de evitar sua expropriação, reduzindo o montante de recursos à disposição dos controladores.

Outrossim, uma vez demonstrada a relação existente entre os dividendos e o conflito de agência, necessária se mostra a análise da influência da tributação sobre esses rendimentos no Brasil. Isso porque, no cenário nacional, diferentemente do que ocorre em outras jurisdições, os dividendos são, hoje, isentos de Imposto de Renda, e existem os juros sobre capital próprio, que desempenham importante papel na distribuição de recursos a acionistas. Dessa forma, a próxima seção se destina ao estudo da tributação dos dividendos no Brasil, a fim de, na última seção, verificar se o atual regime de isenção desses rendimentos contribui para a redução do conflito de agência no cenário societário brasileiro.

2. Tributação de Dividendos no Brasil

2.1. Conceito de Renda

De acordo com Fernando Daniel de Moura Fonseca (2020), a renda é um conceito jurídico que, embora tenha certa abertura às noções da Economia e da Contabilidade, não se subordina às definições dessas duas ciências. Trata-se, assim, de um conceito formado de modo autônomo no âmbito do Direito.

Intenso debate existe, porém, acerca de qual seria a extensão de referida definição, discussão que advém, inclusive, da própria interpretação dos dispositivos legais que dela tratam. No entanto, por fugirem ao escopo do presente trabalho, referidos debates não poderão ser abordados, de modo que se adota, para fins desta perquirição, o conceito de renda formulado por Fonseca (2020) à luz da Constituição de 1988.

Assim, entende-se a renda como um conceito jurídico, que não se sobrepõe às demais materialidades constitucionais, não subordinado às definições oriundas da Economia e da Contabilidade, indicativo da existência de um acréscimo de valor ao patrimônio do contribuinte, que deverá ter sido previamente adquirido. Ela é oriunda de um fluxo, que não se confunde com o capital ou o patrimônio, apurado sob a perspectiva da manutenção do capital e mensurado em bases anuais. Ademais, o acréscimo de valor deve ser necessariamente realizado, o que pressupõe a ocorrência de um ato ou negócio jurídico representativo de manifestação de vontade do sujeito passivo. Para sua apuração, devem ser considerados os gastos necessários à atividade empresarial, no caso de contribuinte pessoa jurídica, ou aqueles em que o indivíduo incorre de forma compulsória, para a manutenção de uma existência digna ou para o custeio de tratamentos médicos, no caso de contribuinte pessoa física, autorizando-se, ainda, a compensação integral das perdas sofridas nos períodos de apuração anteriores. Por fim, a renda deve partir de uma necessária apuração em conjunto de todos os rendimentos, por meio da aplicação de alíquotas progressivas (progressividade), ressalvada a existência de previsões legais que indiquem a utilização da norma de incidência com efeitos extrafiscais (FONSECA, 2020).

De especial relevância para o presente trabalho é o fato de um dos elementos integrantes do conceito de renda ser a exigência de que esta parta de uma apuração conjunta dos rendimentos. Esse comando, decorrente do princípio constitucional da generalidade - consagrado no Artigo 153, §2º, inciso I da Constituição Federal de 1988¹⁶ -, determina, em

¹⁶ “Art. 153. Compete à União instituir impostos sobre:

[...]

III - renda e proventos de qualquer natureza;

[...]

§ 2º O imposto previsto no inciso III:

I - será informado pelos critérios da generalidade, da universalidade e da progressividade, na forma da lei; [...]" (BRASIL, 1988)

linhas gerais, que todos os rendimentos que compõem a renda, independentemente de terem sua origem no trabalho ou no capital, sejam tratados da mesma forma, e submetidos às mesmas alíquotas (FONSECA, 2020).

No entanto, em face da complexidade da realidade atual, tal comando nem sempre é seguido, de modo que, no ordenamento jurídico pátrio, é comum a adoção de diferentes alíquotas para diferentes rendimentos. Aliás, tome-se como exemplo os dividendos, que não estão submetidos a qualquer imposto, enquanto os ganhos de capital - também rendimentos oriundos do capital - estão, via de regra, sujeitos a uma alíquota de 15% (PAULSEN, 2021).

Fonseca explica isso da seguinte forma:

Assim, pode-se concluir que a construção do conceito constitucional de renda, no que diz respeito à necessidade de consideração conjunta dos rendimentos, deve levar em conta a possibilidade de que o imposto de renda seja utilizado com intuito essencialmente arrecadatório ou com objetivo de promover uma determinada finalidade prevista constitucionalmente. Na primeira hipótese, deve-se trabalhar com o pressuposto de uma tributação que grave todos os rendimentos de uma mesma maneira, em respeito ao princípio da capacidade contributiva. Já na segunda hipótese, a diferenciação é permitida, desde que compatível com um desígnio constitucional e que permitida alguma espécie de dedução (FONSECA, 2020, p. 168).

Destarte, de acordo com o autor, a princípio, todos os rendimentos devem receber o mesmo tratamento, considerando a finalidade arrecadatória do imposto. No entanto, é possível que a lei lhes dispense um tratamento diferenciado com o objetivo de perseguir um determinado objetivo constitucionalmente consagrado. Tal noção é de suma importância para o presente estudo, na medida em que, conforme se constatará, os dividendos são um exemplo de rendimento componente da renda que, ao longo da história, sempre recebeu um tratamento diferenciado em relação aos demais. No entanto, como esta pesquisa almeja constatar, é necessário que essa diferenciação esteja, de fato, atendendo a alguma outra finalidade constitucional.

2.2. História do Imposto de Renda e sua Incidência sobre os Dividendos

A fim de compreender o atual estágio das discussões acerca do Imposto de Renda, necessário se faz um breve esboço histórico acerca desse tributo no Brasil.

O Imposto de Renda, tal como se tem hoje, teve sua origem em 1922, com a edição da Lei de Orçamento nº 4.625, cujo artigo 31 instituiu um “imposto geral sobre a renda”, incidente sobre “o conjunto líquido dos rendimentos de qualquer origem” (AMED;

NEGREIROS, 2000). No entanto, desde 1843, o fisco imperial impunha tributos sobre determinadas categorias de rendimentos, pagos separadamente pelos contribuintes, aos quais se davam, em conjunto, o nome de “impostos sobre rendimentos”, e em cujo bojo se encontrava a exação sobre dividendos.

Em que pesem diversas alterações legislativas ao longo do tempo, a partir da Lei de Orçamento nº 4.625 de 1922, é possível descrever, de acordo com a sistematização de Queiroz e Silva (2015) a cobrança de Imposto de Renda sobre lucros e dividendos em três períodos: (1) um período em que havia a tributação sobre a distribuição de lucros e dividendos e o IRPF era cobrado por meio de cédulas (1923 a 1988); (b) um período de transição, no qual a regulação do tema foi errática (1989 a 1995); (c) e o período atual, no qual houve a isenção do Imposto de Renda sobre a distribuição de lucros e dividendos (1996 em diante).

No primeiro período, em linhas gerais, o Imposto de Renda sobre a pessoa física incidia sobre os chamados rendimentos cedulares¹⁷, diferenciados entre si conforme a natureza (origem) das receitas obtidas pelo contribuinte. Nesse sistema, o cálculo do tributo devido era feito em duas etapas: primeiro, calculava-se o imposto relativo a cada uma das cédulas, sendo que cada uma possuía deduções específicas e uma alíquota proporcional aplicável; posteriormente, realizava-se o somatório dos rendimentos líquidos das cédulas e subtraíam-se os abatimentos gerais, chegando-se ao imposto complementar pela aplicação de uma tabela progressiva (QUEIROZ E SILVA, 2015). A partir de 1963, foram extintas as alíquotas diferenciadas para cada uma das células, sendo mantidas, porém, as deduções específicas.

Nesse tempo, os lucros e dividendos auferidos por pessoas físicas eram obrigatoriamente tributados na cédula F, que, porém, não previa deduções específicas, e, tampouco, alíquotas diferenciadas (presentes nas demais cédulas até 1963). Contudo, em 1975 houve uma alteração legislativa, pela qual a distribuição de lucros e dividendos passou a sofrer retenção na fonte. Feita essa retenção, o contribuinte poderia escolher entre oferecer os valores à tributação na cédula F, compensando-se o montante retido, ou considerá-los tributados exclusivamente na fonte - opção que, normalmente, era feita pelas empresas (QUEIROZ E SILVA, 2015).

¹⁷ Em 1947, havia 8 cédulas: Cédula A (Capitais aplicados em títulos públicos); Cédula B (Capitais e valores mobiliários); Cédula C (Trabalho assalariado com vínculo empregatício); Cédula D (Trabalho autônomo sem vínculo empregatício); Cédula E (Aluguéis); Cédula F (Lucros e dividendos); Cédula G (Exploração agrícola e das indústrias extrativas vegetal e animal); e Cédula H (Outros rendimentos, não incluídos nas cédulas anteriores) (QUEIROZ E SILVA, 2015).

Nesse cenário, portanto, havia uma forte tributação de lucros e dividendos recebidos por pessoas físicas, marcada por alíquotas marginais elevadas¹⁸ e bases de cálculos reduzidas pelas deduções autorizadas. Via de regra, a sociedade empresária recolhia o IRPJ sobre seu lucro e, ainda, de forma cumulativa, retinha o imposto devido sobre os dividendos e lucros distribuídos às pessoas físicas, sem qualquer tipo de compensação ou abatimento entre eles (QUEIROZ E SILVA, 2015).

Já no caso da distribuição de lucros e dividendos a outras pessoas jurídicas, a lógica se apresentava de forma distinta, na medida em que esses rendimentos não tinham impacto sobre o IRPJ pago pela sociedade investidora. Nesse sentido:

Vale notar que o recebimento de lucros e dividendos por parte de pessoas jurídicas não tinha impacto fiscal sobre seu próprio imposto (o IRPJ). Caso a participação societária fosse considerada relevante, a investidora ficava obrigada a avaliar o investimento pelo valor do patrimônio líquido da investida, sendo sua variação positiva (ou negativa) excluída (ou adicionada) no Livro de Apuração do Lucro Real (LALUR). O recebimento de lucros e dividendos era registrado como redução do patrimônio líquido da investida e não influenciava a conta de resultados da investidora. Se o investimento não fosse relevante, a participação societária era avaliada pelo custo de aquisição, sendo os dividendos recebidos registrados como diminuição desse custo. Portanto, também não influenciavam o resultado da investidora. (QUEIROZ E SILVA, 2015, p. 9)

A partir de 1988, ingressou-se no período de transição da tributação de dividendos, marcado pela alternância entre diferentes legislações a esse respeito. A Lei 7.713, de 1988, fortemente influenciada pelo *Tax Reform Act* implementado nos Estados Unidos, alterou as alíquotas do IRPF, bem como as despesas dedutíveis. Ademais, criou o Imposto Sobre o Lucro Líquido (ILL), que incidia à alíquota de 8% sobre o lucro líquido comercial das sociedades empresárias, independentemente de efetiva distribuição. Dessa forma, quando distribuído, o lucro ou dividendo não se sujeitava a nova tributação (QUEIROZ E SILVA, 2015).

A exação em questão veio a ser declarada inconstitucional pelo Supremo Tribunal Federal, no julgamento, em 1995, do Recurso Extraordinário 172.058/SC. Contudo, antes disso, a cobrança do ILL havia sido superada pela Lei 8.383, de 1991, que determinou que este não incidisse sobre os lucros formados a partir de 1993, com algumas exceções.¹⁹ Por

¹⁸ “[N]o ano-calendário de 1988, a incidência composta do IRPJ e do IRRF poderia chegar a 70% (25%+35%+10%) do lucro distribuído. Uma vez que a alíquota progressiva marginal do IRPF naquele ano foi de 45%, a incidência marginal poderia, em tese, chegar a 90% (35%+10%+45%), hipótese que dificilmente ocorria na prática, pois os contribuintes optavam por considerar o lucro tributado exclusivamente na fonte” (QUEIROZ E SILVA, 2015, p. 8)

¹⁹ A mesma lei “[e]stabeleceu, no entanto, imposto à alíquota de 15% na distribuição de lucros para residentes no exterior (art. 77). A Lei nº 8.541, de 23 de dezembro de 1992, por sua vez, estabeleceu que apenas os rendimentos pagos a sócios ou titular de empresa individual que ultrapassassem o valor do lucro presumido,

isso, considera-se o ano-calendário de 1993 como o primeiro em que a distribuição de lucros e dividendos esteve isenta do Imposto de Renda (QUEIROZ E SILVA, 2015).

A exação em questão, porém, voltou a ser realizada com a aprovação das Leis 8.849/1994 e 9.064/1995, aplicando-se uma alíquota de 15% aos lucros formados, a partir de 1994, por empresas optantes do lucro real. A pessoa jurídica que recebesse dividendos poderia optar pela tributação exclusiva na fonte, ou deduzir o imposto pago naquele devido na declaração de ajuste anual. Lado outro, no caso da pessoa jurídica beneficiária optante do lucro real, o tributo era considerado como antecipação a ser compensada com o IRRF que ela teria que recolher pela distribuição de seus lucros e dividendos (QUEIROZ E SILVA, 2015).

2.3. Regime Atual

Em 1995, houve a aprovação da Lei 9.249, que estipulou uma alíquota de 15% para o Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas, com incidência adicional de uma alíquota de 10% sobre a parcela de lucro excedente ao valor resultante da multiplicação de R\$ 20.000,00 pelo número de meses do período de apuração. Esses percentuais, vigentes até hoje, somados à alíquota de 9% devida a título de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido,²⁰ resultam na tributação do lucro empresarial no montante de 34% (15 + 10 + 9).

Ainda, a Lei estabeleceu, em seu artigo 10º, a isenção do Imposto de Renda sobre a distribuição de lucros e dividendos. O dispositivo assim afirma:

Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior. (BRASIL, 1995)

Percebe-se, assim, que houve uma ampla isenção sobre esses rendimentos. De acordo com a exposição de motivos do diploma legal, a medida teve o intuito de promover a ampla integração entre pessoas física e jurídica, por meio da promoção da tributação do lucro

deduzido do IRPJ, seriam tributados na fonte e na declaração anual dos referidos beneficiários (art. 20), sistemática confirmada pela Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995 (art. 46)” (QUEIROZ E SILVA, 2015, p. 11).

²⁰ De acordo com artigo 3º, III da Lei 7.689/88. A estipulação de alíquota de 9% para a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido toma por base a regra para as sociedades empresárias, tendo em vista que no caso das pessoas jurídicas de seguros privados, das de capitalização, dentre outras, o percentual chega a 20% (BRASIL, 1988).

exclusivamente nesta. Ademais, visou à simplificação do controle, à inibição da evasão e ao estímulo aos investimentos nas atividades produtivas (BRASIL, 1995).

Além dessa alteração, a Lei 9.249 instituiu, em seu artigo 9º, uma nova forma de distribuição de resultados das sociedades empresárias a seus sócios, qual seja, os juros sobre o capital próprio (JSCP).²¹ O pagamento destes está limitado à variação, *pro rata* dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP e pode ser imputado ao valor dos dividendos que devem ser obrigatoriamente pagos pelas companhias nos termos do artigo 202 da Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas) - a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, em caso de omissão deste, metade do lucro líquido do exercício, após deduções e acréscimos legais, via de regra (BRASIL, 1976).

Contudo, a remuneração de sócios por esse meio é, por força legal, despesa dedutível da base de cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Dessa forma, esses rendimentos não são tributados na pessoa jurídica da distribuidora, mas sim nas pessoas dos sócios, à alíquota de 15%. O imposto é retido na fonte, sendo considerado antecipação do devido na declaração de rendimentos, caso o beneficiário seja pessoa jurídica tributada com base no lucro real, ou tributação definitiva, caso o beneficiário seja pessoa física ou pessoa jurídica não tributada com base no lucro real.

A medida foi tomada como forma de compensação da extinção da correção monetária do balanço - algo que normalmente servia como forma de planejamento fiscal -, determinada pelo artigo 4º do diploma. Além disso, motivou-se, sobretudo, no incentivo ao investimento, conforme exposição de motivos:

11. A permissão de dedução de juros pagos ao acionista, até o limite proposto, em especial, deverá provocar um incremento das aplicações produtivas nas empresas brasileiras capacitando-as a elevar nível de investimentos, sem endividamento, com evidentes vantagens no que se refere à geração de empregos e ao crescimento sustentado da economia. Objetivo a ser atingido mediante a adoção de política tributária moderna e compatível com aquela praticada pelos demais países emergentes, que competem com o Brasil na capacitação de recursos internacionais para investimento. (BRASIL, 1995)

Dessa forma, via de regra, os lucros das sociedades empresárias anônimas passaram a poder ser distribuídos sob a forma de dividendos ou juros sobre capital próprio,

²¹ “Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, *pro rata* dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP. [...]”

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. [...]” (BRASIL, 1995)

desenhando-se o seguinte cenário fiscal: os dividendos são tributados, enquanto lucro da pessoa jurídica distribuidora, sob a alíquota de 34% (considerando IRPJ e CSLL), mas não são tributados quando distribuídos, seja a sócio pessoa física, seja a sócio pessoa jurídica, e seu pagamento não dá direito a qualquer dedução; os juros sobre capital próprio, por outro lado, não são tributados na pessoa jurídica distribuidora, sendo seu pagamento, ao revés, dedutível do lucro real dela, mas há a tributação, quando de sua distribuição ao sócio, à alíquota de 15%.

Nesse sentido, sob a lógica da pessoa jurídica distribuidora, a forma mais favorável de repartição de resultados é pelos juros sobre capital próprio, tendo em vista que a base de cálculo tanto do IRPJ quanto da CSLL diminuem à medida que crescem as despesas de juros com capital próprio.

Já sob a lógica do beneficiário dos resultados repartidos, é necessário analisar separadamente o sócio pessoa jurídica e o sócio pessoa física.

No caso do beneficiário pessoa física, ao contrário do que a isenção dos dividendos faz parecer, a forma de repartição de resultados mais favorável também é aquela feita mediante juros sobre capital próprio. Isso porque, embora estes sejam tributados à alíquota de 15%, a retenção na fonte desse montante é definitiva (conforme artigo 9º, §3º, II da Lei 9.249/95), não sendo as parcelas recebidas submetidas a exação posterior. Assim, como esse valor não foi submetido ao IRPJ e à CSLL, com alíquota conjunta de 34%, na sociedade empresária distribuidora, dada a dedução realizada, tem-se um ganho fiscal de 19%. Nesse sentido, vale demonstrar:

Tributação na pessoa jurídica				
(1) Lucro (R\$)	100,00	100,00	100,00	100,00
(2) Despesa de juros s/ capital próprio (R\$)	0,00	10,00	15,00	20,00
(3) Lucro tributável (R\$) [(1) – (2)]	100,00	90,00	85,00	80,00
(4) IRPJ + adicional (R\$) [25% de (3)]	25,00	22,50	21,25	20,00
(5) CSLL (R\$) [9% de (3)]	9,00	8,10	7,65	7,20
(6) Tributação total sobre o lucro (R\$) [(3)+(4)+(5)]	34,00	30,60	28,90	27,20
(7) Alíquota efetiva (%) [(6) – (2)]	34,00	30,60	28,90	27,20
Tributação JCP na pessoa física				
(8) JCP recebido (R\$)	0,00	10,00	15,00	20,00
(9) IRPF (R\$) [15% de (8)]	0,00	1,50	2,25	3,00
(10) Alíquota efetiva consolidada (%) [(7)+(9)]	34,0	32,1	31,2	30,2

Tabela 1.

Fonte: QUEIROZ E SILVA, 2015, p. 13.

Dessa forma, recebendo como dividendos, a pessoa física beneficiária pagaria uma alíquota efetiva de 34% sobre o valor (ainda que na pessoa jurídica distribuidora). Já na forma de juros sobre capital próprio, paga tão somente os 15% retidos na fonte.

Lógica diversa, porém, pode-se constatar no caso de sócio pessoa jurídica tributada sob o regime de lucro real. Apesar de esta também receber os juros sob capital próprio com a incidência de uma alíquota de 15% na fonte, esta exação não é definitiva, sendo mera antecipação do devido na declaração de rendimentos, nos termos do artigo 9º, §3º, I da Lei 9.249/95. Dessa maneira, esses rendimentos comporão a base de cálculo do IRPJ e da CSLL da pessoa jurídica recebedora, tributos estes que possuem uma alíquota conjunta de 34% (presumindo-se ser caso do acréscimo de 10%, conforme acima disposto). No entanto, os juros sobre capital próprio são considerados como receitas financeiras das pessoas jurídicas, de modo que, sobre eles, também incidirão PIS e COFINS, com alíquotas de, respectivamente, 1,65% e 7,6%, no regime não cumulativo. Logo, ao fim, sobre os juros sobre capital próprio recebidos por pessoa jurídica sócia da distribuidora, ter-se-ia uma exação com alíquota efetiva de 43,25% - considerando IRPJ, CSLL, PIS e COFINS (MARQUEZINE *et al.*, 2014).

Nesse ínterim, constata-se que, para beneficiária pessoa jurídica, a percepção de dividendos, sobre os quais incide a alíquota efetiva de 34% na pessoa da distribuidora, é mais favorável do que a percepção de juros sobre capital próprio, os quais serão submetidos a alíquota efetiva de 43,25%.

Destarte, conforme será melhor abordado na seção 3 deste trabalho, o tratamento fiscal dado, no ordenamento brasileiro, às diferentes formas de distribuição dos resultados da sociedade empresária, coloca os atores envolvidos nessa estrutura em situações opostas: para uns, os dividendos são mais vantajosos; para outros, os juros sobre capital próprio são melhores. Há de se questionar, assim, quais os efeitos dessa realidade sobre os conflitos de agência.

2.4. Projeto de Mudança

No dia 25/06/2021, o governo federal enviou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei 2.337/2021, enquanto segunda etapa da Reforma Tributária por ele pretendida. O Projeto se destina, sobretudo, a promover alterações nas normas relativas ao Imposto de Renda e à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

Em sua forma original, a proposta adicionaria o Artigo 10-A à Lei 9.249/95, estabelecendo a incidência do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza retido na fonte, à alíquota de 20%, sobre os lucros ou dividendos pagos ou creditados sob qualquer forma pelas pessoas jurídicas - salvo algumas exceções específicas. Referida alíquota chega a 30% na hipótese de o beneficiário do dividendo se situar em país de tributação favorecida - paraíso fiscal (BRASIL, 2021). Dessa forma, o projeto visa a por fim ao regime de isenção total hoje vigente no Brasil.

Ainda, o PL altera o Artigo 9º da Lei 9.249/95, vedando, a partir de 2022, a dedução dos juros sobre capital próprio, distribuído pelas sociedades empresárias, na base de cálculo do IRPJ e do CSLL por elas devidos.

No entanto, por outro lado, a proposta prevê uma redução na alíquota do Imposto sobre a Renda da Pessoa Jurídica, de 15% para 10%, mantendo, porém, o acréscimo de 10% para as empresas de maior porte. A alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido foi mantida em 9%, de modo que, via de regra, a tributação sobre a renda da pessoa jurídica, no projeto inicial, era na ordem de 29% (BRASIL, 2021).

O texto-base do PL foi aprovado pela Câmara dos Deputados, que, contudo, promoveu algumas alterações: a alíquota do imposto retido na fonte sobre o pagamento de dividendo passou a ser de 15%; a alíquota do IRPJ sofreu nova redução, para 8%; e a alíquota da CSLL foi reduzida para 8% (CÂMARA, 2021). Nesse sentido, a tributação sobre a renda da pessoa jurídica, no estágio em que o projeto se encontra hoje, é na ordem de 26% (considerando o acréscimo de 10%).

Tendo sido exposto o atual regime de tributação de dividendos e de distribuição de juros sobre capital próprio, bem como a principal proposta para sua mudança, passa-se, agora, ao estudo de se a isenção de Imposto de Renda conferida aos dividendos serve, na realidade brasileira, como forma de reduzir os conflitos de agência nas sociedades empresárias anônimas. Esse questionamento é de suma importância para a aferição dos possíveis efeitos da volta da tributação desses rendimentos, como propugnado pela Reforma.

3. Tributação de Dividendos no Brasil e Teoria da Agência

Na primeira seção deste trabalho, foram apresentadas as teorias a respeito da existência de um conflito de agência entre acionistas e administradores no âmbito das sociedades de capital aberto. Em seguida, demonstrou-se que o cenário brasileiro é ainda marcado pela concentração do controle acionário, de modo que os conflitos de agência

assumem outros contornos, manifestando-se, notadamente, entre os acionistas minoritários e os majoritários. Isso porque, dada a concentração do controle (que, em virtude da emissão de ações sem direito a voto é, muitas vezes, superior à concentração da propriedade em si), os acionistas controladores possuem incentivos para expropriar os minoritários, auferindo benefícios privados decorrentes da influência por eles exercida. Ainda, na subseção 1.3, foram abordadas as diferentes teorias que buscam explicar o motivo pelo qual as sociedades empresárias distribuem dividendos, com destaque para aquelas que justificam essa atitude nos conflitos de agência, as quais demonstram que, inclusive nas jurisdições de controle acionário concentrado, a distribuição de dividendos é uma forma de reduzir referidos conflitos.

Já na segunda seção, após breve conceituação do imposto de renda, com destaque para o fato de este poder possuir diferentes alíquotas para diferentes rendimentos (desde que a diferenciação se baseie em um valor constitucional), fez-se um esboço histórico desse tributo, até os dias atuais. Hoje, conforme mencionado, existe um regime de isenção dos dividendos, e a lei tributária traz a possibilidade de as sociedades empresárias distribuírem seus lucros aos acionistas por meio dos juros sobre capital próprio, os quais são abatidos da base de cálculo do IRPJ, mas submetidos a uma exação na figura do acionista. Dessa forma, sob a ótica da sociedade distribuidora, é mais interessante repartir os recursos por meio dos juros sobre capital próprio, o mesmo valendo para os acionistas pessoas físicas; já sob a ótica dos acionistas pessoas jurídicas, é mais interessante que a repartição se dê por meio de dividendos. No entanto, discute-se, no momento (como no Projeto de Lei nº 2.337/2021), o fim da isenção fiscal sobre os dividendos, o que pode alterar essa lógica.

Após essas considerações, a presente seção busca analisar se o atual regime de isenção sobre os dividendos contribui para a redução dos conflitos de agência na estrutura societária brasileira, na qual essas disputas são travadas, notadamente, entre acionistas minoritários e majoritários. Aliás, constatou-se, na subseção 1.3, que a repartição dos resultados empresariais, *per se*, é, inclusive em jurisdições de controle acionário concentrado, um instrumento de redução desses conflitos. Contudo, o questionamento ora posto, que é a pergunta-problema deste trabalho, é se a isenção fiscal sobre os dividendos, atualmente vigente no Brasil, também contribui para a mitigação dos conflitos de agência, ou não.

Algumas pesquisas indicam que, no cenário brasileiro, quanto maior a concentração do controle acionário, menor o índice de *payout* da companhia.

Rodrigues e Ambrozini (2016) estudaram a política de distribuição de dividendos de 466 empresas brasileiras não-financeiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2000 a 2013, a fim de verificar se referida política é utilizada para reduzir os conflitos de agência

entre acionistas minoritários e controladores. Para aferir o nível do conflito de agência em uma dada companhia, os autores se valeram de duas variáveis: o excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista e o fluxo de caixa livre para os acionistas.

Dessa forma, a hipótese testada foi a de que, se, de fato, as sociedades empresárias brasileiras se valem da distribuição de dividendos como meio de atenuar os conflitos de agência, quanto maior o excesso de direito a voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do maior acionista, e quanto maior o fluxo de caixa livre para os acionistas, maior deveria ser o índice de *payout*.

Não obstante, a hipótese foi refutada, e os pesquisadores concluíram que as empresas brasileiras de capital aberto não se valem da política de dividendos como mecanismo de redução de conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Os resultados revelaram, por outro lado, uma relação positiva entre o índice de *payout* das empresas, e seu tamanho e rentabilidade, mas uma relação negativa entre aquele e as oportunidades de crescimento das companhias (RODRIGUES; AMBROZINI, 2016).

Outras perquirições foram realizadas nesse sentido. Uma análise de 153 companhias abertas brasileiras não-financeiras listadas na Bovespa entre 1998 e 2003 constatou que quanto maior o excesso de poder de voto do controlador - isto é, a diferença entre a participação do controlador nas ações que garantem direito a voto e sua participação acionária total -, menor o índice de pagamento de dividendos, o que sugere que maior é a expropriação dos acionistas minoritários (BELLATO; SILVEIRA; SAVOIA, 2006).

Resultado semelhante foi alcançado, mais recentemente, por Lima (2014). Em estudo de 297 companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA entre 2005 e 2012, o autor verificou que, quanto maior a concentração do direito de voto nas empresas, menor o nível de dividendos por elas pago. Desse modo, concluiu que estruturas dominantes e concentradas em direito de voto exercem uma influência negativa no *payout*, quando comparadas a estruturas dispersas.

Essas três pesquisas não permitem aferir os efeitos específicos da isenção (ou da tributação) dos dividendos sobre sua distribuição, e, conseqüentemente, sobre os conflitos de agência. Aliás, não incluem, dentre suas variáveis, quaisquer considerações de caráter fiscal, como comparações entre períodos em que a isenção não era dada, e outros em que o era, ou mesmo comparações entre diferentes formas de distribuição de resultados, como dividendos e juros sobre capital próprio. Não obstante, todas as três demonstram que, quanto maior a concentração do controle nas companhias, menor o índice de pagamento de dividendos,

mesmo em um período no qual estes não são submetidos ao Imposto de Renda (todos os estudos foram pautados em dados posteriores a 1995). Esses resultados fornecem ao menos indícios de que a isenção não contribui para a redução dos conflitos de agência, tendo em vista a permanência de uma aparente tendência à expropriação dos minoritários ante a concentração do controle nos majoritários. Contudo, necessário maior aprofundamento para a realização de referida ilação, com base em estudos que efetivamente considerem os efeitos dos tributos sobre a distribuição de resultados aos acionistas.

Os efeitos da isenção tributária sobre os dividendos já foram analisados em outros momentos no regime tributário nacional. Procianoy (1994), em estudo da reforma na legislação tributária brasileira em 1988, que reduziu a tributação sobre os dividendos, esperava que os controladores aumentassem a distribuição desses rendimentos, como forma de maximizar as riquezas dos investidores, o que reduziria os conflitos de agência. Não obstante, o autor, que analisou 42 sociedades empresárias listadas na Bovespa entre 1987 e 1992, constatou que, em que pese o fato de a tributação exercer influência sobre a política de dividendos, os controladores tendem a reter a maior parcela possível dos resultados, agravando o conflito em questão.

Dessa forma, embora refira-se a momento distinto - quando, por exemplo, não havia ainda os juros sobre capital próprio -, referida perquirição indica que a isenção do Imposto de Renda sobre os dividendos não trouxe maiores consequência para os conflitos de agência, tendo em vista que o aumento na distribuição desses rendimentos, que, teoricamente, poderia reduzir as disputas no âmbito societário, não foi verificado.

Pesquisa semelhante, conduzida por Paiva e Lima (2001), e realizada após a Reforma de 1995 - sob o regime atual do Imposto de Renda, portanto -, chegou a resultado semelhante. Nela, analisou-se a política de dividendos das sociedades anônimas não-financeiras listadas na BOVESPA nos anos de 1995 a 1998, limitando-se o espaço amostral àquelas que apuraram lucros e distribuíram dividendos (o que resultou em um universo de 71 companhias). O objetivo foi aferir os reflexos da Reforma Tributária de 1995 sobre a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio pelas companhias.

A primeira hipótese da perquirição em questão era que as sociedades empresárias aumentariam seu índice de *payout* a partir de 1996, tendo em vista que se tornara mais vantajoso para os acionistas, do ponto de vista fiscal, auferir dividendos ou juros sobre capital próprio, do que ganhos de capital. No entanto, a hipótese restou rejeitada, tendo em vista que não foi constatada qualquer mudança na política de dividendos da companhia após as alterações na legislação tributária (PAIVA; LIMA, 2001).

Dessa forma, verifica-se que, em que pese o estudo mencionado não tenha sido voltado para a questão da agência, também ele evidencia que a isenção do Imposto de Renda sobre dividendos não foi usada para reduzir os conflitos. A propósito, após a alteração legislativa, não foi constatada nenhuma mudança no índice de *payout* das companhias.

Estratégia mais precisa, porém, para aferir as consequências da isenção dos dividendos sobre os conflitos de agência, é compará-los com os juros sobre capital próprio. De acordo com Boulton, Braga-alves e Shastri (2012) o ordenamento jurídico nacional, por possuir tanto os dividendos, quanto os juros sobre capital próprio, como formas de distribuição de resultados, constitui um bom ambiente para a condução de estudos empíricos.

Essas duas formas de rendimentos são mais próximas entre si do que dividendos e ganhos de capital, que são os parâmetros utilizados em outros ordenamentos. Assim, a análise de se, com o aumento da tributação sobre os dividendos, a distribuição de juros sobre capital próprio aumenta ou diminui consiste em uma forma mais segura de aferir os reflexos da tributação sobre a forma de distribuição de resultados, do que a análise de se, ante o mesmo aumento, os ganhos de capitais se elevam. A propósito, pode-se considerar que dividendos e juros sobre capital próprio possuem as mesmas características (como, por exemplo, serem uma forma de sinalizar aos acionistas que a sociedade empresária está lucrando), o que permite um isolamento dos efeitos da tributação (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012).

Tendo isso em vista, os autores conduziram um estudo empírico no qual analisaram a política de distribuição de resultados de todas as sociedades anônimas não-financeiras listadas na Bovespa entre 1996 e 2007. Para tanto, partiram do pressuposto de que a forma mais vantajosa, do ponto de vista fiscal, para a repartição de resultados com os sócios, seriam os juros sobre capital próprio.

Assim, os pesquisadores constataram que, de fato, no período analisado, quanto maior a lucratividade das empresas, maior a tendência de que estas distribuíssem resultados por meio de juros sobre capital próprio, quando comparados a dividendos. A mesma relação valia para a *payout ratio* das sociedades, bem como para seu nível de governança: quanto maior a porção de lucro por elas distribuído, e quanto maior seu nível de governança, maior a tendência a que a distribuição fosse feita por juros sobre capital próprio (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012).

Entretanto, interessante, apesar da clara vantagem fiscal trazida pela distribuição de resultados por meio de juros sobre capital próprio (conforme demonstrado na subseção 2.3 deste trabalho), os autores verificaram que um número significativo de companhias

continuava baseando sua distribuição de resultados sobretudo em dividendos (em 2007, cerca de 43% do grupo analisado pagava tão somente dividendos aos seus investidores). Uma hipótese por eles levantada para explicar isso é a de que o mercado reage melhor quando a distribuição de dividendos é anunciada, em comparação aos momentos de anúncio de juros sobre capital próprio (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012). Nesse sentido:

Firm-level governance also plays a role in Brazilian firms' payout decisions, presumably because tax incentives are more valuable to firms that commit to higher standards of investor protection and transparency. However, despite the obvious advantages of interest on equity, many sample firms continue to pay cash dividends. Their motive may lie in the market's reaction to payout policy announcements. Larger abnormal returns around announcements of cash dividends suggest that dividend-paying firms may be catering to investor demands (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012, p. 22).²²

Outra relevante pesquisa foi a conduzida por Marquezine *et al.* (2015), na qual foram analisadas as demonstrações contábeis, relativas ao ano de 2012, das 98 maiores sociedades anônimas de capital aberto brasileiras. O estudo revelou que, das empresas analisadas, 89 eram controladas por pessoas jurídicas, e apenas 9, por pessoas físicas. No entanto, o quadro acionário das companhias, em geral, era formado de 82% de pessoas físicas e 18% de pessoas jurídicas. Dessa forma, constatou-se que, ao passo em que a maioria dos investidores eram pessoas físicas, o controle era majoritariamente exercido por pessoas jurídicas.

Ademais os pesquisadores constatam que a remuneração dos acionistas por dividendos é 71% superior à remuneração por juros sobre capital próprio. Do limite legalmente permitido para a distribuição de juros sobre capital próprio, as sociedades empresárias analisadas utilizaram-se, em média, de tão somente 40%, o que implicou uma renúncia, pelas empresas distribuidoras, de um benefício fiscal total de R\$ 14,8 bilhões, tendo em vista o quanto poderiam ter deduzido da base de cálculo de pagamento do IRPJ e da CSLL (MARQUEZINE *et al.*, 2015).

Essas duas últimas perquirições indicam, com maior precisão, que a isenção sobre os dividendos não contribui para a redução dos conflitos de agência. A propósito, referido benefício fiscal fez com que a distribuição de resultados por meio de dividendos fosse mais vantajosa tão somente para acionistas pessoas jurídicas, tendo em vista a incidência do

²² Em tradução livre: A governança em nível empresarial também desempenha um papel nas decisões de pagamento das empresas brasileiras, presumivelmente porque os incentivos fiscais são mais valiosos para as empresas que se comprometem com padrões mais elevados de proteção ao investidor e transparência. Entretanto, apesar das vantagens óbvias dos juros sobre o capital próprio, muitas empresas da amostra continuam a pagar dividendos. Seu motivo pode estar na reação do mercado aos anúncios de política de pagamento. Os maiores retornos anormais em torno dos anúncios de dividendos em dinheiro sugerem que as empresas que pagam dividendos podem estar atendendo às demandas dos investidores.

Imposto de Renda na alíquota efetiva de 34%; para a própria empresa distribuidora, bem como para os acionistas pessoas físicas e pessoas jurídicas imunes, a forma de distribuição mais vantajosa passou a ser os juros sobre capital próprio.

Todavia, em que pese, do ponto de vista fiscal, a distribuição de juros sobre capital próprio ser mais vantajosa à empresa, as duas pesquisas anteriores demonstram que as sociedades anônimas brasileiras continuam se valendo, sobretudo, dos dividendos, que são a forma de distribuição de resultados mais utilizada. Isso indica, assim, uma tendência a atender aos interesses dos acionistas pessoas jurídicas, grupo no qual, conforme demonstrado por Marquezine *et al.* (2015), os controladores normalmente se encontram, em que pese o fato de a maioria dos acionistas serem pessoas físicas.

Destarte, a isenção tributária dos dividendos faz com que as sociedades empresárias adotem uma política de *payout* prejudiciais a elas e a seus acionistas minoritários (em geral, pessoas físicas), a fim de atender aos interesses dos acionistas controladores (em geral, pessoas jurídicas). Trata-se, assim, de adoção de decisões empresariais visando a proporcionar benefícios privados aos controladores.

Vale ressaltar, porém, que não se nega o fato de que essa política possa trazer benefícios também para a própria sociedade distribuidora, ainda que indiretamente. Aliás, essa maior distribuição de dividendos, quando comparada a juros sobre capital próprio, pode servir como medida para atrair investidores pessoas jurídicas. No entanto, isso não ilide o caráter prejudicial a acionistas pessoas físicas, nem o fato de que essa lógica pode aumentar os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários.

Em suma, as pesquisas acima colacionadas permitiram que se chegasse a três conclusões de importância central a esta pesquisa:

- a) No Brasil, em que pese a isenção sobre os dividendos, quanto maior a concentração do controle acionário, menor o índice de *payout* das companhias, o que traz indícios da parca utilização desse artifício para a redução dos conflitos de agência;
- b) A isenção do imposto de renda sobre os dividendos não aumentou, em geral, o índice de repartição de resultados entre acionistas, o que indica que o benefício fiscal não foi utilizado para a redução das disputas no âmbito societário;
- c) As sociedades empresárias anônimas continuam a distribuir mais dividendos do que juros sobre capital próprio, utilizando este último em um nível aquém do que poderiam, o que demonstra um favorecimento dos acionistas pessoas jurídicas (grupo ao qual os acionistas controladores, em geral, pertencem), em detrimento próprio e dos

acionistas pessoas físicas (em geral, minoritários), o que, presume-se, acirra conflitos de agência.

Portanto, em face de todo o exposto nesta seção, chega-se a uma resposta negativa à pergunta-problema colocada neste trabalho: à luz da Teoria da Agência, a isenção do Imposto de Renda sobre os dividendos, atualmente existente no Brasil, não contribui para a redução dos conflitos de agência no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto brasileiras. A hipótese inicialmente aventada, de que referido benefício fiscal reduziria esses conflitos, assim, não foi confirmada.

Conclusão

A perquirição *sub examine* teve o intuito de responder se, à luz da Teoria da Agência, a isenção do Imposto de Renda sobre os dividendos, atualmente existente no Brasil, contribui para a redução dos conflitos de agência no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto brasileiras. A pesquisa, que partiu de uma hipótese positiva ante a pergunta colocada, justifica-se pelas atuais discussões travadas a respeito do retorno da tributação sobre essa forma de rendimento, sendo essencial saber se a redução dos conflitos de agência é uma das vantagens proporcionadas pelo atual regime.

Quanto à metodologia, a investigação partiu de uma vertente jurídico-social e valeu-se de um raciocínio dedutivo, enquadrando-se num gênero prático e teórico, e num tipo jurídico-compreensivo e jurídico-propositivo, de modo a promover uma análise qualitativa das fontes (não só jurídicas, como de outras áreas do conhecimento, notadamente a Contabilidade e a Economia), ressaltando a interdisciplinariedade do tema. Ademais, no que concerne à estratégia metodológica, este trabalho lançou mão de um estudo de conteúdo dessas fontes.

Dessa forma, constatou-se que os conflitos de agência são aqueles que surgem em uma relação de agência, na qual um indivíduo (o principal) contrata outro (o agente) para prestar, em seu nome, um serviço, delegando-lhe poder decisório. Os conflitos surgiriam porque, nessa relação, cada um dos envolvidos estaria buscando maximizar seus próprios benefícios. Esses conflitos podem ser verificados na estrutura das sociedades empresárias anônimas, a partir da dispersão do controle acionário, entre os administradores (agente) e os acionistas (principal), tendo em vista que aqueles nem sempre atuarão de forma a atender aos interesses destes. No entanto, nas jurisdições onde o controle acionário ainda é eminentemente

concentrado, como é o caso do Brasil, os conflitos de agência no âmbito empresarial assumem outros contornos, manifestando-se, sobretudo, entre acionistas majoritários e minoritários, uma vez que aqueles têm incentivos a auferir benefícios privados de seu controle.

Verificou-se, ainda, que os dividendos assumem importante papel nos conflitos de agência, sendo vistos como um instrumento para reduzir essas disputas, na medida em que reduzem o montante de recursos à livre disposição dos controladores. No Brasil, porém, essa função desempenhada pelos dividendos assume feições próprias quando contrastada com o regime fiscal nacional. Desde 1995, o ordenamento jurídico brasileiro estabelece a isenção total dos dividendos, havendo, ainda, outra forma de repartição de resultados, os juros sobre capital próprio, que são dedutíveis da base de cálculo do IRPJ pago pelas sociedades empresárias. Assim, tem-se um cenário no qual, para as empresas distribuidoras, bem como para os acionistas pessoas físicas, os juros sobre capital próprio são mais vantajosos; já para os acionistas pessoas jurídicas, os dividendos são menos onerosos.

Tendo em vista esse cenário, as pesquisas empíricas conduzidas no país demonstram, em primeiro lugar, que, apesar da isenção sobre os dividendos, quanto maior a concentração do controle acionário nas empresas, menor o índice de pagamento desses rendimentos, o que fornece indícios de que a política tributária em análise não possui o efeito de reduzir os conflitos de agência. Outros estudos revelam, ainda, que, após a Reforma de 1995, que instituiu a isenção em questão, o índice de *payout* não se elevou, o que, novamente, indica que esse benefício fiscal não contribuiu para a redução das disputas entre acionistas no âmbito societário. Por fim, investigações constataram que, embora os juros sobre capital próprio sejam mais vantajosos, do ponto de vista fiscal, para a sociedade empresária distribuidora e para os acionistas pessoas físicas, a maior parte das companhias distribuem sobretudo dividendos, os quais são mais interessantes a acionistas pessoas jurídicas, dentre os quais, em geral, situam-se os controladores.

Esses dados permitiram concluir que, ao invés de ter aumentado a repartição de recursos aos acionistas (o que não ocorreu), diminuindo os conflitos de agência no âmbito empresarial, a isenção do imposto de renda sobre os dividendos tornou sua distribuição uma forma de privilegiar os acionistas controladores (em geral, pessoas jurídicas), em detrimento de outros acionistas, e da própria companhia distribuidora. Portanto, chegou-se a uma resposta negativa à pergunta-problema colocada: à luz da Teoria da Agência, a isenção do Imposto de Renda sobre os dividendos, atualmente existente no Brasil, não contribui para a redução dos conflitos de agência no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto brasileiras.

Inobstante se saiba que existem outros argumentos contrários à tributação dos dividendos, que não foram objeto dessa trabalho, a refutação de um dos principais deles - que o atual regime de isenção contribui para a melhor alocação de recursos no âmbito societário, ao reduzir os conflitos de agência - traz novos contornos para as discussões que atualmente cercam a Reforma Tributária. Necessário, porém, verificar a validade dos demais obstáculos postos a essa mudança. Aliás, a tributação desses recursos pode trazer uma série de benefícios ao Estado Social Brasileiro, não só tornando o sistema tributário mais progressivo, ao aumentar a carga tributária direta, mas também aumentando a arrecadação estatal, de modo que os argumentos contrários a ela devem, de fato, sopesar seus benefícios.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, Dante.M.; MAZZER NETO, Roberto. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007. Disponível em:

<https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/1049/483>. Acesso em: 07 jan. 2022.

AMED, Fernando José; NEGREIROS, Plínio José Labriola de Campos. **História dos Tributos no Brasil**. São Paulo: SINAFRESP, 2000.

BARRETO, Gileno G. A Tributação dos Dividendos: Análise Comparativa da Incidência do Imposto de Renda das Empresas no Brasil com os Países Membros da OCDE. **Revista Direito Tributário Atual**, v. 40, p. 483–505, 2018. Disponível em:

<https://ibdt.org.br/RDTA/a-tributacao-dos-dividendos-analise-comparativa-da-incidencia-do-imposto-de-renda-das-empresas-no-brasil-com-os-paises-membros-da-ocde/>. Acesso em: 10 jan. 2022.

BELLATO, Leticia L.; SILVEIRA, Alexandre M.; SAVOIA, José R. **Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras**. EnANPAD, XXX, Salvador, 2006. Disponível em:

<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2006-ficd-2274.pdf>. Acesso em: 08 jan. 2022.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1932.

BORTOLON, Patrícia M. Por que as Empresas Brasileiras Adotam Estruturas Piramidais de Controle. BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos, v. 10, n. 1, p. 2-18, 2012. Disponível em:

<http://www.spell.org.br/documentos/ver/9613/por-que-as-empresas-brasileiras-adotam-estruturas>. Acesso em: 07 jan. 2022.

BOULTON, Thomas J.; BRAGA-ALVES, Marcus V.; SHASTRI, Kuldeep. Payout Policy in Brazil: Dividends Versus Interest on Equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1623391>. Acesso em: 05 jan. 2022.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm#art173. Acesso em: 10 jan. 2021.

BRASIL. Lei 9249/1995. **Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências**. Brasília, DF: Congresso Federal, 1995. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm. Acesso em: 15 out. 2021.

BRASIL. Lei 6404/1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Brasília, DF: Congresso Federal, 1976. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm#art202. Acesso em: 29 nov. 2021.

BRASIL. Lei 7689/1988. **Institui contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas e dá outras providências**. Brasília, DF: Congresso Federal, 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7689.htm. Acesso em: 29 nov. 2021.

BRASIL. PL nº 2337/2021. **Altera a legislação do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza das Pessoas Físicas e das Pessoas Jurídicas e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido**. Brasília, DF: Congresso Federal, 2021. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2034420&filename=PL+2337/2021. Acesso em: 15 out. 2021.

B3. BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Regulamento do Novo Mercado**. 2017. Disponível em: [http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf). Acesso em: 09 jan. 2022.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Câmara aprova projeto que altera regras do Imposto de Renda**. 2 set. 2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/802838-camara-aprova-projeto-que-altera-regras-do-imposto-de-renda/>. Acesso em: 4 dez. 2021.

CARVALHAL DA SILVA, André L. **A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras**. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

CARVALHAL DA SILVA, André L. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos nas Empresas Brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904348a361.pdf>. Acesso em: 06 jan. 2022.

CARVALHAL DA SILVA, André L.; LEAL, Ricardo P. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **RBF - Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005. Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824714001>. Acesso em: 08 jan. 2022.

CARVALHAL DA SILVA, André L.; VALADARES, Sílvia M.; LEAL, Ricardo P. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.1, p. 7-18, 2002. Disponível em: <https://rac.anpad.org.br/index.php/rac/article/view/156>. Acesso em: 07 jan. 2022.

CHETTY, Raj; SAEZ, Emmanuel. Dividend and corporate taxation in na agency model of the firm. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 2, n. 3, p. 1–31, 2010. Disponível em: <https://eml.berkeley.edu/~saez/chetty-saezAEJ10divtaxtheory.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2022.

CHETTY, Raj; SAEZ, Emmanuel. Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut. **Quarterly Journal of Economics**, v. 120, n. 3, p. 791–833, 2005.

CLAESSENS, Stijn; KLINGEBIEL, Daniela; LUBRANO, Mike. **Corporate governance reform issues in the brazilian equity markets**. World Bank Working Paper, 2000.

Disponível em:

<https://www.semanticscholar.org/paper/Corporate-governance-reform-issues-in-the-Brazilian-Klingebiel-Lubrano/6418d97e0921d903eb4f2420032ecddb408ef22d>. Acesso em: 08 jan. 2022.

DEMO, Pedro. **Metodologia Científica em Ciências Sociais**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1995.

DUTRA, Marcos G.; SAITO, Richard. Conselhos de Administração: Análise de sua Composição em um Conjunto de Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 9-27, 2002. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/q4fghrjmjYWMCJW8Gnnjhtg/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 08 jan. 2022.

EASTERBROOK, Frank H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984. Disponível em: http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140512025222_21.pdf. Acesso em: 31 jan. 2022.

FAMÁ, Rubens; DA SILVEIRA, Alexandre; LANZANA, Ana P.; BARROS, Lucas A. Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904362a372.pdf>. Acesso em: 08 jan. 2022.

FONSECA, Fernando D. **Imposto sobre a Renda: uma Proposta de Diálogo com a Contabilidade**. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2020.

GREENWOOD, Daniel J. The Dividend Puzzle: Are Shareholders Entitled to the Residual? **Journal of Corporation Law**, v. 32, n. 103, p. 103-159, 2006. Disponível em: https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1323&context=faculty_scholarship. Acesso em: 01 fev. 2022.

GUSTIN, Miracy Barbosa de Souza; DIAS, Maria Tereza Fonseca; NICÁCIO, Camila Silva. **(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática**. 5. ed. São Paulo: Almedina, 2020.

IPEA. **Imposto de Renda e Distribuição de Renda no Brasil**. Texto para Discussão. 2019. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=34664&Itemid=444. Acesso em: 20 dez. 2021.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p.305-360, Oct., 1976.

QUEIROZ E SILVA, Jules Michelet. **Tributação de Lucros e Dividendos no Brasil: uma Perspectiva Comparada**. Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. 2015. Disponível em: <https://bd.camara.leg.br/bd/handle/bdcamara/26840>. Acesso em: 01 dez. 2021.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNEY, Robert W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNEY, Robert W. Agency problems and dividend policy around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, p.1-33, 2000. Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226317. Acesso em: 08 jan. 2022.

LIMA, Lucas. **Estrutura de propriedade e de controle e política de dividendos: evidências das empresas listadas na BM&FBOVESPA**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

MARKS, Stephen G. The Separation of Ownership and Control. **Encyclopedia of Law and Economics**, p. 692-724, 1999.

MARQUEZINE, Roberto P.; SOUSA NETO, Jose A.; JORDÃO, Ricardo V.; PINHEIRO, Juliano L. Juros Sobre Capital Próprio Como Forma De Remuneração De Acionistas: Um Estudo Sobre O Conflito De Agência E As Práticas De Planejamento Tributário. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 4, p. 91-108, 2015. Disponível em:

<http://revista.fumec.br/index.php/facesp/article/view/2415>. Acesso em: 06 jan. 2022.

MARTES, Camilla R. **Sobre o Controle Minoritário nas Companhias Listadas no Novo Mercado**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

MCKENZIE, Kenneth; THOMPSON, Aileen. The economic effects of dividend taxation. **Working Paper 96-7 prepared for the Technical Committee on Business Taxation**. 1996. Disponível em: <https://publications.gc.ca/collections/Collection/F21-4-96-7E.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2022.

OLIVEIRA, Fabrício de S.; ROSENVALD, Nelson. **O Ilícito na Governança dos Grupos de Sociedade**. Salvador: JusPodivm, 2019.

PAIVA, José; LIMA, Álvaro. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. **Anais do Encontro Brasileiro de Finanças**, SBFIn, São Paulo, 2001. Disponível em:

https://www.researchgate.net/publication/36407530_A_Influencia_da_Tributacao_e_dos_Juros_Sobre_o_Capital_Proprio_na_Politica_de_Dividendos_das_Companhias_Brasileiras.

Acesso em: 06 jan. 2022.

PAULSEN, Leandro. **Curso de Direito Tributário Completo**. 12. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021.

POTERBA, James; SUMMERS, Lawrence. The economic effects of dividend taxation. In: ALTMAN, Edward; SUBRAHMANYAM, Marti (ed.). **Recent advances in corporate finance**, Dow- Jones Irwin, Homewood, Ill, 1985. Disponível em:

https://www.researchgate.net/publication/228597316_The_economic_effects_of_dividend_taxation. Acesso em: 10 jan. 2022.

PROCIANOY, Jairo L. **Conflitos de Agência entre Controladores e Minoritários nas Empresas Brasileiras Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo**: Evidências através do Comportamento da Política de Dividendos após as Modificações Tributárias Ocorridas entre 1988-1989. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994.

RODRIGUES, Regiane L.; AMBROZINI, Marcelo A. Teoria de Agência e Política de Dividendos: Evidências nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 2000 a 2013. **Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia**, ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia, 2016. Disponível em: https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files_I/i8-f909111134fba2873b10acdcf2d32bbe.pdf. Acesso em: 06 jan. 2022.

ROE, Mark J. Stock Market Short-Termism's Impact. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 167, n. 71, p. 71-121, 2020. Disponível em: https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/roefinal.pdf. Acesso em: 02 fev. 2022.

VALADARES, Sílvia M.; LEAL, Ricardo P. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. **Revista ABANTE**, v. 3, n.1, p. 29-56, 2000. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/pch/abante/v3y2000i1p29-56.html>. Acesso em: 07 jan. 2022.