# TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS E FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL: SIMULAÇÕES PARA A NEUTRALIDADE TRIBUTÁRIA

Dyeggo Rocha Guedes*
Sérgio Luiz de Medeiros Rivero†
Juliana de Sales Silva‡
Carlos Eduardo Iwai Drumond§

**Resumo**

Este artigo avalia os efeitos da reintrodução do imposto sobre dividendos no Brasil sobre a neutralidade tributária das decisões de financiamento do investimento. Utiliza-se a metodologia de King e Fullerton (1983), adaptada por Almeida e Paes (2013), para estimar o custo de capital e a Alíquota Marginal Efetiva de Tributação (EMTR) em financiamentos do investimento por meio de dívida, lucros retidos e novas ações. Os resultados mostram redução da vantagem fiscal do financiamento por meio de novas ações, e aumento do custo de capital e da EMTR. Ainda assim, o sistema tributário brasileiro tende a manter subsídios ao investimento produtivo.

**Palavras-chave:** imposto sobre dividendos; neutralidade tributária; sistema tributário brasileiro.

**Área 7. Economia do Setor Público e Políticas Sociais**

**Abstract**

This article evaluates the effects of the reintroduction of dividend taxation in Brazil on the tax neutrality of investment financing decisions. The study employs the methodology proposed by King e Fullerton (1983), adapted by Almeida e Paes (2013), to estimate the cost of capital and the Effective Marginal Tax Rate (EMTR) for investment financing through debt, retained earnings, and new equity issuance. The results indicate a reduction in the tax advantage associated with financing through new equity, as well as an increase in both the cost of capital and the EMTR. Nevertheless, the Brazilian tax system still tends to maintain implicit subsidies for productive investment.

**Keywords:** dividend tax; tax neutrality; Brazilian tax system.

*Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Sul e Sudeste do Pará (UNIFESSPA). E-mail: dyeggorguedes@unifesspa.edu.br

†Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Campina Grande (UFCG). E-mail: sergiolmrivero@gmail.com

‡Professora da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Sul e Sudeste do Pará (UNIFESSPA). E-mail: juliana.sales@unifesspa.edu.br

§Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Santa Cruz (UESC). E-mail: ceidrumond@uesc.br

## 1 Introdução

Ao longo dos últimos anos, o debate acadêmico, econômico e político no Brasil passou a dar maior ênfase à tributação da renda. No cenário global, a obra do economista francês Thomas Piketty (PIKETTY, 2014) alterou o paradigma do debate sobre distribuição da renda, e tributação do capital. No Brasil, os estudos de pesquisadores da área como Gobetti e Orair (2016), Medeiros, Souza e Castro (2015) e Souza (2016), reforçaram a necessidade de tratar o tema de maneira transparente, abrindo os dados com base nas informações da Receita Federal do Brasil (RFB), e não apenas a partir das pesquisas domiciliares do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística)[1]. No plano político, apesar das dificuldades, desde a última década dois projetos de lei já foram apresentados visando corrigir uma das distorções do sistema brasileiro, a isenção do imposto sobre dividendos. O Projeto de Lei (PL) de nº. 2.337/2021, elaborado pela RFB, e o PL nº. 1.087/2025, proposto pelo Governo Federal. Como destaca Gobetti (2025b), o PL nº. 2.337/2021 foi desidratado sob pressão de *lobbies* durante a tramitação no Congresso, e mais recentemente o PL nº. 1.087/2025 obteve sucesso, culminando na Lei nº. 15.270/2025.

A tributação sobre lucros e dividendos no Brasil, como mostram Silva et al. (2015), passou por transformações significativas ao longo do tempo, refletindo distintas concepções de justiça fiscal e diferentes estratégias de arrecadação. Desde a introdução do imposto de renda, em 1922, até o fim do regime de cédulas, em 1988, os lucros distribuídos a pessoas físicas foram amplamente tributados, muitas vezes submetidos a elevadas alíquotas marginais combinadas entre o imposto de renda para pessoa jurídica e física. Após um período de transição legislativa entre 1989 e 1995, marcado por incertezas jurídicas e alterações sucessivas nas regras de incidência, consolidou-se, a partir de 1996, por meio da Lei nº 9.249/1995, um regime de isenção total sobre a distribuição de lucros e dividendos para residentes no País. Esse modelo tornou o Brasil uma das poucas exceções no cenário internacional, ao adotar sistemática de tributação exclusivamente na empresa, com isenção para o investidor.

Ademais, o debate sobre a tributação da renda, especialmente da renda do capital, envolve diversas nuances. Entre os principais fundamentos para sua aplicação, destaca-se a correlação positiva entre a capacidade dos indivíduos de gerar renda e sua propensão a suavizar o consumo ao longo do tempo por meio da poupança (BANKS; DIAMOND, 2008). Além disso, essa forma de tributação assume papel relevante em um contexto de crescente desigualdade (PIKETTY; SAEZ, 2003), considerando-se também a tênue fronteira que separa a renda do trabalho da renda do capital

[1] Isso por que as pesquisas domiciliares tendem a subestimar as rendas dos mais ricos em função da autodeclaração.

(PIKETTY; SAEZ; ZUCMAN, 2023), e o fato de a crescente desigualdade produzir efeitos adversos para o bem-estar e a produtividade da economia (STIGLITZ, 2018). Do ponto de vista histórico, a discussão remonta, mais especificamente, à década de 1970, com efeitos práticos até os dias atuais. Desde aquele período, apesar das recomendações do *establishment* econômico, alguns países desenvolvidos já implementavam sistemas tributários amplos, ou seja, cujos impostos incidiam sobre a renda do trabalho e do capital. Esse é o caso quando se considera o modelo de tributação dual nórdico, que remonta às décadas de 1980 e 1990 e que, em síntese, submete todas as rendas do capital a uma alíquota *flat* reduzida, mantendo as rendas do trabalho tributadas de maneira progressiva. As tendências atuais dos países desenvolvidos, por exemplo, buscam tributar de maneira linear ou quase linear a renda do capital, e reduzir as alíquotas de impostos sobre o lucro as empresas com alguma compensação sobre a renda do capital das pessoas físicas (GOBETTI, 2019; GOBETTI, 2025b).

Cabe ressaltar que, de maneira geral, tornar o sistema tributário mais progressivo, pode gerar impactos positivos para a economia, tanto do ponto de vista distributivo quanto econômico. Nofal et al. (2024) avaliaram o impacto das mudanças na progressividade do sistema tributário dos EUA (1969-2016), e encontraram evidências de que as mudanças na progressividade tributária reduziram as desigualdades, e que os efeitos adversos sobre o crescimento do PIB ocorreram apenas para o período anterior à crise de 2008. Cardoso et al. (2022) analisam a América Latina e mostram, por exemplo, que até mesmo ajustes fiscais com foco em alterações progressivas nos impostos diretos podem reduzir a desigualdade de renda sem impactos adversos sobre o crescimento econômico. Sanches et al. (2025), por sua vez, mostram que alterações legislativas classificadas como progressivas aumentam o PIB e também geram ganhos em termos de emprego.

Apesar da escassez de estudos, alguns recentes trabalhos têm avaliado como a alteração do imposto sobre dividendos pode impactar a economia. Gobetti (2025a) estima que a reintrodução da tributação sobre dividendos no Brasil pode gerar ganhos líquidos de arrecadação e aumentar a progressividade do sistema tributário, mesmo considerando uma redução na distribuição de dividendos. O autor também aponta que reintroduzir o imposto sobre dividendos alinha o Brasil às boas práticas internacionais, garante maior equidade e mantém a neutralidade fiscal no agregado. Martins, Gomes e Arthen (2025), por sua vez, avaliam o caráter distributivo da proposta original do governo e estimam que implicaria em redução do índice de Gini.

Esse trabalho busca ampliar o escopo desta discussão e colaborar com o debate público acerca da reintrodução do imposto sobre dividendos no Brasil. O objetivo é estimar, em acordo com a metodologia de King e Fullerton (1983), o efeito da reintrodução do imposto sobre dividendos na neutralidade do sistema tributário brasileiro. Almeida e Paes (2013) analisam a tributação do capital no Brasil e sua extensão sobre a neutralidade tributária para as decisões de investimento. Neste

trabalho, a estratégia empírica de Almeida e Paes (2013) é utilizada para avaliar, em especial, como o novo imposto pode alterar a preferência do financiamento ao investimento. Para isso, é é calculado, por meio de simulações, o custo do capital e a Alíquota Marginal Efetiva de Tributação (EMTR, sigla do termo em inglês) para diferentes tipos de financiamento do investimento.

Além desta introdução, o trabalho possui mais cinco seções. A segunda seção apresenta a literatura sobre o tema. A terceira seção apresenta a metodologia. A quarta seção apresenta os resultados analíticos e da calibração com as simulações numéricas. A quinta seção discute os resultados com foco nas implicações para as políticas econômicas. Por fim, a última seção delineia as considerações finais.

## 2 Revisão de Literatura: destacando as evidências

### 2.1 Literatura Internacional

Gentry e Hubbard (2000) exploram os efeitos da tributação sobre dividendos e ganhos de capital no custo de capital das empresas e nas decisões de investimento, utilizando um modelo de equilíbrio parcial. Os resultados indicam que reduções nas alíquotas efetivas sobre dividendos e ganhos de capital diminuem o custo marginal de capital, potencialmente estimulando investimento. No entanto, o impacto líquido depende da fonte de financiamento (lucros retidos, emissão de ações ou dívida). As implicações de política apontam que mudanças tributárias devem considerar os canais específicos de financiamento para evitar distorções indesejadas no mix de capital das empresas.

Os trabalhos de Auerbach e Hassett (2005) e Auerbach e Hassett (2006) investigam os efeitos da redução do imposto sobre dividendos promovida pelo *Jobs and Growth Tax Relief Act of 2003* (JGTRRA) sobre a valorização das firmas. O estudo inicial, em formato de *working paper* (2005), utiliza metodologia de análise de eventos para examinar os efeitos do corte do imposto sobre dividendos de 2003, encontrando valorização mais acentuada em firmas com maiores rendimentos por dividendos, em empresas imaturas e em potenciais emissoras de ações, resultados que rejeitam a visão de irrelevância tributária e oferecem maior suporte à nova visão de tributação de dividendos. O artigo subsequente (2006) aprofunda essa investigação ao incorporar a incerteza sobre a permanência da medida, e ao analisar dados de opções, confirmando que a valorização observada resultou sobretudo da capitalização dos dividendos sob menor tributação, e não de uma queda no custo de capital. Juntos, os dois trabalhos mostram que a reforma de 2003 elevou os preços das ações e estimulou pagamentos de dividendos, mas teve efeitos limitados sobre o investimento agregado, com impacto mais significativo em firmas dependentes de financiamento externo. As implicações de política econômica sugerem que a reforma de 2003 apresentou efeito limitado sobre

o investimento agregado, beneficiando principalmente firmas dependentes de financiamento externo, o que indica que cortes tributários dessa natureza geram ganhos de valorização e *payouts*, mas não necessariamente estímulos amplos à formação de capital

Chetty e Saez (2005) analisam os efeitos da tributação de dividendos sobre o comportamento corporativo, a partir do corte de impostos promulgado em 2003 nos EUA (JGTRRA). A metodologia combina análise de séries temporais e uma estratégia de comparação antes e depois da reforma, utilizando dados de 1980 e 2004. Os resultados mostram que a reforma provocou um aumento imediato e expressivo nas distribuições de dividendos. Os efeitos foram mais fortes em firmas nas quais executivos e grandes acionistas tinham incentivos tributários, enquanto companhias controladas por instituições não afetadas não alteraram sua política de *payout*. A elasticidade estimada dos dividendos regulares em relação à alíquota marginal foi de –0,5, e não se encontrou evidência robusta de substituição relevante entre dividendos e recompra de ações. As implicações de política econômica indicam que a tributação de dividendos afeta de forma direta as decisões corporativas, e que impostos sobre dividendos podem gerar custos de eficiência de primeira ordem ao interagir com problemas de agência, reforçando que reformas tributárias têm impacto substancial e imediato sobre a forma como as empresas distribuem lucros e sobre o desenho ótimo da tributação corporativa e individual.

O estudo de Korinek e Stiglitz (2009) tem como objetivo analisar os efeitos de mudanças na tributação de dividendos sobre o comportamento das firmas e sobre variáveis macroeconômicas, com ênfase no papel da arbitragem intertemporal de impostos. A metodologia desenvolve um modelo de ciclo de vida das empresas, que passam por fases de emissão de ações, acumulação de lucros retidos e maturidade, incorporando custos de emissão, restrições financeiras e problemas de agência, de modo a avaliar o impacto de reformas tributárias permanentes ou temporárias. Os resultados mostram que mudanças permanentes e inesperadas nas alíquotas têm efeitos reduzidos sobre o investimento agregado, uma vez que a maioria das empresas maduras não sofre distorções na política de dividendos, enquanto reformas antecipadas ou temporárias geram fortes incentivos à arbitragem intertemporal: aumentos antecipados levam firmas a antecipar dividendos, reduzindo caixa e investimento futuro, ao passo que cortes antecipados incentivam retenção de lucros para distribuição posterior sob menor alíquota. O estudo também ressalta que os efeitos redistributivos dessas medidas são mais relevantes do que os de eficiência, e que a instabilidade política amplia distorções, dado que expectativas de reversão tributária induzem ajustes contínuos na política de dividendos e de caixa. As implicações de política econômica indicam que cortes temporários de impostos sobre dividendos, como os implementados nos Estados Unidos em 2003 e 2006, podem reduzir o investimento agregado no médio prazo, recomendando-se cautela quanto a reformas instáveis ou transitórias e a necessidade de considerar expectativas e ajustes dinâmicos no desenho

da política tributária.

Gourio e Miao (2010) analisam o efeito quantitativo de longo prazo da reforma tributária de 2003 sobre os dividendos nos EUA na acumulação de capital. O trabalho utiliza um modelo de equilíbrio geral com heterogeneidade de firmas, e as simulações de base mostram que quando as taxas de imposto sobre dividendos e ganhos de capital são reduzidas de 25 e 20%, respectivamente, para o mesmo nível de 15% permanentemente, o estoque de capital agregado de longo prazo aumenta em cerca de 4%. Os autores também destacam que cortes de impostos apenas sobre os dividendos têm efeitos menores sobre o investimento. A partir deste resultado, o estudo mostra que cortes permanentes de impostos têm efeitos mais fortes e duradouros sobre o investimento do que cortes temporários, e que a resposta das empresas depende da estrutura de financiamento dos investimentos. Em termos de política, os autores sugerem que reformas permanentes podem gerar maiores ganhos de eficiência, enquanto mudanças temporárias tendem a ter efeitos limitados.

Gourio e Miao (2011) estudam os efeitos dinâmicos de mudanças temporárias e permanentes nos impostos sobre dividendos e ganhos de capital a partir de um modelo dinâmico de equilíbrio geral com heterogeneidade de produtividade das empresas. Os autores identificam que quando os cortes de impostos sobre dividendos e ganhos de capital são inesperados e permanentes, as quantidades reais agregadas da produção, consumo, mão de obra, investimento e capital, aumentam no estado estacionário. Durante a dinâmica de transição, o capital agregado aumenta ao longo do tempo, e o investimento aumenta no curto e médio prazo. Em contraste, quando os cortes de impostos são inesperados e temporários, o estado estacionário não se altera. O investimento agregado diminui e os pagamentos de dividendos aumentam durante os períodos em que os cortes de impostos são implementados. Esse trabalho reforça alguns achados de Gourio e Miao (2010), extendendo para o caso de políticas consideradas inesperadas do ponto de vista de implementação.

Chetty e Saez (2010) propõem um modelo de agência para explicar a resposta das empresas à reforma do imposto sobre dividendos de 2003 nos EUA. Usando dados de distribuição de dividendos e estrutura acionária, mostram que a tributação de dividendos incentiva gestores a reter lucros para projetos não produtivos, gerando custos de eficiência de primeira ordem. Concluem que a tributação corporativa pode ser mais eficiente para arrecadação que a tributação de dividendos, e que subsídios aos dividendos poderiam corrigir distorções criadas por problemas de agência. As implicações de política econômica indicam que impostos sobre dividendos são menos eficientes do que impostos corporativos, sugerindo que a tributação deveria recair mais sobre lucros corporativos e que, em certos casos, um subsídio Pigouviano[2] aos dividendos poderia ser eficiente para mitigar distorções

[2]No contexto do trabalho, o termo subsídio Pigouviano aparece como uma aplicação direta da lógica de Arthur Pigou: quando uma atividade gera uma externalidade negativa, deve-se aplicar um imposto corretivo; quando gera

de agência.

Anagnostopoulos, Carceles-Poveda e Lin (2012) investigam, por meio de um modelo DSGE com mercados incompletos, os efeitos diferenciais da tributação sobre dividendos e ganhos de capital nos Estados Unidos, avaliando também o impacto da reforma tributária implementada pelo JGTRRA. Os resultados mostram que a redução nas alíquotas do imposto sobre dividendos reduz o investimento agregado e o estoque de capital, além de gerar choques distributivos e de consumo no curto prazo. Os autores concluem que, diante de uma reforma inesperada e permanente, o consumo agregado inicialmente aumenta devido à *dessaving*, mas cai abaixo do nível pré-reforma no longo prazo em razão da queda no investimento e da consequente redução da produção. As implicações de política econômica sugerem que cortes em impostos sobre dividendos podem ter efeitos adversos sobre a acumulação de capital e o crescimento no médio e longo prazo, além de amplificar desigualdades por meio de choques distributivos, recomendando cautela na formulação de reformas tributárias dessa natureza.

Conesa e Domínguez (2013) analisam a política ótima de tributação corporativa e de dividendos a partir da tradição dos modelos de Ramsey. Diferentemente de Gourio e Miao (2010) e de Anagnostopoulos, Carceles-Poveda e Lin (2012), segundo os autores, a política de Ramsey não apresenta distorções intertemporais no longo prazo. Com base nessa característica do modelo, os autores mostram que o nível ótimo da alíquota do imposto sobre dividendos é igual ao da alíquota do imposto sobre o trabalho no longo prazo. Isso, por sua vez, implica que o trabalho e o esforço são igualmente tributados e, portanto, a alocação de horas trabalhadas entre diferentes atividades não é distorcida. Este resultado de tributação uniforme, como sugerem os autores, decorre da eliminação de distorções intertemporais permanentes.

Yagan (2015) investiga se a redução da alíquota máxima do imposto sobre dividendos nos EUA, de 38,6% para 15%, promovida pelo JGTRRA de 2003, gerou estímulos ao investimento corporativo e aumentos na remuneração do trabalho. Utilizando dados de declarações fiscais de empresas C-corporations (tributadas sobre dividendos) e S-corporations (isentas dessa tributação) no período 1996–2008, o autor aplica um desenho quase-experimental de diferenças-em-diferenças para isolar o efeito da reforma, controlando o ciclo econômico e outras variáveis relevantes. Os resultados mostram que o corte no imposto sobre dividendos não produziu mudanças estatisticamente significativas no investimento ou na compensação dos empregados, embora tenha causado um aumento imediato

uma externalidade positiva, a política adequada é oferecer um subsídio. Para o resultado encontrado pelos autores, o pagamento de dividendos passa a ser uma externalidade positiva, já que distribuir lucros limita a capacidade dos gestores de desperdiçar recursos. Assim, em vez de tributar dividendos, a política ótima poderia até subsidiá-los, porque isso reduziria a distorção associada à retenção excessiva de lucros e, consequentemente, mitigaria os custos de eficiência de primeira ordem que surgem quando há conflito de interesses entre gestores e acionistas.

e persistente nos pagamentos a acionistas. Do ponto de vista de política econômica, os achados sugerem que cortes semelhantes podem ter impacto limitado sobre a economia no curto prazo, seja por não reduzirem substancialmente o custo de capital, seja porque o investimento responde menos a variações no custo de capital do que estimativas anteriores indicavam. Isso implica que, mesmo que a reforma tivesse sido permanente, seria difícil para formuladores de política implementar cortes de impostos sobre dividendos capazes de gerar aumentos expressivos no investimento no curto prazo.

O estudo de Matray (2022) investiga os efeitos do aumento da tributação sobre dividendos na França em 2013, quando a alíquota do imposto sobre dividendos foi triplicada. A metodologia utiliza dados administrativos cobrindo o universo de firmas francesas entre 2008 e 2017, e adota uma estratégia quase experimental para identificar os impactos da reforma tributária sobre o comportamento das empresas. Os resultados mostram que as firmas reduziram rapidamente o pagamento de dividendos e utilizaram a maior liquidez retida para ampliar o estoque de capital e trabalho, o que resultou em aumento das receitas. As análises de heterogeneidade indicam que os efeitos foram mais intensos em empresas com maior demanda e maior retorno do capital, enquanto nenhuma categoria de firmas tratadas apresentou redução do investimento. Como implicação de política econômica, o estudo sugere que o aumento da tributação sobre dividendos não necessariamente eleva o custo do capital, podendo, ao contrário, aliviar restrições financeiras e reduzir problemas de má alocação de capital ao estimular a retenção de recursos dentro das firmas.

O trabalho de Bilicka, Güçeri e Koumanakos (2025) analisa os efeitos de um novo imposto sobre dividendos introduzido no Reino Unido no período que antecedeu a Crise Financeira Global, investigando como firmas afetadas de maneira diferenciada responderam à mudança tributária no curto e no longo prazo. A metodologia explora uma variação exógena decorrente das diferenças no *status* jurídico das empresas e nas datas de encerramento do exercício fiscal, permitindo identificar causalmente os efeitos da política tributária sobre as decisões corporativas. Os resultados mostram que as firmas imediatamente atingidas reduziram significativamente a distribuição de dividendos, comportamento consistente com arbitragem tributária intertemporal. Em um contexto de forte restrição de liquidez, os recursos não distribuídos foram direcionados principalmente para o pagamento de dívidas. No longo prazo, a forma de utilização desse caixa adicional (entre investimento, retenção de lucros e desalavancagem) mostrou-se relevante para explicar o crescimento das empresas e a probabilidade de falência. Como implicação de política econômica, o estudo sugere que a tributação de dividendos afeta não apenas a política de *payout*, mas também as decisões financeiras e o desempenho das firmas, especialmente em períodos de instabilidade econômica e restrição de crédito.

## 2.2 Literatura Nacional

Gobetti e Orair (2017) realizam uma análise crítica da tributação da renda e do lucro no Brasil, destacando como medidas adotadas nas décadas de 1980 e 1990 reduziram a progressividade do imposto de renda e favoreceram os detentores de capital. Utilizando dados das declarações do Imposto de Renda da Pessoa Física, os autores examinam a distribuição de renda, a concentração no topo e o impacto da isenção de dividendos desde 1995, associada também à dedutibilidade dos juros sobre capital próprio (JCP). Os resultados mostram elevada concentração de renda, com cerca de metade da renda total concentrada nos 10% mais ricos, e uma clara violação dos princípios de equidade horizontal e vertical, dado que a carga efetiva média cai entre os estratos superiores. As simulações sugerem que a reintrodução da tributação sobre dividendos aumentaria a progressividade e a arrecadação: tributar dividendos pela tabela progressiva poderia elevar a receita em R$ 66,4 bilhões e reduzir o índice de Gini em até 3,6%. As implicações de política econômica indicam que, para aumentar a equidade sem comprometer a eficiência, o Brasil deveria reverter a isenção de dividendos, alinhando-se às práticas da OCDE, e considerar reformas que combinem a tributação de rendas do capital com redução de tributos indiretos regressivos, promovendo crescimento inclusivo.

Martins, Gomes e Arthen (2025) avaliaram a proposta contida no PL 1.087/2025 e estimaram que a isenção do IRPF até R$ 5 mil e desconto progressivo até R$ 7 mil implicaria um custo anual de R$ 17,8 bilhões (valores de 2024), beneficiando contribuintes entre os centis 85 e 93. A introdução de uma alíquota mínima para altas rendas, por sua vez, geraria R$ 43 bilhões anuais. Do ponto de vista distributivo, as medidas reduziriam o índice de Gini em 0,32% (de 0,619 para 0,616), diminuiriam em 0,6 p.p. a fatia da renda do 1% mais rico, e ampliariam em 0,2 p.p. a participação da classe intermediária (renda entre R$ 1.700 e R$ 7.700).

Almeida e Paes (2013) analisam a tributação do capital no Brasil com o intuito de avaliar a influência dos juros sobre o capital próprio (JCP) e sua extensão sobre a neutralidade tributária para as decisões de investimento, especificamente, se ele ajuda a reduzir a vantagem do financiamento por dívida em relação à capitalização. Utilizando a metodologia de King e Fullerton (1983) para cálculo das taxas efetivas de tributação do capital, os autores derivam taxas de retorno pré e pós-impostos, cunhas fiscais e alíquotas efetivas, comparando diferentes formas de financiamento (dívida, lucros retidos e novas emissões de ações) e tipos de ativos (máquinas, edifícios e estoques). As simulações mostram que o JCP reduz em cerca de 40% o custo de capital de novas ações, mas não elimina a vantagem tributária da dívida. Entretanto, as elevadas taxas de juros no Brasil distorcem esse quadro: quando empresas acessam crédito a taxas subsidiadas do BNDES, a dívida torna-se a opção mais vantajosa; já para pequenas e médias empresas, que enfrentam taxas comerciais muito mais altas,

o endividamento é a pior escolha, forçando maior dependência de capital próprio. Os resultados também indicam que estoques são mais onerados tributariamente que máquinas e edifícios. Do ponto de vista de política econômica, o estudo sugere que o sistema tributário brasileiro gera distorções relevantes, amplificadas pelo nível elevado das taxas de juros, e que o JCP, embora útil, não alcança neutralidade plena entre dívida e capital próprio. Reformas deveriam considerar tanto os incentivos tributários quanto o ambiente macroeconômico de juros altos, especialmente para melhorar o financiamento de pequenas e médias empresas, e reduzir ineficiências alocativas.

### 2.3 Uma breve discussão sobre as evidências

A literatura internacional sobre tributação de dividendos apresenta resultados heterogêneos quanto aos efeitos sobre investimento produtivo, custo de capital e neutralidade tributária. Parte dos estudos, especialmente aqueles baseados na tradição do custo de capital e das taxas marginais efetivas de tributação, sugere que reduções na tributação de dividendos e ganhos de capital podem diminuir o custo marginal do capital e estimular a acumulação de capital no longo prazo, sobretudo quando as reformas são permanentes e afetam firmas dependentes de financiamento externo Gentry e Hubbard (2000), Gourio e Miao (2010), Gourio e Miao (2011). Contudo, uma parcela relevante da literatura mostra que cortes tributários tendem a produzir efeitos mais intensos sobre distribuição de dividendos, valorização acionária e reorganização financeira das firmas do que propriamente sobre investimento agregado Auerbach e Hassett (2005), Auerbach e Hassett (2006), Chetty e Saez (2005), Yagan (2015). Outros trabalhos destacam que alterações na tributação dos dividendos afetam fortemente decisões intertemporais de *payout*, retenção de lucros e desalavancagem financeira, especialmente em contextos de restrição de liquidez e instabilidade econômica Korinek e Stiglitz (2009), Matray (2022), Bilicka, Güçeri e Koumanakos (2025). Em termos de neutralidade tributária, a literatura aponta que mudanças na tributação dos dividendos alteram os incentivos relativos entre dívida, lucros retidos e emissão de ações, podendo gerar distorções na estrutura de financiamento das empresas. As implicações de política econômica, de maneira geral, sugerem cautela quanto ao uso de cortes ou subsídios tributários como mecanismo de estímulo ao investimento, uma vez que seus efeitos frequentemente se concentram em distribuição de lucros, valorização patrimonial e reorganização financeira, com impactos mais limitados sobre a formação de capital produtivo.

No caso brasileiro, a literatura concentra-se principalmente nos efeitos distributivos da tributação da renda do capital e nas distorções geradas pelo sistema tributário sobre as decisões de financiamento do investimento. Estudos como os de Gobetti e Orair (2017) enfatizam que a isenção de dividendos vigente desde 1995 reduziu a progressividade do sistema tributário e ampliou benefícios aos estratos superiores de renda, reforçando a concentração de renda no país. Em paralelo,

trabalhos voltados à tributação do capital e à neutralidade tributária mostram que o sistema brasileiro favorece estruturalmente o financiamento por dívida, sobretudo em razão da dedutibilidade dos juros e do elevado nível das taxas de juros domésticas Almeida e Paes (2013). As evidências indicam que mecanismos como os juros sobre capital próprio (JCP) reduzem parcialmente a vantagem tributária da dívida, mas não eliminam as distorções entre diferentes fontes de financiamento. Mais recentemente, os debates associados à proposta do governo reforçam a dimensão distributiva da tributação dos dividendos, sugerindo ganhos potenciais de arrecadação e redução da desigualdade Martins, Gomes e Arthen (2025). De forma geral, a literatura nacional aponta que reformas envolvendo tributação de dividendos e renda do capital possuem importantes efeitos sobre progressividade, neutralidade tributária e estrutura de financiamento das firmas, indicando que o desenho da política tributária deve considerar simultaneamente eficiência alocativa, distribuição de renda e condições macroeconômicas, especialmente em economias caracterizadas por juros elevados e forte heterogeneidade no acesso ao crédito.

## 3 Metodologia

O modelo segue a estrutura teórica proposta por King e Fullerton (1983), adaptada ao caso brasileiro em acordo com Almeida e Paes (2013). São realizadas simulações contrafactuais considerando três cenários distintos: (i) ausência de tributação sobre dividendos, (ii) incidência plena de uma alíquota de 10% e (iii) incidência efetiva com limiar, capturada por uma alíquota média. Os parâmetros utilizados refletem valores observados na economia brasileira e, quando aplicável, seguem a calibração proposta por King e Fullerton (1983) e Almeida e Paes (2013).

### 3.1 Estrutura do modelo

A apresentação do modelo segue em quatro etapas: (i) determinação do retorno real líquido exigido pelo investidor, (ii) cálculo do custo de financiamento da firma para diferentes regimes de financiamento, (iii) obtenção do custo do capital e (iv) mensuração das distorções tributárias por meio do *tax wedge* e da alíquota marginal efetiva de tributação (EMTR).

O retorno real líquido exigido pelo investidor é dado por:

$$s = \frac{1 + i + \omega^i}{(1 + \omega^i)(1 + \pi)} - 1 \tag{1}$$

em que:

- $s$: retorno real líquido do investidor;
- $i$: taxa nominal de juros;

- $\omega^i$: alíquota do imposto sobre rendimentos financeiros;
- $\pi$: taxa de inflação.

O custo de financiamento da firma ($\rho$) depende do regime de financiamento adotado. Consideram-se três alternativas: dívida, lucros retidos e emissão de novas ações.

**(i) Financiamento por dívida**

$$\rho_{\text{fd}} = i(1-\tau) \tag{2}$$

em que $\tau$ representa a alíquota do imposto de renda corporativo.

**(ii) Financiamento por lucros retidos**

$$\rho_{\text{flr}} = \frac{\left(\frac{i}{1+\omega^i}\right) - z\pi}{1-z} \tag{3}$$

em que $z$ representa a alíquota efetiva sobre ganhos de capital.

**(iii) Financiamento por novas ações**

$$\rho_{\text{fna}} = \epsilon\left(\frac{i}{1+\omega^i} - z\pi\right) + (1-\epsilon)(1+\omega^i)\left[i(1-\tau) - z\pi\right] \tag{4}$$

em que:

- $\epsilon$: peso da parcela remunerada via dividendos;
- $1-\epsilon$: peso da parcela remunerada via juros sobre capital próprio (JCP).

Essa especificação reflete a estrutura institucional brasileira, em que o capital próprio pode ser remunerado por dividendos (isentos, no regime anterior) ou por JCP (dedutíveis no nível da firma).

O custo do capital pré-imposto é obtido a partir do custo de financiamento da firma:

$$p = \frac{(1-A)\left[\rho - \pi + \delta(1+\pi)\right] + \tau\nu\pi}{(1+\tau)(1+\pi)} - \delta \tag{5}$$

em que:

- $p$: custo do capital;
- $A$: valor presente das deduções fiscais da depreciação;
- $\delta$: taxa de depreciação econômica;
- $\nu$: parâmetro associado ao tratamento tributário de estoques;

- $\rho$: custo de financiamento da firma;
- $\tau$: imposto corporativo;
- $\pi$: inflação.

As distorções tributárias são mensuradas por meio do *tax wedge* e da alíquota marginal efetiva de tributação (EMTR).

$$\text{Tax Wedge} = p - s \tag{6}$$

$$\text{EMTR} = \frac{p - s}{p} \tag{7}$$

O *tax wedge* mede a diferença entre o custo do capital (p) e o retorno real líquido exigido pelo investidor (s), capturando a distorção introduzida pelo sistema tributário no processo de decisão de investimento. Em particular, valores negativos do *tax wedge* indicam a presença de subsídios implícitos ao capital, enquanto valores positivos refletem tributação efetiva sobre o investimento. Por sua vez, a alíquota marginal efetiva de tributação (EMTR) expressa o impacto proporcional da tributação sobre o custo do capital, sendo definida como a razão entre o *tax wedge* e o custo do capital. Essa medida permite avaliar o grau em que a tributação eleva (ou reduz) o retorno mínimo necessário para viabilizar projetos de investimento, constituindo, portanto, um indicador sintético das distorções tributárias sobre a alocação de capital.

### 3.1.1 Tributação sobre dividendos

Para analisar o efeito da introdução de tributação sobre dividendos, ajusta-se a equação de financiamento por novas ações:

$$\rho_{\text{fna}}^{div} = \epsilon \left( \frac{\left( \frac{i}{1+\omega^i} - z\pi \right)}{1 - m_d} \right) + (1 - \epsilon)(1 + \omega^i) \left[ i(1 - \tau) - z\pi \right] \tag{8}$$

em que $m_d$ representa a alíquota do imposto sobre dividendos.

A introdução de $m_d$ eleva o custo de financiamento por meio de capital próprio ao reduzir o retorno líquido do investidor, exigindo maior retorno bruto por parte da firma para viabilizar o investimento.

No contexto brasileiro, a tributação sobre dividendos não incidirá de forma uniforme sobre todos os investidores, sendo aplicada apenas àqueles cuja renda ultrapassa determinado limiar (montante superior a cinquenta mil reais em um mesmo mês). Para capturar essa característica

institucional, define-se uma alíquota efetiva de tributação sobre dividendos:

$$m_d^{eff} = m_d \cdot \Pr(D > \bar{D}) \tag{9}$$

em que:

- $m_d^{eff}$: alíquota efetiva de tributação sobre dividendos;
- $D$: montante de dividendos recebidos pelo investidor;
- $\bar{D}$: limiar de incidência da tributação;
- $\Pr(D > \bar{D})$: probabilidade de o investidor estar sujeito à tributação.

Essa formulação permite incorporar, de forma parcimoniosa, a incidência parcial do imposto e a heterogeneidade entre investidores. No modelo, a alíquota efetiva $m_d^{eff}$ substitui $m_d$ na equação de custo de financiamento via novas ações.

Assim, a equação ajustada passa a ser dada por:

$$\rho_{\text{fna}}^{div,eff} = \epsilon \left( \frac{\left(\frac{i}{1+\omega^i} - z\pi\right)}{1 - m_d^{eff}} \right) + (1-\epsilon)(1+\omega^i)\left[i(1-\tau) - z\pi\right] \tag{10}$$

## 4 Resultados

### 4.1 Calibração e simulação numérica

A calibração do modelo é realizada com base em parâmetros representativos da economia brasileira, conforme descrito a seguir:

- $i = 0{,}145$: aproximada pela taxa Selic;
- $\omega^i = 0{,}15$;
- $\pi = 0{,}05$: focus em maio/2026 (aproximadamente);
- $\tau = 0{,}34$: alíquota do imposto corporativo (IRPJ + CSLL);
- $z = 0{,}15$: alíquota efetiva sobre ganhos de capital;
- $A = 0{,}05$; $\delta = 0{,}03$;
- $\nu = 1$: em linha com Almeida e Paes (2013);
- $\epsilon = 0{,}5$;

- $m_d \in \{0{,}00,\ 0{,}10\}$: cenários simulados para a alíquota legal do imposto sobre dividendos;
- $\Pr(D > \bar{D}) = 0{,}30$: probabilidade de o investidor ultrapassar o limiar de incidência;
- $m_d^{eff} = 0{,}03$: alíquota efetiva de tributação sobre dividendos, definida como $m_d \cdot \Pr(D > \bar{D})$.

O retorno real líquido exigido pelo investidor é obtido a partir da equação:

$$s = \frac{1 + i + \omega^i}{(1 + \omega^i)(1 + \pi)} - 1 \tag{11}$$

Substituindo os valores calibrados, obtém-se:

$$s \approx 0{,}0725$$

representando o retorno real líquido exigido pelo investidor nas simulações.

### 4.2 Estratégia de simulação e resultados

As simulações calculam o custo de financiamento da firma ($\rho$), o custo do capital ($p$), o *tax wedge* e a alíquota marginal efetiva de tributação (EMTR) para diferentes regimes de financiamento. Adicionalmente, realiza-se uma análise contrafactual para avaliar o impacto da tributação sobre dividendos, considerando três cenários distintos. O primeiro corresponde ao regime sem tributação ($m_d = 0$), representando o ambiente institucional anterior. O segundo considera a incidência plena do imposto sobre dividendos ($m_d = 0{,}10$), capturando o efeito potencial máximo da política. Por fim, o terceiro cenário incorpora a presença de um limiar de incidência, por meio da definição de uma alíquota efetiva $m_d^{eff}$, que reflete a tributação apenas sobre investidores cuja renda ultrapassa determinado nível.

A Tabela 1 apresenta os resultados das simulações para os diferentes regimes de financiamento.

Tabela 1: Resultados das simulações por regime de financiamento

| **Regime** | $m_d$ | $\rho$ | $p$ | *Tax Wedge* | *EMTR* |
|---|---|---|---|---|---|
| Dívida | 0,00 | 0,096 | 0,034 | -0,038 | -1,12 |
| Lucros Retidos | 0,00 | 0,140 | 0,064 | -0,009 | -0,14 |
| Novas Ações | 0,00 | 0,110 | 0,044 | -0,029 | -0,65 |
| Dívida | 0,10 | 0,096 | 0,034 | -0,038 | -1,12 |
| Lucros Retidos | 0,10 | 0,140 | 0,064 | -0,009 | -0,14 |
| Novas Ações | 0,10 | 0,117 | 0,048 | -0,024 | -0,50 |
| Dívida | 0,03 | 0,096 | 0,034 | -0,038 | -1,12 |
| Lucros Retidos | 0,03 | 0,140 | 0,064 | -0,009 | -0,14 |
| Novas Ações | 0,03 | 0,112 | 0,045 | -0,023 | -0,61 |

Fonte: Elaboração própria. Nota: *Tax Wedge* definido como $p - s$, com $s \approx 0{,}0725$.

Conforme apresentado na Tabela 1, a introdução da tributação sobre dividendos eleva o custo de financiamento via novas ações, com ρ passando de 0,110, no cenário sem tributação, para 0,117 sob incidência plena de 10%. Esse aumento se traduz em elevação do custo do capital, que passa de 0,044 para 0,048, e em redução do subsídio tributário ao investimento, evidenciada pela diminuição, em magnitude, do *tax wedge* (de -0,029 para -0,024) e da EMTR (de -0,65 para -0,50). Quando se considera a presença de um limiar de incidência, o efeito se mantém na mesma direção, porém com menor intensidade: o custo de financiamento via novas ações aumenta para 0,112 e o custo do capital para 0,045, com um *tax wedge* de -0,023 e EMTR de -0,61. Em contraste, os resultados para dívida e lucros retidos permanecem inalterados em todos os cenários, indicando que a tributação sobre dividendos afeta exclusivamente o custo do capital por novas ações. Em conjunto, esses resultados sugerem que, embora a incidência parcial do imposto atenue seu impacto quantitativo, a tributação de dividendos mantém o efeito de elevar o custo relativo do financiamento via *equity*, reforçando o viés pró-endividamento e tornando mais restritivo o critério de seleção de projetos de investimento.

### 4.2.1 Robustez dos resultados

A análise de robustez é conduzida com o objetivo de avaliar a sensibilidade dos resultados à hipótese de incidência da tributação sobre dividendos. Para tanto, explora-se a variação na probabilidade de incidência do imposto, $\Pr(D > \bar{D})$, a qual determina a alíquota efetiva de tributação $m_d^{eff}$. Em particular, considera-se um conjunto de valores para essa probabilidade, variando de incidência nula até incidência plena, permitindo capturar diferentes graus de abrangência da política tributária. Para cada cenário, recalculam-se o custo de financiamento da firma, o custo

do capital, o *tax wedge* e a alíquota marginal efetiva de tributação (EMTR), mantendo constantes os demais parâmetros do modelo. Essa abordagem permite identificar não apenas a direção, mas também a magnitude do impacto da tributação sobre dividendos, distinguindo entre seu efeito potencial máximo e seu efeito efetivo quando se considera a presença de um limiar de incidência.

Tabela 2: Robustez dos resultados: variação da incidência efetiva do imposto sobre dividendos

| **Regime** | $\Pr(D > \bar{D})$ | $m_d^{eff}$ | $\rho$ | $p$ | *Tax Wedge* | *EMTR* |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *Referência (invariante aos cenários)* | | | | | | |
| Dívida | – | 0,00 | 0,096 | 0,034 | -0,034 | -1,12 |
| Lucros Retidos | – | 0,00 | 0,140 | 0,064 | -0,009 | -0,14 |
| *Novas ações (sensível à tributação)* | | | | | | |
| Novas Ações | 0,0 | 0,00 | 0,111 | 0,044 | -0,028 | -0,64 |
| Novas Ações | 0,3 | 0,03 | 0,112 | 0,045 | -0,027 | -0,61 |
| Novas Ações | 0,5 | 0,05 | 0,113 | 0,046 | -0,026 | -0,58 |
| Novas Ações | 0,7 | 0,07 | 0,114 | 0,047 | -0,026 | -0,55 |
| Novas Ações | 1,0 | 0,10 | 0,117 | 0,048 | -0,024 | -0,50 |

Fonte: Elaboração própria. Nota: *Tax Wedge* definido como $p - s$, com $s \approx 0{,}0725$. A alíquota efetiva é dada por $m_d^{eff} = m_d \cdot \Pr(D > \bar{D})$.

Os resultados de robustez, conforme apresentado na Tabela 2, indicam que o impacto da tributação sobre dividendos é crescente em relação à probabilidade de incidência do imposto. À medida que aumenta a proporção de investidores sujeitos à tributação, observa-se elevação monotônica do custo de financiamento via novas ações, com $\rho$ passando de 0,111 para 0,117, acompanhada por aumentos no custo do capital e redução do subsídio tributário ao investimento, refletida na diminuição, em magnitude, do *tax wedge* e da EMTR. Em contraste, os resultados para dívida e lucros retidos permanecem invariantes, indicando que o efeito da política se concentra exclusivamente sobre o financiamento via novas ações. Esses resultados sugerem que a consideração do limiar de incidência é crucial para a mensuração dos efeitos da política, uma vez que a hipótese de incidência plena tende a superestimar seu impacto quantitativo.

Tais resultados evidenciam que a magnitude dos efeitos da tributação sobre dividendos depende criticamente do grau de incidência do imposto. Em particular, o cenário de incidência plena ($m_d = 0{,}10$) representa um limite superior para o impacto da política, enquanto a incorporação de um limiar de incidência, refletida na alíquota efetiva $m_d^{eff}$, reduz substancialmente seus efeitos quantitativos. Comparando os resultados, observa-se que o aumento no custo de financiamento e no custo do capital sob incidência parcial é significativamente menor do que aquele obtido no cenário

de tributação uniforme, indicando que a hipótese de incidência plena tende a superestimar o impacto da política sobre as decisões de financiamento do investimento. Esse resultado reforça a importância de incorporar características institucionais, como a existência de limiares de tributação, para uma avaliação mais acurada dos efeitos econômicos da tributação sobre dividendos.

## 5 Análise política

A comparação dos resultados obtidos neste trabalho com os de Almeida e Paes (2013) revela diferenças importantes quanto aos efeitos da tributação de dividendos sobre o financiamento do investimento. Enquanto Almeida e Paes (2013) identificam maior vantagem tributária no financiamento por dívida, especialmente em função do papel dos Juros sobre o Capital Próprio (JCP), as simulações mais recentes deste trabalho apontam que a reintrodução do imposto sobre dividendos eleva o custo do capital e a EMTR principalmente para o financiamento por novas ações (*new equity*), reduzindo parcialmente a vantagem anteriormente observada nessa modalidade. Ainda assim, mesmo após a introdução do tributo, os resultados sugerem que o sistema tributário brasileiro continua apresentando incentivos implícitos ao investimento produtivo, uma vez que as EMTRs permanecem negativas em parte dos cenários simulados.

Os resultados também indicam que o impacto da tributação de dividendos não ocorre de maneira homogênea entre as diferentes formas de financiamento. No caso do financiamento por novas ações, observa-se aumento do custo do capital e da EMTR à medida que a tributação incidente sobre dividendos se eleva, tornando essa modalidade relativamente menos atrativa. Em contraste, o financiamento por dívida permanece amplamente favorecido pela dedutibilidade dos juros, preservando custos de capital inferiores em diversos cenários. Já no caso dos lucros retidos, os efeitos são mais moderados, sobretudo porque o diferimento da distribuição permite postergar parcialmente a incidência do imposto sobre dividendos. Assim, a tributação altera a estrutura relativa de incentivos financeiros das firmas, ainda que sem eliminar completamente os subsídios implícitos ao investimento presentes no sistema tributário brasileiro.

Dessa forma, os resultados não sugerem uma reversão do estímulo ao investimento produtivo, mas indicam mudanças relevantes na composição das fontes de financiamento corporativo. Em particular, a tributação de dividendos reduz a atratividade relativa do financiamento via emissão de novas ações, aproximando seu custo das demais modalidades de financiamento. Esse efeito contribui para reduzir distorções associadas à excessiva vantagem tributária anteriormente observada nessa forma de captação de recursos, ampliando a neutralidade do sistema tributário frente às decisões de financiamento das firmas. Ao mesmo tempo, o mecanismo de retenção de lucros continua

exercendo papel relevante, especialmente porque o adiamento da distribuição dos resultados posterga a incidência tributária e suaviza o impacto imediato da tributação sobre o retorno líquido dos acionistas.

Essa resposta possui implicações importantes do ponto de vista de política econômica. Em primeiro lugar, a redução da vantagem tributária do financiamento por novas ações tende a diminuir distorções alocativas entre as diferentes formas de financiamento corporativo, aproximando o sistema tributário brasileiro de um padrão mais neutro. Em segundo lugar, o incentivo relativo à retenção de lucros pode ampliar a capacidade de autofinanciamento das firmas, sobretudo em ambientes marcados por restrições de crédito e elevado custo de financiamento externo. Em terceiro lugar, a manutenção de EMTRs negativas em parte das simulações sugere que, mesmo após a reintrodução do imposto sobre dividendos, o sistema tributário brasileiro continua favorecendo o investimento produtivo em termos líquidos, embora em menor intensidade do que no regime sem tributação dos dividendos.

Essa interpretação é consistente com parte da literatura internacional sobre tributação de dividendos. Alguns dos estudos argumentam que a tributação de dividendos pode produzir efeitos limitados sobre o investimento agregado em determinados contextos, afetando principalmente preços de ativos e composição financeira das firmas [Auerbach e Hassett (2005), Auerbach e Hassett (2006), Korinek e Stiglitz (2009)]. Por outro lado, a tributação pode elevar o custo de capital em modalidades dependentes de financiamento externo, reduzindo a atratividade de determinados projetos de investimento. Os resultados encontrados neste trabalho aproximam-se dessa segunda interpretação, sobretudo no caso do financiamento por meio de novas ações.

Contudo, é importante reconhecer possíveis efeitos colaterais associados à medida. A elevação da tributação sobre dividendos pode reduzir o retorno líquido esperado pelos acionistas e aumentar a exigência de prêmios de risco, especialmente em projetos mais incertos. Além disso, embora a retenção de lucros possa favorecer o autofinanciamento, níveis excessivos de retenção também podem intensificar problemas de agência e gerar ineficiências alocativas dentro das firmas, conforme discutido pela literatura de finanças corporativas (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984; SHLEIFER; VISHNY, 1989; CHETTY; SAEZ, 2010).

Os resultados obtidos oferecem subsídios relevantes ao debate sobre a reintrodução do imposto sobre dividendos, mas devem ser interpretados com cautela. O modelo utilizado possui natureza estática e não incorpora efeitos dinâmicos de longo prazo, alterações no comportamento macroeconômico agregado ou impactos distributivos mais amplos. Ainda assim, os achados permitem destacar alguns pontos centrais para a discussão de política pública. Primeiro, a tributação de dividendos contribui para reduzir distorções entre modalidades de financiamento do investimento, aumentando a neutralidade tributária. Segundo, a medida pode limitar estratégias de arbitragem

fiscal associadas à "pejotização", aproximando a tributação da renda do capital e do trabalho. Por fim, a proposta aproxima o Brasil das práticas observadas internacionalmente, onde a tributação de dividendos integra sistemas tributários mais amplos voltados à redução de distorções e ao fortalecimento da capacidade arrecadatória do Estado.

## 6 Considerações finais

Este artigo estimou os efeitos da reintrodução do imposto sobre dividendos no Brasil sobre a neutralidade do sistema tributário em relação às decisões de financiamento do investimento das empresas. A estrutura metodológica utilizada é baseada em King e Fullerton (1983), adaptada ao contexto brasileiro com base em Almeida e Paes (2013), para estimar o custo do capital e a EMTR em diferentes modalidades de financiamento: por dívida, lucros retidos e emissão de novas ações.

Os resultados indicam que a reintrodução do imposto reduz a vantagem tributária do financiamento do investimento por meio de novas ações. O modelo sugere, no entanto, que o imposto sobre dividendos apenas reduz esse subsídio para o investimento, não o elimina. Esses achados contribuem para o debate sobre os impactos fiscais e econômicos da reforma da tributação da renda no país. No entanto, é importante reconhecer que mudanças na tributação da renda, para além de seus efeitos econômicos, envolvem escolhas políticas baseadas em concepções de justiça fiscal e distributiva sustentadas por governos e pela sociedade. Cabe às análises técnicas fornecer cenários, evidências e estimativas, mas a decisão final sobre o desenho institucional da política tributária será, necessariamente, de natureza política.

Apesar das contribuições apresentadas, este estudo possui limitações que merecem consideração. O modelo estimado é de natureza estática, parcial e depende de parâmetros fixos, o que restringe a análise a uma perspectiva de curto prazo. Nesse sentido, modelos dinâmicos, em linha com Anagnostopoulos, Carceles-Poveda e Lin (2012), que incorporem trajetórias de ajuste e comportamento intertemporal das firmas seriam bem-vindos em pesquisas futuras. Além disso, os efeitos da tributação sobre dividendos vão além das decisões de financiamento e deveriam ser explorados mais amplamente no contexto brasileiro — incluindo seus impactos sobre bem-estar, consumo, poupança e distribuição de renda. Dada a relevância política da agenda tributária no país, especialmente diante da proposta de reforma em tramitação, análises complementares sobre esses aspectos podem oferecer subsídios importantes para o aperfeiçoamento do sistema tributário brasileiro.

## Referências

ALMEIDA, A. F. F. de; PAES, N. L. The influence of interest on net equity and interest rates on

tax neutrality–a case study of the brazilian corporate taxation. *EconomiA*, Elsevier, v. 14, n. 3-4, p. 185–198, 2013.

ANAGNOSTOPOULOS, A.; CARCELES-POVEDA, E.; LIN, D. Dividend and capital gains taxation under incomplete markets. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, v. 59, n. 6, p. 599–611, 2012.

AUERBACH, A. J.; HASSETT, K. A. *The 2003 Dividend Tax Cuts and the Value of the Firm: An Event Study*. Cambridge, MA, 2005. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w11449>.

AUERBACH, A. J.; HASSETT, K. A. Dividend taxes and firm valuation: New evidence. *American Economic Review*, v. 96, n. 2, p. 119–123, 2006.

BANKS, J. W.; DIAMOND, P. A. The base for direct taxation. MIT Department of Economics Working Paper, 2008.

BILICKA, K.; GÜÇERI, I.; KOUMANAKOS, E. Dividend taxation and firm performance with heterogeneous payout responses. *Economic Policy*, v. 17, n. 2, p. 1–29, 2025.

CARDOSO, D. d. S. et al. *Impactos dos ajustes fiscais baseados em tributos diretos e indiretos sobre a distribuição de renda e o crescimento econômico: uma análise para a América do Sul*. [S.l.], 2022.

CHETTY, R.; SAEZ, E. Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 120, n. 3, p. 791–833, 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/qje/120.3.791>.

CHETTY, R.; SAEZ, E. Dividend and corporate taxation in an agency model of the firm. *American Economic Journal: Economic Policy*, v. 2, n. 3, p. 1–31, 2010.

CONESA, J. C.; DOMíNGUEZ, B. Intangible investment and ramsey capital taxation. *Journal of Monetary Economics*, v. 60, p. 983–995, 2013.

EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, v. 74, n. 4, p. 650–659, set. 1984. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1805130>.

GENTRY, W. M.; HUBBARD, R. G. Tax policy and entrepreneurial entry. *American Economic Review*, American Economic Association, v. 90, n. 2, p. 283–287, 2000. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/117237>.

GOBETTI, S. W. Tributação do capital: teoria e prática (e o caso brasileiro). *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 28, n. 3, p. 761–789, 2019.

GOBETTI, S. W. *Estimativas de impacto das mudanças no imposto de renda*. [S.l.], 2025a. Acesso em: jul. 2025. Disponível em: <https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/nota-tecnica/estimativas-de-impacto-das-mudancas-no-imposto-de-renda>.

GOBETTI, S. W. *Ineficiências e iniquidades do imposto de renda: da agenda negligenciada para a próxima etapa da reforma tributária*. Rio de Janeiro, 2025b.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. *Progressividade tributária: a agenda negligenciada*. [S.l.], 2016.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. Taxation and distribution of income in brazil: new evidence from personal income tax data. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 37, n. 2, p. 267–286, 2017.

GOURIO, F.; MIAO, J. Firm heterogeneity and the long-run effects of dividend tax reform. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 2, n. 1, p. 131–168, 2010.

GOURIO, F.; MIAO, J. Transitional dynamics of dividend and capital gains tax cuts. *Review of Economic Dynamics*, v. 14, p. 368–383, 2011.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, October 1976.

KING, M. A.; FULLERTON, D. *The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the US, UK, Sweden and West Germany–Comparisons of Effective Tax Rates–*. [S.l.]: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA, 1983.

KORINEK, A.; STIGLITZ, J. E. Dividend taxation and intertemporal tax arbitrage. *Journal of Public Economics*, Elsevier, v. 93, p. 142–159, 2009.

MARTINS, G. K.; GOMES, J. P. F.; ARTHEN, G. *Reforma do IRPF: avanços, limites e caminhos para maior progressividade*. São Paulo, 2025.

MATRAY, A. *Dividend taxes, firm growth, and the allocation of capital*. [S.l.], 2022.

MEDEIROS, M.; SOUZA, P. H. G. F. d.; CASTRO, F. A. d. A estabilidade da desigualdade de renda no brasil, 2006 a 2012: estimativa com dados do imposto de renda e pesquisas domiciliares. *Ciência & Saúde Coletiva*, Associação Brasileira de Saúde Coletiva, v. 20, n. 4, p. 971–986, 2015. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/csc/a/q4GfsZpLnQDNPhM6rs8zRfq/>.

NOFAL, B. C. et al. On the robustness of the relationship between tax progressivity, growth, and inequality in the us. *Economics Letters*, n. 111807, 2024.

PIKETTY, T. *O capital no século XXI*. [S.l.]: Editora Intrínseca, 2014.

PIKETTY, T.; SAEZ, E. Income inequality in the united states, 1913–1998. *The Quarterly journal of economics*, MIT Press, v. 118, n. 1, p. 1–41, 2003.

PIKETTY, T.; SAEZ, E.; ZUCMAN, G. Rethinking capital and wealth taxation. *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford University Press UK, v. 39, n. 3, p. 575–591, 2023.

SANCHES, M. S. et al. *The effects of progressive income tax reforms on GDP and employment: narrative evidence from Brazil*. São Paulo, 2025.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, North-Holland, v. 25, n. 1, p. 123–139, 1989.

SILVA, J. M. P. Q. e. et al. *Tributação de Lucros e Dividendos no Brasil: Uma Perspectiva Comparada*. [S.l.], 2015.

SOUZA, P. H. G. F. d. *A desigualdade vista do topo: a concentração de renda entre os ricos no Brasil, 1926-2013*. Tese (Tese (Doutorado em Sociologia)) — Universidade de Brasília, Brasília, dez 2016. Orientador: Marcelo Medeiros Coelho de. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.26512/2016.09.T.22005>.

STIGLITZ, J. E. Pareto efficient taxation and expenditures: Pre-and re-distribution. *Journal of Public Economics*, Elsevier, v. 162, p. 101–119, 2018.

YAGAN, D. Capital tax reform and the real economy: The effects of the 2003 dividend tax cut. *American Economic Review*, v. 105, n. 12, p. 3531–3563, 2015.