



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 14, n. 4, p. 28-49, out./dez., 2018.

doi:10.4270/ruc.2018426
Disponível em www.furb.br/universocontabil



AVALIAÇÃO DO IMPACTO DOS INCENTIVOS FISCAIS SOBRE OS RETORNOS E AS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS¹

ASSESSMENT OF THE IMPACT OF TAX INCENTIVES ON RETURNS AND INVESTMENT AND FINANCING POLICIES

EVALUACIÓN DEL IMPACTO DE LOS INCENTIVOS FISCALES SOBRE LOS RETORNOS Y LAS POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS

Amaury José Rezende

Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo
Professor do PPG em Controladoria e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Ribeirão Preto
Endereço: Av. Bandeirantes, 3900, Sala – 69 – Monte Alegre
CEP: 14040-900 – Ribeirão Preto – SP – Brasil
E-mail: amauryj@usp.br
Telefone: (16) 3602-0503

Flávia Zóboli Dalmácio

Doutorado em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo
Professora do PPG em Controladoria e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Ribeirão Preto
Endereço: Av. Bandeirantes, 3900 - Monte Alegre
CEP: 14040-905 – Ribeirão Preto – SP – Brasil
E-mail: flaviazd@usp.br
Telefone: (16) 3315-3942

Alex Augusto Timm Rathke

Doutorando em Controladoria e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Ribeirão Preto
Endereço: Av. Bandeirantes, 3900 - Monte Alegre
CEP: 14040-905 – Ribeirão Preto – SP – Brasil
E-mail: alex.rathke@usp.br
Telefone: (16) 3315-0670

RESUMO

Este artigo contribui para o debate sobre a relação entre incentivos fiscais (subvenções governamentais) e as políticas de geração e destinação de valor das empresas brasileiras, todavia, até então, poucas conclusões podiam ser extraídas da literatura, a respeito deste assunto, no contexto econômico e tributário brasileiro. Utilizando uma análise de dados em painel, numa amostra de 108 empresas listadas pelo IBRX-100 (324 observações), que compõem as 653 empresas cadastradas na Comissão de Valores Mobiliários, no período de 2011 a 2013. Usando a teoria de *Pecking order*, como lente teórica, foram identificadas evidências consistentes de que as políticas fiscais brasileiras representam uma forma de

¹ Artigo recebido em 07/05/2017. Revisado por pares em 31/10/2018. Reformulado em 03/03/2019. Recomendado para publicação em 05/03/2019 por Tarcísio Pedro da Silva. Publicado em 13/05/2019. Organização responsável pelo periódico: FURB.

financiamento bastante recorrente, entre as empresas pesquisadas. Esses resultados, *a priori*, acrescentam um elemento novo à teoria, segundo a qual a principal fonte de financiamento das empresas era o lucro. Os resultados demonstram que os incentivos fiscais: (i) têm relação positiva com a geração de margens e o valor adicionado das empresas; (ii) impactam positivamente o fluxo de caixa das operações e de investimentos, no curto prazo; e (iii) possuem relação negativa com o fluxo de caixa de financiamento e com o índice de endividamento. Além disso, as empresas que mais remuneram seus acionistas são as que mais usufruem de incentivos fiscais. Por fim, os resultados revelam que os incentivos fiscais não alteram os indicadores de geração e destinação valor, no longo prazo.

Palavras-chave: Incentivos Fiscais; Subvenções Governamentais; *Pecking Order*; Criação de Valor; Determinantes da Estrutura de Capital.

ABSTRACT

This article contributes to the debate about the relationship between Government grants (tax incentives) and government Assistance and the policies of generation and destination of value of Brazilian companies, however, until then, few conclusions could be drawn from the literature on this subject in the economic context and Brazilian tax. Using a panel data analysis, a sample of 108 companies listed by the IBRX-100 (324 observations), which compose the 653 companies registered in the Securities and Exchange Commission, from 2011 to 2013. Using the theory of Pecking order, as theoretical lens, consistent evidence was found that Brazilian tax policies represent a very recurrent form of financing among the companies surveyed. These results, *a priori*, add a new element to the theory that the main source of corporate finance was profit. The results show that tax incentives: (i) are positively related to the generation of margins and the value added of companies; (ii) positively impact cash flow from operations and investments in the short term; and (iii) are negatively related to the financing cash flow and to the indebtedness index. In addition, the companies that pay their shareholders the most are the ones that enjoy the most tax incentives. Finally, the results show that fiscal incentives do not change the indicators of generation and destination value in the long term.

Keywords: Tax Incentives; Government Grants; Government Assistance; Pecking order; Value Creation; Determinants of the Capital Structure.

RESUMEN

Este artículo contribuye al debate sobre la relación entre incentivos fiscales (subvenciones gubernamentales) y las políticas de generación y destino de valor de las empresas brasileñas, sin embargo, hasta entonces, pocas conclusiones podían ser extraídas de la literatura, respecto a este asunto, en el contexto económico y tributario brasileño. En un análisis de datos en panel, en una muestra de 108 empresas listadas por el IBRX-100 (324 observaciones), que componen las 653 empresas registradas en la Comisión de Valores Mobiliarios, en el período de 2011 a 2013. Usando la teoría de Pecking order, la lente teórica, se identificaron evidencias consistentes de que las políticas fiscales brasileñas representan una forma de financiamiento bastante recorrente, entre las empresas encuestadas. Estos resultados, *a priori*, añade un nuevo elemento a la teoría, según la cual la principal fuente de financiación de las empresas era el beneficio. Los resultados demuestran que los incentivos fiscales: (i) tienen una relación positiva con la generación de márgenes y el valor añadido de las empresas; (ii) impactan positivamente el flujo de caja de las operaciones e inversiones, en el corto plazo; y (iii) tienen relación negativa con el flujo de caja de financiamiento y con el índice de endeudamiento. Además, las empresas que más remuneran a sus accionistas son las que más disfrutaban de incentivos fiscales. Por último, los resultados revelan que los incentivos fiscales no alteran los indicadores de generación y destino valor a largo plazo.

Palabras clave: Incentivos Fiscales; Subvenciones Gubernamentales; Asistencia del Gobierno; Orden Jerárquico Creación de Valor; Determinantes de la Estructura de Capital.

1 INTRODUÇÃO

A teoria do *pecking order* considera uma hierarquia na busca de recursos pela firma, em que os recursos gerados internamente (lucro) teriam prioridade, seguidos pelo endividamento (instituições financeiras e fornecedores) e, apenas, em último caso, a empresa realizaria a emissão de ações (mercado). Sob esses pressupostos, Medeiros e Daher (2004) concluíram, a partir de uma amostra de 132 empresas de capital aberto brasileiras, com dados de 2001, que há aplicabilidade da teoria testada, porém, apenas, em sua forma fraca, em que há um volume limitado de emissões e ações são aceitáveis.

Pohlmann (2005, p. 265) constatou, numa amostra contendo as 500 maiores empresas brasileiras, durante os períodos de 2001 a 2003, que o nível de tributação da firma afeta a sua decisão quanto à estrutura de capital e a relação se dá no mesmo sentido, ou seja, quanto maior a incidência tributária, maior será o endividamento. Adicionalmente, averiguou que os principais fatores já reconhecidos na literatura como determinantes da estrutura de capital, ao lado da tributação, foram significativos, mas merecem destaque a lucratividade e a estrutura de ativos. Esses achados confirmam uma das proposições da teoria da tributação ótima (*trade-off*), embora, a maioria das evidências prévias conclusivas tenha sido mais favorável à teoria da hierarquização das fontes (*pecking order*).

No ambiente institucional e econômico brasileiro as empresas têm se deparado com limitação quanto as fontes para o financiamento, tanto para as que optam pela expansão (investimento) quanto as que buscam recurso para o financiamento de suas atividades operacionais (Capital de Giro). Dentre as fontes disponíveis elencadas na literatura (teoria do *pecking order*) cabe esclarecer que: a) A abertura de capital ou emissão de novas ações possuem custos relevantes; e b) captação de recursos via *sistema financeiro*, por meio de bancos públicos (DALLA COSTA, 2012; LAMENZA; PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2011). Por exemplo o BNDES possui políticas de aporte financeiro para projetos de investimento em infraestrutura nas empresas. Esses aportes são realizados de forma direta via empréstimos concedidos ou pela obtenção de participações societárias via BNDESPAR, já na forma indireta compreendem repasses por meio de instituições financeiras privadas (ALMEIDA, 2009). Por outro lado, cabe ressaltar que o sistema financeiro privado tem optado pela aplicação de parte significativa de seus recursos no financiamento da dívida pública brasileira. Outra alternativa para empresas seria via mercado de dívidas (BRAGANÇA; PESSOA; SOUZA, 2015), no entretanto esse mercado brasileiro ainda é incipiente perante as necessidades financeiras das empresas.

Pelos fatos apresentados é possível conjecturar que o planejamento tributário pode representar uma alternativa de financiamento para as empresas, adicionalmente o que a teoria do *pecking order* considera. Tendo em vista que pesquisas internacionais já apontam nessa direção, Shackelford e Shevlin (2001), Graham (2003) e Hanlon e Heitzman (2010) apontam que os impostos representam um custo significativo para as corporações mais lucrativas e, portanto, são uma contribuição importante para muitas decisões corporativas. Scholes *et al.* (2014) identificaram que o valor presente da taxa de imposto marginal reduzido representa um ganho adicional hoje. Edwards, Schwab e Shevlin (2015) investigaram a associação entre restrições financeiras e as economias de caixa geradas pelo planejamento tributário. Eles constataram que um aumento nas restrições financeiras leva as empresas a aumentar os fundos gerados internamente por meio do planejamento tributário. Ademais, aumentos nas restrições específicas da empresa estão associados a declínios nas taxas de imposto efetivo das firmas variando de 3,00 a 5,14%, o que equivale a 2,87 e 4,82% dos fluxos de caixa operacionais. Esse fenômeno é mais comum entre as empresas com baixas reservas de caixa, que optam por de estratégias de planejamento fiscal baseadas em deferimento.

Apesar de já terem sido realizados, no Brasil, diversos estudos sobre os determinantes da estrutura de capital e planejamento tributário (HOLLAND, 1998), destaca-se que poucas conclusões podem ser extraídas a respeito dos impactos dos tributos, em especial, as subvenções governamentais (incentivos fiscais). Acredita-se que, nesta temática, muito há o que se avançar, ainda, em direção a uma consolidação da teoria que relacione as políticas das empresas e as economias geradas pelas ações de planejamento tributário, devido às condições idiossincráticas presentes em países como o Brasil.

Um ambiente com alta carga tributária, complexidade das legislações tributárias e competição tributária, criada entre as unidades administrativas, torna-se um terreno fértil para as empresas desenvolverem práticas de planejamento tributário. Portanto, é possível supor que as empresas têm incentivos para utilizarem os tributos como parte de suas estratégias de financiamento e investimentos, pelas seguintes razões:

- A captação de recursos junto às instituições financeiras tem custos altos (devido às altas taxas). Medeiros e Daher (2005) acrescentam que as elevadíssimas taxas de juros reais, praticadas no Brasil, tornam o crédito de curto prazo proibitivo para as empresas, especialmente para aquelas de pequeno e médio porte, em geral, menos capitalizadas;
- Não há um mercado privado de crédito tão abundante, comparativamente com outros países;
- No Brasil, cabe ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) fomentar o desenvolvimento das empresas pela concessão de empréstimos com taxas de juros subsidiadas (Valle, 2008; Lucinda & Saito, 2002). Ademais, a concessão de crédito para as empresas realizarem investimentos depende de garantias, tornando esta opção não tão acessível para muitas empresas; além disso, não há crédito disponível para atender todas as demandas das empresas;
- A obtenção de recursos para atender às necessidades de capitais das empresas não é uma tarefa fácil. Brito e Lima (2004) afirmam que o Brasil é caracterizado como um país onde o investidor externo à firma é pouco protegido pelo arcabouço jurídico contra a expropriação do controlador;
- Os governos (federal, estadual e municipal) têm institucionalizado, no mercado, uma prática política, cada vez mais recorrente, que consiste de programas de parcelamento dos tributos (REFIS). Os programas de parcelamento, normalmente, têm custos inferiores aos custos dos recursos obtidos no mercado privado (custo de oportunidade), além de promoverem uma dilatação nos prazos de pagamentos com o perdão dos juros e multas;
- O governo federal tem instituído diversas políticas de desoneração fiscal; somente em 2013, foram 14,5 bilhões e estimam-se 33,6 bilhões, para 2014 (SRF, 2014);
- Atualmente, não há incentivos para pequenas e médias empresas captarem recursos no mercado de capitais;
- A captação de recursos no mercado de capitais pode levar as empresas a incorrerem nos seguintes custos: comissões pagas aos coordenadores da oferta, custos de registro, advogados, auditores e despesas com divulgação;

Diante dos fatores apresentados, que tornam a realidade brasileira peculiar, busca-se, neste estudo, investigar empiricamente se há influência das subvenções governamentais sobre as políticas corporativas das empresas, em termos de financiamento, investimento e remuneração.

Este artigo encontra-se estruturado em 5 sessões: sendo que a primeira inclui esta introdução; a segunda traz pesquisas realizadas e os aspectos conceituais acerca da teoria que envolve o tema; a terceira trata dos aspectos metodológicos; a quarta demonstra os resultados apurados nas análises; e, por fim, na quinta sessão, são apresentadas as considerações finais da pesquisa.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Os incentivos fiscais e as políticas corporativas

Os estudos científicos que analisam o impacto dos tributos nas decisões dos contribuintes buscam avaliar como os tributos incidentes ou previstos para uma determinada transação afetam o comportamento do contribuinte. Normalmente, as decisões individuais do contribuinte estão relacionadas: aos investimentos e desinvestimentos; à precificação de ativos; ao endividamento; definição do local do empreendimento ou, mesmo, mudança da sede; ao pagamento de dividendos ou à escolha de outra forma de remuneração do capital, como juros sobre o capital próprio; à remuneração do trabalho, se por salário, participação nos lucros, bonificação em ações, etc., e à contabilização de eventos e transações, incluindo aí o reporte financeiro (POHLMANN, 2005).

É notório que os impostos afetam potencialmente as decisões e as políticas reais das empresas, no entanto, a ordem de importância ainda é considerada, por Hanlon e Heitzman (2010, p. 129), como uma questão aberta na literatura. Além disso, não se conhece toda a eficácia dos planejamentos tributários praticados pelas empresas. Há evidências na literatura entre a relação das decisões de estrutura de capital e os incentivos fiscais das empresas (AUERBACH, 2002; GRAHAM, 2008). No entanto, Myers *et al.* (1998) classificam os incentivos fiscais como de terceira ordem de importância na hierarquia das decisões corporativas, no entanto, essas inferências são apenas qualitativas.

Diferentemente das pesquisas que buscam identificar quais são os principais fatores determinantes do endividamento, há um número limitado de estudos que analisam como as práticas de planejamento tributário impactam os resultados (indicadores) das empresas e as decisões e políticas corporativas de investimentos, financiamentos e remuneração do capital próprio e de terceiros. Nessa linha, o mencionado estudo de Pohlmann (2005, p. 265) indicou uma relação positiva entre incidência tributária e endividamento. Seus resultados foram interpretados à luz da teoria da tributação ótima, vinculada ao fenômeno do *trade-off*.

Entretanto, a concessão de subvenções governamentais às empresas implica no surgimento de uma fonte alternativa de financiamento às suas operações. Nesse sentido, a preferência das empresas por diferentes fontes de financiamento passa a ser relevante para a tomada de decisões, e a teoria do *pecking order* trata de forma explícita sobre a ordem das preferências das origens de recursos das empresas. A teoria do *pecking order* considera uma hierarquia na busca de recursos pela firma, em que os recursos gerados internamente teriam prioridade, seguidos pelo endividamento e, apenas, em último caso, a empresa realizaria a emissão de ações. Sob esses pressupostos, Medeiros e Daher (2004) concluíram, a partir de uma amostra de 132 empresas de capital aberto brasileiras, com dados de 2001, que há aplicabilidade da teoria testada, porém, apenas, em sua forma fraca, em que há um volume limitado de emissões e ações são aceitáveis.

Buijink *et al.* (2002) pesquisaram as taxas tributárias médias (*Average Tax Rate – ATR*) de empresas em 15 países da União Europeia. Os resultados indicam que as empresas pesquisadas teriam a mesma carga tributária legal média em função de acordos do Mercado Comum Europeu. Os autores concluíram que as provisões de incentivos fiscais, constituídas pelas empresas, afetam consistentemente as taxas tributárias médias das empresas. Esses resultados trazem indicativos de que as subvenções impactam tanto a carga tributária quanto reduzem as saídas de caixa pelo pagamento dos tributos.

Edwards, Schwab e Shevlin (2015) identificaram que as restrições financeiras estão associadas as economias de caixa geradas pelo planejamento tributário, sendo que os declínios nas taxas de imposto efetivo das firmas variam entre 3,00 a 5,14%, que equivale a um aumento entre 2,87 e 4,82% dos fluxos de caixa operacionais.

Botman *et al.* (2010) também encontraram evidências semelhantes em relação a diferenças entre a taxa tributária média (*Average Tax Rate*– ATR) de empresas expostas à mesma taxa tributária legal, para as de sete países do leste da Ásia, e atribuem essas diferenças aos incentivos fiscais utilizados pelas empresas conforme o país sede delas.

No Brasil, Penna Junior (2012) investigou a influência dos incentivos fiscais estaduais (ICMS) sobre a taxa tributária efetiva e constatou que esses incentivos são uma variável que influencia positivamente a taxa tributária efetiva de IRPJ e CSLL das empresas beneficiárias pesquisadas. Nesse contexto, Collins e Shackelford (1995) têm utilizado o segmento econômico da empresa como variável explicativa para as variações na ATR. Esses autores informam que a ATR flutua bastante através dos segmentos econômicos.

Como variável de controle, Gupta e Newberry (1997) incluíram, no modelo empírico, o retorno sobre o ativo das firmas (*Return on Assets* – ROA), a fim de controlar alterações nos lucros e, possivelmente, isolar os efeitos da ATR para as empresas analisadas. O ROA tem como finalidade mensurar o sucesso de uma firma em gerar lucros, a partir dos ativos da empresa (SELLING *et al.*, 1989).

Single (1999, p. 17) investigou se incentivos fiscais (redução de imposto ou isenção temporária), também conhecidos como *tax holidays*, impactavam as decisões de localização de subsidiárias de multinacionais norte-americanas. Os resultados indicaram que, quando os *tax holidays* são relevantes (quando combinados com outros fatores), eles agem como um incentivo para o investimento. Assim, espera-se que a obtenção de subvenções governamentais pode impactar positivamente os indicadores das empresas. Portanto, conjectura-se que: H1: Há relação entre os indicadores de geração de valor e as subvenções governamentais para as empresas brasileiras.

As pesquisas que investigam se as políticas fiscais impactam os investimentos agregados das empresas não têm tido muito êxito, comparativamente às que analisam os efeitos fiscais sobre as escolhas de localização de investimento. Maydew (2001) elucida que a resposta para isso é óbvia, pois as empresas migram porque os custos tributários são menores.

Pesquisa realizada com 1.592 empresas holandesas, utilizando dados de balanços financeiros de 1994 a 1999, que foi desenvolvida por Janssen (2005) e analisou as diferenças entre a alíquota efetiva e as alíquotas fiscais nominais, constatou que essas diferenças não são significativas e que pequena parte delas pode ser explicada e, ainda, que os incentivos fiscais concedidos para as empresas holandesas são muito pequenos.

No contexto brasileiro, é presumível que os incentivos fiscais impactem diretamente a estrutura de capital, o nível de investimento permanente e em giro e os resultados das empresas, todavia, não é possível inferir se esse impacto é marginal ou não. Adicionalmente, é possível conjecturar também que, devido aos incentivos existentes no ambiente institucional tributário e ao peso da carga tributária, os gestores sejam incentivados a despenderem esforços na implementação de práticas de planejamento tributário para os tributos sobre o valor agregado das empresas, uma vez que esse tributo tem impacto direto sobre o capital de giro das firmas, pois tem o seu vencimento (pagamento) mensal, enquanto que os impostos sobre o lucro (IR/CSLL) podem ser pagos por estimativa mensal ou trimestral. Ademais, como os impostos sobre o valor agregado incidem também sobre as aquisições de ativos fixos, logo, impactam também as operações de investimentos realizadas pelas empresas.

Numa visão clássica, esperar-se-ia que os gestores utilizassem os recursos decorrentes das subvenções governamentais no fomento das operações de curto prazo (capital de giro: fornecedores, pessoal, etc.) e de longo prazo (investimentos fixos como, por exemplo, expansão do parque produtivo). Desse modo, conjectura-se: H2: Há relação entre os indicadores de destinação de valor e as subvenções governamentais para as empresas brasileiras.

Assim, acredita-se que as empresas têm buscado maximizar a sua eficácia tributária, por meio de estratégias tributárias, pela obtenção de incentivos fiscais, tais como: redução de base

de cálculo, aproveitamento de crédito, crédito presumido, diferimento dos tributos, postergação do pagamento, captação de financiamento a juro zero para pagamento de tributos, aproveitamento de créditos dos insumos, compensação de créditos entre os tributos da mesma unidade administrativa (tributos federais). A obtenção de incentivo fiscal representa uma oportunidade para implementar um planejamento tributário lícito.

As preferências fiscais, diferenças intertemporais nas deduções, exclusões e outros itens que causam diferença entre o lucro contábil e o tributável (CALIJURI, 2009); qualquer provisão na legislação tributária que proporciona uma taxa de retorno do investimento, depois dos tributos, maior que a taxa de retorno do investimento antes dos impostos (DUNBAR; SANSING, 2002). e os tributos implícitos podem provocar alterações no valor do retorno do investimento (CALIJURI, 2009). Entretanto, Jenkins e Kuo (2007) investigaram o impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos das empresas tailandesas e identificaram que as políticas comerciais e macroeconômicas são muito mais importantes do que a concessão de incentivos fiscais ou políticas de financiamento subsidiadas para determinar o sucesso das empresas industriais.

Diante dos fatos apresentados, conjectura-se que as empresas brasileiras podem estar utilizando as economias tributárias obtidas como forma de financiamento das suas necessidades de capitais, a partir da economia de tributos; assim espera-se que: H3: Exista uma relação negativa entre subvenções governamentais e o nível de endividamento de longo prazo das empresas.

Galindo e Pombo (2011) investigaram como os tributos podem afetar o investimento e a produtividade da firma, e se as empresas com tamanhos diferentes são afetadas diferentemente pela tributação. Os resultados sugerem que o impacto da tributação sobre os fatores de produtividade total é negativamente associado a um aumento na taxa de imposto sobre as sociedades e também que esses efeitos são mais intensos nas firmas de porte maior.

Graham, Hanlon, Shevlin e Shroff (2017) descobriram que muitas empresas usam taxa de impostos incorretos em importantes decisões corporativas. Sendo que o uso de taxa de imposto média (a taxa efetiva de imposto GAAP e ETR) para a avaliação de decisões incrementais, em vez de usar a taxa de imposto marginal teoricamente correta. Sendo que essas escolhas são decorrentes de vieses comportamentais e o histórico educacional dos gerentes que afetam essas escolhas. Dentre as consequências econômicas do uso da taxa de imposto teoricamente incorreta e descobriu que o uso de ETR para decisões de estrutura de capital leva a escolhas de alavancagem abaixo do ideal e usar a ETR nas decisões de investimento torna as empresas menos receptivas às oportunidades de investimento.

Manzon e Plesko (2002) acrescentam, ainda, que mudanças no nível de vendas da firma e no nível de propriedade (como tamanho da planta e da capacidade instalada) também são fatores determinantes da BTB – (*Book Taxes Differences*). No caso do Brasil, Brito, Lima e Silva (2009) estudaram os Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) e verificaram que lucratividade, tamanho e endividamento são variáveis que afetam a decisão da empresa quanto a distribuir diretamente seus lucros em função dos custos tributários.

3 METODOLOGIA

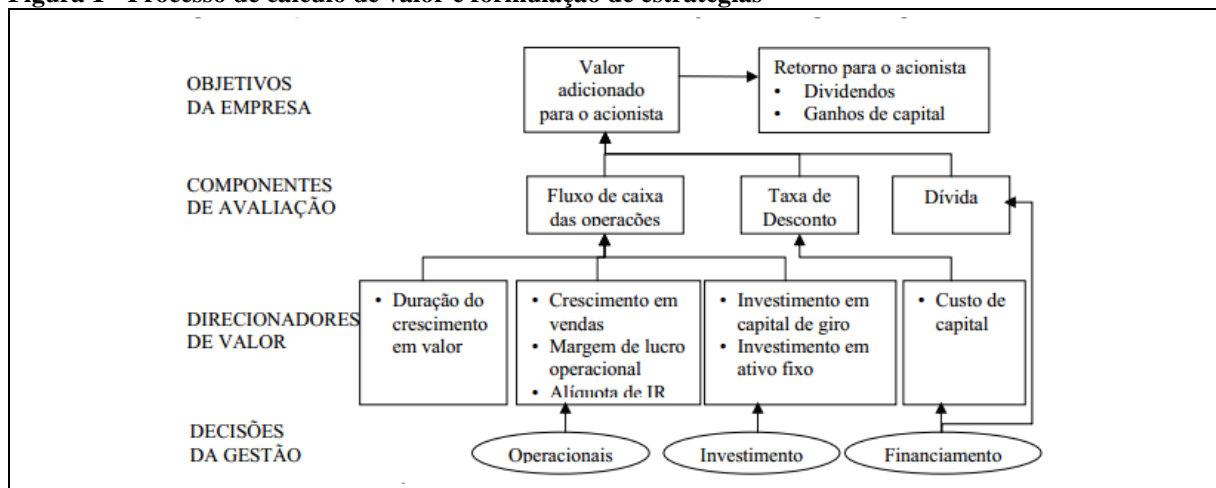
3.1 Modelos para análise das relações entre incentivos fiscais e as decisões corporativas

Os modelos propostos para a avaliação empírica das relações entre incentivos fiscais e as decisões corporativas tiveram como base as definições propostas por Rappaport (2001) que decompõe o processo de geração de valor para o acionista em quatro dimensões, conforme apresentado, na Figura 1.

O modelo de geração de valor utiliza os indicadores financeiros que mensuram o desempenho da organização, que são classificados por Rappaport (2001) como macros direcionadores de valor. Esses macros direcionadores podem ser decompostos em micro direcionadores (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2005, p. 410) que refletem os resultados decorrentes das estratégias e decisões operacionais tomadas pelos gestores, em períodos anteriores.

A utilização do primeiro conjunto de indicadores teve como finalidade averiguar se há relação entre a criação de valor pelas empresas que usufruem de incentivos fiscais. Aparentemente, é obvio supor que há impacto, mas não tem como inferir, *a priori*, se esse efeito representa uma característica do modelo de gestão da empresa significativa ao longo do tempo, a ponto de alterar os indicadores de competitividade das empresas. O segundo conjunto de análise de variáveis (indicadores) teve como propósito avaliar quais decisões são tomadas em relação às possíveis economias decorrentes do não pagamento ou postergação dos tributos.

Figura 1 - Processo de cálculo de valor e formulação de estratégias



Fonte: Rappaport (2001, p. 81).

A concessão de incentivos fiscais/benefícios às corporações, na sua grande maioria, decorre das transações relacionadas aos resultados operacionais e financeiros e ao lucro obtido pelas empresas. Para investigar a associação entre os Indicadores de Geração de Valor e Incentivos Fiscais (subvenções governamentais), usufruídos pelas empresas, foram utilizados os seguintes modelos de regressão:

$$IGV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SUBV_{i,t} + \alpha_2 PTbtd_{i,t} + \alpha_3 BNDES_{i,t} + \alpha_4 REFIS_{i,t} + \alpha_5 ENDLP_{i,t} + \alpha_6 PVFISCAL_{i,t} \quad (1)$$

$$+ \alpha_7 PSSCONT_{i,t} + \alpha_8 TAM_{i,t} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j dGv_{i,t}^j + \sum_{a=2}^3 \delta_a dCta_{i,t} + \sum_{s=2}^5 \gamma_s dRe g_{i,t} + e_{i,t}$$

$$IDV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SUBV_{i,t} + \alpha_2 PTbtd_{i,t} + \alpha_3 BNDES_{i,t} + \alpha_4 REFIS_{i,t} + \alpha_5 ENDLP_{i,t} + \alpha_6 PVFISCAL_{i,t} \quad (2)$$

$$+ \alpha_7 PSSCONT_{i,t} + \alpha_8 TAM_{i,t} + \sum_{j=1}^8 \varpi_j dGv_{i,t}^j + \sum_{a=2}^3 \delta_a dCta_{i,t} + \sum_{s=2}^5 \gamma_s dRe g_{i,t} + e_{i,t}$$

Em que, as variáveis dependentes foram:

- i. MODELO de $IGV_{i,t}$ = representa o indicador de valor para a empresa i no ano t;
- $ROA_{i,t}$ retorno do ativo mensurado pela divisão do lucro antes das receitas e despesas financeiras pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t;

- $ROE_{i,t}$ retorno do patrimônio líquido mensurado pela divisão do lucro líquido pelo valor do patrimônio líquido no final do exercício, para a empresa i no ano t ;
 - $MB_{i,t}$ margem bruta (lucro bruto) dividida pela receita líquida de impostos para a empresa i no ano t ;
 - $ML_{i,t}$ margem líquida (lucro líquido) dividida pela receita líquida de impostos para a empresa i no ano t ;
 - $VAB_{i,t}$ valor adicionado bruto (DVA) dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t .
- ii. MODELO de $IDV_{i,t}$ = representa o indicador de destinação de valor para a empresa i no ano t ;
- $FCXOP_{i,t}$ = representa o fluxo de caixa das operações dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t ;
 - $FCXINV_{i,t}$ = representa o fluxo de caixa dos investimentos realizados, dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t ;
 - $FCXFIN_{i,t}$ = representa o fluxo de financiamentos dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t ;
 - $SFCX_{i,t}$ = representa o saldo final do fluxo de caixa, no final do exercício, dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t ;
 - $CCL_{i,t}$ = é o capital circulante líquido (ativo circulante menos passivo circulante), no final do exercício, dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t ; $REMCP_{i,t}$ = valor destinado aos acionistas a título de remuneração do capital próprio (extraído da DVA – Demonstração do Valor Adicionado) dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t ;
 - $ENDLP_{i,t}$ = representa o valor das dívidas de longo prazo, no final do exercício, dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t .
- Em que, a variável independente foi:
- $SUBV_{i,t}$ = uma variável indicadora igual a 1 se a empresa i possui algum tipo de subvenção, mesmo que não contabilizada nas demonstrações, mas divulgada ou mencionada em notas explicativas, no ano t , caso contrário, 0;

Com a finalidade de controlar outros efeitos das práticas de planejamento tributário adotadas pelas empresas “*tax aggressiveness*”, foram incluídas diversas variáveis de controle no modelo de regressão, amplamente utilizadas na literatura (AYERS *et al.*, 2012; CHEN *et al.*, 2010; DYRENG *et al.*, 2008; FRANK; LYNCH; REGO, 2009; MANZON; PLESKO, 2002; MAYDEW, 1998; MILLS; ERICKSON; REGO, 2003;).

Em que, as variáveis de controle utilizadas foram:

Também foram consideradas, nas análises preliminares, diversas variáveis de controle recomendadas na literatura: *proxies* de planejamento tributário: $ETR_{i,t}$ alíquota efetiva de imposto de renda e contribuição social, $ETRCorr_{i,t}$ imposto de renda e contribuição social correntes, $ETDdiff_{i,t}$ o valor do imposto de renda total dividido pelo lucro antes do imposto de renda, menos a alíquota nominal de imposto de renda e contribuição social, $BTDdif_{i,t}$ o valor

dos impostos diferidos dividido pelo LAIR no final do exercício; $PCFC_{i,t}$ se teve prejuízo operacional líquido (prejuízo fiscal) a compensar; $JSCP_{i,t}$ juros sobre capital próprio; $AIMO_{i,t}$ intensidade de capital investido em ativos fixos; $AINT_{i,t}$ intensidade de ativos intangíveis; $GA_{i,t}$ medida de crescimento medido pelo giro dos ativos; $DA_{i,t}$ *accruals* discricionários; $BIG4_{i,t}$ auditada para um auditor Big 4; e $CTA_{i,t}$ controle acionário privado, estatal ou estrangeiro. No entanto, não se obteve significância estatística nestas variáveis, assim, optou-se por eliminá-las dos modelos.

- $BTD_{i,t}$ = representa a diferença entre o LAIR – Lucro antes do Imposto de Renda e Contribuição e o Lucro Tributário, dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t ;
- $BNDES_{i,t}$ = uma variável indicadora igual a 1 se a empresa i possui empréstimos do BNDES (juros subsidiados) no ano t , caso contrário, 0;
- $REFIS_{i,t}$ = uma variável indicadora igual a 1 se a empresa i participa de parcelamento fiscal no ano t , caso contrário, 0;
- $PVFISCAL_{i,t}$ = representa o valor das provisões fiscais (litígios classificados como prováveis), dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t ;
- $PSSCONT_{i,t}$ = representa o valor dos passivos contingentes (litígios classificados como possíveis e remotos), dividido pelo valor do ativo total no final do exercício, para a empresa i no ano t .
- $TAM_{i,t}$ = o log do ativo total (LnATit) para a empresa i no ano t ;
- $ENDLP_{i,t}$ = endividamento de longo prazo para a empresa i no ano t ;
- $SET_{i,t}$ = efeito fixo no setor (indústria);
- $ANO_{i,t}$ = efeito fixo no ano, e
- $\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro.

3.2 Amostra e métodos

Diante da disparidade nos valores dos indicadores analisados, nos modelos propostos de geração e destinação de valor, e da presença de diversos *outliers*, selecionou-se uma amostra para as análises que apresentasse melhor homogeneidade em termos de observações. Assim, foram utilizadas, apenas, as empresas que compõem ou compuseram a lista de empresas do IBRX-100, ou seja, as mais negociadas no mercado de capitais.

Os dados utilizados na pesquisa foram trabalhados de acordo com Gujarati (2006), cuja amostra de trabalho consiste num conjunto de dados em painel, sendo esses dados apresentados em duas dimensões: dados em corte ou seção transversal (*cross-section*) e séries temporais. Esta técnica de dados em painel possibilita ao pesquisador estudar a influência de variáveis explicativas sobre determinada variável dependente para um conjunto de observações e ao longo do tempo (FÁVERO *et al.*, 2009).

Para avaliar aderência da técnica estatística mais adequada para os modelos de regressão de dados em painel, foram utilizados os testes de Breusch-Pagan e de Hausman, de acordo com suas especificações.

4 RESULTADOS E ANÁLISES

Foram analisadas, aproximadamente, 1.800 notas explicativas, em que se verificou se elas possuíam algum tipo de incentivo fiscal (subvenção governamental), tributário ou financeiro, considerando as três esferas administrativas: municipal, estadual e federal. Inicialmente, a amostra continha 653 empresas, mas, após a realização de análises descritivas e correlações, foram identificados os seguintes pontos críticos - ausência de dados financeiros (receita, ativo, passivo a descoberta) e discrepância entre os valores dos indicadores, em diversos setores.

Constatou-se que essas características, nas análises de regressão, impactavam e comprometiam a significância dos resultados e a sua interpretação. Desse modo, foram eliminadas as empresas que continham dados faltantes e as empresas de participação (*holding*). Posteriormente, eliminaram-se as empresas financeiras e de crédito (análises estatísticas apresentadas nos apêndices). Por fim, as principais análises ficaram centradas, apenas, numa amostra contendo 108 empresas, num total de 324 observações, referente às empresas listadas no IBRX-100, que apresentam um total de ativos bastante representativo quando comparadas às demais empresas ativas na CVM, conforme pode-se observar na Tabela 1.

Tabela 1: Total de ativos das empresas pesquisadas – IBRX (em Mil R\$)

| Ramo | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Comércio | 411.189.441,00 | 675.855.788,00 | 140.864.789,00 |
| Diversos | 51.159.085,00 | 67.451.103,00 | 69.176.851,00 |
| Indústria | 1.293.357.874,00 | 1.607.831.669,00 | 1.760.142.272,00 |
| Serviços | 3.234.188.971,00 | 3.762.086.786,00 | 4.078.380.302,00 |
| Total (IBRX) ¹ | 4.989.895.371,00 | 6.113.225.346,00 | 6.048.564.214,00 |
| Total Geral ² | 8.975.356.098,00 | 12.281.904.349,00 | 12.631.353.440,00 |
| % | 55,60% | 49,77% | 47,89% |

Nota: 1. Total de ativos das empresas listadas no IBRX; 2. Total de ativos de todas as empresas S/A (ativas na CVM).

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 2, apresenta-se a relação dos incentivos fiscais identificados nas notas explicativas analisadas.

Tabela 2: Relação dos incentivos fiscais identificados

| Categorias | Tipos | Tributos | Objeto de fomento |
|----------------------------|-------|--------------------|--|
| Estaduais (valor agregado) | 47 | ICMS | Indústria ou comércio |
| Estaduais (valor agregado) | 2 | ICMS | Atividades culturais |
| Federais (lucro) | 22 | IRPJ/CSLL | Indústria ou comércio |
| Federais (valor agregado) | 4 | IPI, PIS/Cofins | Indústria ou comércio |
| Federais | 4 | Crédito financeiro | Setor energia elétrico |
| Internacionais (lucro) | 3 | IRPJ/CSLL | Indústria ou comércio |
| Municipais | 1 | ISS e IPTU | Indústria ou comércio |
| Federais (lucro)* | 5 | IRPJ/CSLL | Atividades culturais, esporte, criança e idoso |
| Total | 88 | | |

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 3, apresenta-se o percentual de empresas que usufruem de subvenções governamentais (incentivos fiscais).

Tabela 3: Percentual de empresas que usufruem de subvenções governamentais (incentivos fiscais)

| Anos | Subv. Governamentais Divulgadas N.E. | | Subvenção Estadual | | Subvenção Federal | | Subvenções s/ Lucro | | Total de Empresas | |
|------|--------------------------------------|--------|--------------------|-------|-------------------|--------|---------------------|--------|-------------------|------|
| 2011 | 156 | 25,79% | 52 | 8,60% | 112 | 18,51% | 69 | 11,40% | 605 | 100% |

AVALIAÇÃO DO IMPACTO DOS INCENTIVOS FISCAIS SOBRE OS RETORNOS E AS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

| | | | | | | | | | | |
|-------|-----|--------|-------|-------|--------|--------|-----|--------|-----|------|
| 2012 | 249 | 38,85% | 62 | 9,67% | 158 | 24,65% | 117 | 18,25% | 641 | 100% |
| 2013 | 256 | 39,20% | 62 | 9,49% | 158 | 24,20% | 117 | 17,92% | 653 | 100% |
| Média | 220 | 34,61% | 58,67 | 9,25% | 142,67 | 22,45% | 101 | 15,86% | 633 | 100% |

Nota: N.E. Notas explicativas

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 4, apresentam-se os valores de subvenções reconhecidos nas demonstrações contábeis das empresas analisadas.

Tabela 4: Valores de subvenções reconhecidos nas demonstrações contábeis (em Mil R\$)

| Períodos | N. Empresas | BP-A | BP-P | DFC | DRE | DVA |
|----------|-------------|--------------|---------------|-----------|-------------|--------------|
| 2013 | 100 | 1.131.565,00 | 45.822.762,00 | 36.140,00 | -353.820,00 | 1.221.070,00 |
| 2012 | 101 | 1.013.165,00 | 43.504.070,00 | 49.700,00 | -399.601,00 | 847.392,00 |
| 2011 | 90 | 329.583,00 | 41.756.915,00 | 67.217,00 | -290.080,00 | 481.756,00 |

Nota: BP-A Balanço Patrimonial (ativos); BP-P Balanço Patrimonial (passivos); DFC Demonstração de Fluxo de Caixa; DRE Demonstração de Resultado do Exercício; DVA Demonstração do Valor Adicionado.

Fonte: dados da pesquisa.

4.1 Estatística descritiva e correlação entre as variáveis

Na Tabela 5, apresentam-se as análises descritivas das variáveis de interesse e de controle da amostra com 324 observações (IBRX).

Tabela 5: Estatística descritiva das variáveis

| Variáveis | Obs. | Média | Desv. Padrão | Min | Max |
|-----------|------|--------|--------------|--------|--------|
| SUBV | 324 | 0,552 | 0,498 | 0,000 | 1,000 |
| ROA | 324 | 0,063 | 0,174 | -1,844 | 0,517 |
| ROE | 324 | 0,114 | 0,400 | -2,563 | 3,873 |
| LB | 324 | 0,169 | 0,183 | -0,661 | 1,037 |
| LL | 324 | 0,034 | 0,161 | -1,797 | 0,377 |
| VAB | 324 | 0,246 | 0,312 | -0,980 | 2,499 |
| CCL | 324 | 0,139 | 0,152 | -0,363 | 0,691 |
| SFCX | 324 | 0,085 | 0,081 | 0,000 | 0,374 |
| FCXOP | 324 | 0,064 | 0,094 | -0,347 | 0,463 |
| FCXINV | 324 | -0,057 | 0,083 | -0,405 | 0,270 |
| FCXFIN | 324 | -0,003 | 0,122 | -0,751 | 0,545 |
| REMCP | 324 | 0,030 | 0,159 | -1,797 | 0,378 |
| ENDLP | 324 | 0,327 | 0,216 | 0,000 | 1,925 |
| BTD | 324 | 0,363 | 1,135 | -1,472 | 10,168 |
| BNDES | 324 | 0,673 | 0,470 | 0,000 | 1,000 |
| REFIS | 324 | 0,556 | 0,498 | 0,000 | 1,000 |
| JSCP | 324 | 0,006 | 0,010 | 0,000 | 0,052 |
| PVFISCAL | 324 | 0,014 | 0,058 | 0,000 | 0,853 |
| PSSCONT | 324 | 0,209 | 0,571 | 0,000 | 3,973 |
| TAM | 324 | 15,424 | 3,631 | 0,000 | 20,874 |

Fonte: dados da pesquisa.

4.2 Relação entre as subvenções governamentais e os indicadores de geração de valor das empresas

Foram utilizadas como *proxies* de geração (criação de valor) as seguintes variáveis: ROA, ROE, LB, LL e VAB. Na análise das relações entre as subvenções governamentais, os

indicadores de geração de valor das empresas foram testados cinco modelos, alternando-se as variáveis dependentes, independentes, de controle, os modelos e os métodos de estimação. Os resultados estatísticos são apresentados na Tabela 6.

No modelo IGV_ROA (1) os resultados pela abordagem dos efeitos aleatórios indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o retorno dos ativos às empresas, apenas nos períodos em que os incentivos fiscais são usufruídos, mas representam uma característica premente ao longo do tempo.

No modelo IGV_ROE (2) os resultados pela abordagem dos efeitos aleatórios e fixos demonstraram que o modelo é estatisticamente significante, no entanto, as variáveis de interesses não se apresentaram estatisticamente, assim não é possível inferir que as subvenções aumentem o lucro líquido. Apenas na abordagem *pooled* a variável SUBV foi estatisticamente

AVALIAÇÃO DO IMPACTO DOS INCENTIVOS FISCAIS SOBRE OS RETORNOS E AS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

Tabela 6: Análises dos Modelos de IGV – Índices de Geração de Valor (Variável Independente: Subvenções Governamentais)

| Var. Dependentes | ROA | | | ROE | | | LB | | | LL | | | VAB | | |
|---|-------------------------------|------------------|------------------|-------------------------------|-----------------|-----------|-------------------------------|------------------|------------------|-------------------------------|------------------|------------------|-------------------------------|-----------------|-----------------|
| Métodos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos |
| CONS | -0,008 | 0,012 | 0,043 | 0,016 | 0,024 | -0,116 | 0,052*** | 0,071** | 0,145*** | -0,017** | 0,000** | -0,057 | 0,058 | 0,011 | 0,06 |
| Std. Err. | 0,035 | 0,043 | 0,122 | 0,077 | 0,101 | 0,281 | 0,028 | 0,031 | 0,047 | 0,033 | 0,04 | 0,116 | 0,044 | 0,052 | 0,091 |
| SUBV | 0,056*** | 0,050** | 0,032 | 0,111*** | 0,081 | -0,028 | 0,085*** | 0,053*** | 0,046*** | 0,049*** | 0,044** | 0,021 | 0,193*** | 0,112*** | 0,090*** |
| Std. Err. | 0,018 | 0,022 | 0,036 | 0,041 | 0,052 | 0,082 | 0,019 | 0,013 | 0,014 | 0,016 | 0,02 | 0,034 | 0,034 | 0,024 | 0,026 |
| BTD | 0,007 | 0,013 | 0,040** | 0,019 | 0,017 | 0,012 | -0,007 | 0,014** | 0,02 | 0,011** | 0,014*** | 0,038** | -0,003 | 0,027** | 0,039*** |
| Std. Err. | 0,005 | 0,01 | 0,018 | 0,025 | 0,024 | 0,041 | 0,005 | 0,006 | 0,007 | 0,005 | 0,009 | 0,017 | 0,006 | 0,012 | 0,013 |
| BNDES | 0,002 | 0,001 | -0,099 | -0,054 | -0,051 | -0,111 | 0,005 | -0,026 | -0,233** | 0,003 | 0,004 | 0,054 | -0,01 | -0,012 | -0,203 |
| Std. Err. | 0,018 | 0,028 | 0,249 | 0,052 | 0,066 | 0,573 | 0,021 | 0,033 | 0,096 | 0,016 | 0,024 | 0,236 | 0,04 | 0,054 | 0,184 |
| REFIS | 0,004 | 0,004 | 0,088 | -0,088** | -0,083 | 0,351 | -0,021 | -0,028 | 0,074 | -0,001 | 0,002 | 0,097 | -0,038 | -0,05 | 0,072 |
| Std. Err. | 0,014 | 0,025 | 0,171 | 0,036 | 0,06 | 0,394 | 0,019 | 0,029 | 0,066 | 0,013 | 0,022 | 0,162 | 0,029 | 0,048 | 0,127 |
| PVFISCAL | -0,733** | -0,824*** | -1,206*** | 1,547*** | 1,545*** | 0,785 | -0,400*** | -0,551*** | -0,619*** | -0,738** | -0,818*** | -1,295*** | 2,351*** | 2,385*** | 2,254*** |
| Std. Err. | 0,326 | 0,207 | 0,369 | 0,535 | 0,483 | 0,85 | 0,137 | 0,128 | 0,143 | 0,346 | 0,185 | 0,349 | 0,326 | 0,234 | 0,274 |
| PCPSS | -0,009 | -0,004 | 0,012 | -0,009 | -0,004 | 0,014 | -0,001 | 0,019 | 0,019 | -0,007 | -0,004 | 0,009 | 0,004 | 0,019 | 0,017 |
| Std. Err. | 0,007 | 0,019 | 0,033 | 0,013 | 0,045 | 0,077 | 0,009 | 0,012 | 0,013 | 0,005 | 0,017 | 0,032 | 0,013 | 0,022 | 0,025 |
| ENDLP | -0,052 | -0,046 | 0,073 | -0,012 | 0,041 | 0,58 | -0,256*** | -0,159*** | -0,126** | -0,108* | -0,104* | 0,042 | -0,137* | -0,081 | -0,007 |
| Std. Err. | 0,064 | 0,067 | 0,15 | 0,131 | 0,156 | 0,346 | 0,05 | 0,049 | 0,058 | 0,06 | 0,058 | 0,142 | 0,082 | 0,088 | 0,111 |
| TAM | 0,004** | 0,003 | 0 | 0,006 | 0,006 | -0,005 | 0,011* | 0,010*** | 0,010*** | 0,004*** | 0,003 | -0,001 | 0,008** | 0,012*** | 0,012*** |
| Std. Err. | 0,002 | 0,003 | 0,004 | 0,008 | 0,007 | 0,01 | 0,002 | 0,002 | 0,002 | 0,002 | 0,003 | 0,004 | 0,004 | 0,003 | 0,003 |
| N. Obs. | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 |
| Estatística-F | 4,5*** | | 3,43*** | 4,8*** | | 2,3** | 18,58*** | | 18,59*** | 6,8* | | 4,79*** | 19,02*** | | 36,58*** |
| Estatística-Chi² | | 35,46* | | | 25,16*** | | | 153,66*** | | | 52,52*** | | | 309,25*** | |
| R² ajust. | 10,67% | 10,42% | 4,16% | 8,82% | 8,59% | 1,80% | 19,01% | 14,45% | 1,80% | 14,97% | 14,81% | 6,64% | 2843,00% | 24,90% | 15,99% |
| Teste LM (i) | Estat.-Chi² | P-valor | | Estat.-Chi² | P-valor | | Estat.-Chi² | P-valor | | Estat.-Chi² | P-valor | | Estat.-Chi² | P-valor | |
| | 980,18*** | 0,0000 | | 27,78*** | 0,000 | | 248,01*** | 0,0000 | | 13,70*** | 0,0001 | | 220,5*** | 0,0000 | |
| Teste de Hausman | 8,24 | 0,4107 | | 7,51 | 0,4823 | | 14,37* | 0,0725 | | 21,76*** | 0,0054 | | 14,11* | 0,079 | |
| Teste LM (Pooled vs Efeitos Aleatórios) | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | |
| Teste de Hausman (Efeitos Aleatórios vs Fixos) | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Fixos | | | Ef. Fixos | | | Ef. Fixos | |

Nota: (i) Teste LM de Breusch-Pagan; (ii) O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância do coeficiente: ***(1%), **(5%) e *(10%).

Fonte: dados da pesquisa.

significante (1%), indicando que os incentivos fiscais (subvenções) impactam a criação de valor das empresas apenas no período. Esses resultados podem ser decorrentes de incentivos fiscais federais (SUDENE e SUDAM – incentivos fiscais sobre o lucro na exploração).

No modelo IGV_LB (3), os resultados, pela abordagem dos efeitos aleatórios, efeitos fixos e *pooled*, indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o lucro bruto. No entanto, o modelo recomendado, pelos testes realizados, foi a abordagem pelo efeito fixo, que indica que os incentivos fiscais (subvenções governamentais) têm impactos sobre o lucro bruto no período e representam uma característica do modelo de gestão das empresas, corroborando a ideia de que a concessão de incentivos fiscais estaduais ou federais sobre o valor agregado (subvenções) pode estar impactando a competitividade e a lucratividade das mesmas.

No modelo IGV_LL (4), os resultados, pela abordagem dos efeitos aleatórios e *pooled* indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o lucro líquido. No entanto, o modelo recomendado, pelos testes realizados, foi a abordagem pelo efeito fixo, que indica que a subvenção tem impacto apenas no período em que a empresa usufrui, não representando uma característica permanente do modelo de gestão da empresa.

No modelo IGV_VAB (5), os resultados, pela abordagem dos efeitos aleatórios, efeitos fixos e *pooled* indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o valor adicionado bruto das empresas pesquisadas. No entanto, o modelo recomendado pelos testes realizados a 10% de significância foi a abordagem pelo efeito fixo, que indica que os incentivos fiscais (subvenções) impactam positivamente o valor adicionado das empresas. Acredita-se que, dentre os indicadores analisados, esse poderia apresentar-se mais robusto, por congrega todos os ganhos realizados pelas empresas no período.

Os testes estatísticos apontaram para abordagens variadas para diferentes variáveis dependentes, por exemplo as variáveis IGV_LB, IGV_LL e IGV_VAB, os testes indicaram a adequabilidade da abordagem de efeitos fixos, enquanto que para as variáveis IGV_ROA e IGV_ROE os testes indicaram a adequabilidade da abordagem de efeitos aleatórios.

4.3 Relação entre as subvenções governamentais e os indicadores de destinação de valor gerado pelas empresas

Nas análises das relações entre as subvenções governamentais, os indicadores de destinação de valor das empresas foram testados em sete modelos, alternando-se tanto as variáveis dependentes, independentes e de controle, quanto os modelos e os métodos de estimação. Os resultados estatísticos são apresentados na Tabela 7.

No modelo IDV_CCL (1), os resultados, pela abordagem dos efeitos aleatórios, não indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o capital de giro (CCL) das empresas pesquisadas. Portanto, a expectativa era de que os incentivos impactassem o capital de giro, mensurado pelo CCL; no entanto, o modelo IDV_CCL não captou correlação entre o capital de giro e a presença de subvenção nas empresas analisadas.

No modelo IDV_SFFCX (2), os resultados, pela abordagem dos efeitos fixos, não indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o saldo final de caixa das empresas pesquisadas. Portanto, não foi possível desenvolver inferências robustas em relação aos efeitos das subvenções sobre o capital de giro, medido pelo saldo final de caixa das empresas.

No modelo IDV_FCXOP (3), os resultados, pela abordagem dos efeitos aleatórios e *pooled*, indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o fluxo de caixa

AVALIAÇÃO DO IMPACTO DOS INCENTIVOS FISCAIS SOBRE OS RETORNOS E AS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

Tabela 7: Análises dos Modelos de IDV – Índices de Destinação de Valor (Variável Independente: Subvenções Governamentais)

| Var. Dependente | CCL | | | SFFCX | | | FCXOP | | | FCXINV | | | FCXFIN | | | REMCP | | | ENDIVLP | | |
|--|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|--------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos | Pooled | Ef. Aleatórios | Ef. Fixos |
| CONS | 0.047 ** | 0.058 * | 0,066 | 0,015 | 0,014 | -0.068 * | 0,009 | 0,002 | 0,016 | -0,005 | 0,014 | -0,008 | -0,008 | -0,024 | -0,100 | -0,019 | 0,003 | 0,037 | -0.112 *** | -0,002 | 0.184 *** |
| Std. Err. | 0,019 | 0,031 | 0,064 | 0,014 | 0,018 | 0,037 | 0,014 | 0,021 | 0,052 | 0,012 | 0,021 | 0,057 | 0,017 | 0,030 | 0,080 | 0,033 | 0,039 | 0,115 | 0,031 | 0,033 | 0,055 |
| SUBV | 0,003 | -0,002 | -0,005 | 0,005 | 0,003 | 0,006 | 0.042 *** | 0.030 *** | 0,016 | -0.018 * | -0.020 * | -0,020 | -0.025 * | -0,011 | 0,014 | 0.048 *** | 0.044 ** | 0,020 | -0.068 *** | -0,017 | -0,007 |
| Std. Err. | 0,018 | 0,016 | 0,019 | 0,009 | 0,009 | 0,011 | 0,011 | 0,011 | 0,015 | 0,010 | 0,011 | 0,017 | 0,014 | 0,016 | 0,023 | 0,016 | 0,020 | 0,034 | 0,019 | 0,015 | 0,016 |
| BTD | 0,000 | 0,000 | 0,001 | -0.008 *** | 0,001 | 0,008 | 0.005 * | 0.009 * | 0.016 ** | 0,006 | 0,004 | -0,013 | -0.010 ** | -0,011 | -0,004 | 0.010 ** | 0,013 | 0.035 *** | 0,016 | -0,003 | -0,011 |
| Std. Err. | 0,008 | 0,008 | 0,009 | 0,002 | 0,004 | 0,005 | 0,003 | 0,005 | 0,008 | 0,004 | 0,005 | 0,008 | 0,005 | 0,007 | 0,012 | 0,005 | 0,009 | 0,017 | 0,011 | 0,008 | 0,008 |
| BNDES | -0,021 | -0,028 | -0,117 | 0.032 *** | 0.039 ** | 0.162 ** | 0,013 | 0,015 | -0,032 | -0.027 ** | -0.022 *** | 0,102 | 0,014 | 0,006 | 0,062 | 0,005 | 0,004 | -0,077 | 0.102 *** | 0.062 * | -0.194 * |
| Std. Err. | 0,021 | 0,029 | 0,130 | 0,010 | 0,016 | 0,075 | 0,013 | 0,017 | 0,106 | 0,011 | 0,014 | 0,115 | 0,018 | 0,021 | 0,162 | 0,016 | 0,024 | 0,235 | 0,020 | 0,034 | 0,114 |
| REFIS | -0,014 | -0,008 | 0,087 | -0,014 | -0,013 | -0,003 | -0.024 ** | -0.026 * | 0,000 | 0,008 | 0,011 | -0,011 | 0,017 | 0,016 | 0,022 | 0,005 | 0,006 | 0,099 | 0,004 | -0,027 | -0,068 |
| Std. Err. | 0,019 | 0,026 | 0,089 | 0,009 | 0,014 | 0,051 | 0,010 | 0,015 | 0,073 | 0,011 | 0,013 | 0,079 | 0,014 | 0,019 | 0,112 | 0,013 | 0,022 | 0,161 | 0,019 | 0,030 | 0,079 |
| PVFISCAL | -0.274 ** | -0.380 *** | -0.479 ** | -0,065 | -0,030 | -0,094 | 0,060 | 0,069 | 0,054 | 0.207 * | 0.263 *** | 0.693 *** | -0.287 *** | -0.390 *** | -0.898 *** | -0.750 ** | -0.835 *** | -1.300 *** | 1.623 *** | 1.852 *** | 1.883 *** |
| Std. Err. | 0,137 | 0,151 | 0,193 | 0,056 | 0,085 | 0,111 | 0,075 | 0,106 | 0,157 | 0,077 | 0,101 | 0,171 | 0,075 | 0,146 | 0,241 | 0,353 | 0,184 | 0,348 | 0,339 | 0,108 | 0,109 |
| PCPSS | -0.034 * | -0.024 * | -0,020 | -0,006 | 0,001 | 0,008 | 0.012 ** | 0,015 | 0,016 | 0,005 | 0,005 | 0,014 | -0.013 *** | -0,015 | -0,028 | -0.010 ** | -0,007 | 0,007 | 0,000 | 0,016 | 0,016 |
| Std. Err. | 0,009 | 0,014 | 0,017 | 0,006 | 0,008 | 0,010 | 0,005 | 0,010 | 0,014 | 0,005 | 0,009 | 0,015 | 0,005 | 0,014 | 0,022 | 0,005 | 0,017 | 0,031 | 0,022 | 0,014 | 0,015 |
| ENDLP | -0.095 ** | -0,054 | -0,004 | -0,020 | -0,016 | 0,030 | -0.117 *** | -0.129 *** | -0.127 ** | -0,034 | -0.055 * | -0.231 *** | 0.162 *** | 0.205 *** | 0.430 *** | -0,093 | -0,087 | 0,050 | | | |
| Std. Err. | 0,048 | 0,055 | 0,078 | 0,027 | 0,031 | 0,045 | 0,029 | 0,036 | 0,064 | 0,027 | 0,033 | 0,070 | 0,035 | 0,048 | 0,098 | 0,060 | 0,058 | 0,141 | | | |
| TAM | 0.010 *** | 0.009 * | 0.008 *** | 0.004 *** | 0.004 *** | 0,002 | 0.004 *** | 0.005 *** | 0.006 *** | -0.002 * | -0.003 * | -0,002 | -0.003 *** | -0.006 ** | 0.004 ** | 0,002 | -0,002 | | 0.025 *** | 0.018 *** | 0.019 *** |
| Std. Err. | 0,001 | 0,002 | 0,002 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,002 | 0,001 | 0,001 | 0,002 | 0,001 | 0,002 | 0,003 | 0,002 | 0,003 | 0,004 | 0,002 | 0,001 | 0,002 |
| n. Obs. | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 | 324 |
| Estatística-F | 10.95 *** | | 3.88 *** | 7.32 *** | | 3.65 *** | 10.59 *** | | 3.45 *** | 3.99 *** | | 4.67 *** | 6.32 *** | | 2.71 *** | 5.78 *** | | 4.63 *** | 35.66 *** | | 90.83 *** |
| Estatística-Chi ² | | 38.14 *** | | | 25.78 ** | | | 43.87 *** | | | 25.78 *** | | | 26.13 *** | | | 50.62 *** | | | 25.78 *** | |
| R ² ajust. | 8,76 % | 8,32% | 2,88% | 7,73 % | 5,8% | 3,13% | 14,44 % | 13,75 % | 6,79% | 7,67% | 7,05% | 0,00% | 9,35% | 8,88% | 6,45% | 14,45 % | 14,27 % | 6,58% | 42,28 % | 36,63 % | 8,45% |
| | Chi ² | P-valor | | Chi ² | P-valor | | Chi ² | P-valor | | Chi ² | P-valor | | Chi ² | P-valor | | Chi ² | P-valor | | Chi ² | P-valor | |
| Teste LM (i) | 182.92 *** | 0,0000 | | 157.98 *** | 0,0000 | | 3.45 *** | 0,0009 | | 26.75 *** | 0,0000 | | 44.09 *** | 0,0000 | | 13.17 *** | 0,0001 | | 205.04 *** | 0,0000 | |
| Teste de Hausman | 2,43 | 0,9650 | | 22.19 *** | 0,0046 | | 4,63 | 0,7961 | | 28,17 *** | 0,0004 | | 10,94 | 0,2051 | | 11,82 | 0,1500 | | 42,59 ** | 0,0000 | |
| Teste LM (POLS vs. E. Aleat) | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Aleatórios | | | | | |
| Teste de Hausman (Ef. Aleat vs. Fixos) | Ef. Aleatórios | | | Ef. Fixos | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Fixos | | | Ef. Aleatórios | | | Ef. Fixos | | | | | |

Nota: (i) Teste LM de Breusch-Pagan; (ii) O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância do coeficiente: ***(1%), **(5%) e *(10%).

Fonte: dados da pesquisa.

das operações das empresas pesquisadas. O modelo recomendado, pelos testes realizados, foi a abordagem pelos efeitos aleatórios. Identificou-se que há indícios de relação estatisticamente significativa entre BTM e fluxo de caixa das operações pelas três abordagens. Portanto, conclui-se que as empresas que usufruem de subvenções governamentais (incentivos fiscais), possivelmente, têm fomentado suas operações, mesmo que de curto prazo, e conseqüentemente o capital de giro, com a obtenção dessas subvenções. No entanto, essa característica (incentivos fiscais) não tem impacto sobre o modelo de gestão da empresa ao longo do tempo e, sim, no momento em que ela usufrui do incentivo. Esses resultados são aderentes aos achados da pesquisa Edwards, Schwab e Shevlin (2015) que identificaram na análise da associação entre restrições financeiras e as economias de caixa geradas pelo planejamento tributário, as quais equivalem a um aumento entre 2,87 e 4,82% dos fluxos de caixa operacionais.

No modelo IDV_FCXINV (4), os resultados, pela abordagem dos efeitos aleatórios e *pooled*, indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o fluxo de caixa de investimento das empresas pesquisadas. No entanto, o modelo recomendado, pelos testes realizados, foi a abordagem pelos efeitos fixos. Esses resultados sugerem que as empresas que usufruem de subvenções governamentais (incentivos fiscais) têm uma relação positiva com as saídas de caixa para investimentos, ou seja, os incentivos impactam os investimentos de curto prazo, mas de longo prazo das empresas.

Os testes estatísticos apontaram para abordagens variadas para diferentes variáveis dependentes, por exemplo as variáveis IDV_SFFCX, IDV_FCINV e IDV_ENDIVLP, os testes indicaram a adequabilidade da abordagem de efeitos fixos, enquanto que para as variáveis IDV_CCL, IDV_FCXOP, FCXFIN e IDV_REMCP os testes indicaram a adequabilidade da abordagem de efeitos aleatórios.

No modelo IDV_FCXFIN (5), os resultados, pela abordagem *pooled*, indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre o fluxo de caixa de financiamento. No entanto, o modelo recomendado, pelos testes realizados, foi a abordagem pelos efeitos aleatórios. Esses resultados permitem concluir que as empresas detentoras de subvenções (incentivos fiscais) têm menores entradas de recursos financeiros, via própria ou de terceiros, quando há presença de incentivos fiscais. Isso pode ser decorrente do fato de as empresas usufruírem de incentivos estaduais ou de valor agregado.

No modelo IDV_REMCP (6), os resultados pela abordagem *pooled* indicam que as subvenções governamentais têm impactos sobre a distribuição dos resultados (remuneração do capital próprio medido pelos valores divulgados na DVA). Adicionalmente, o modelo recomendado, pelos testes realizados, foi a abordagem pelos efeitos aleatórios, comprovando de fato que as empresas que possuem incentivos fiscais distribuem mais resultados. Adicionalmente, os resultados dos modelos pelas abordagens *pooled* e efeitos fixos indicaram que há relação positiva entre a medida de planejamento tributário (BTM) e a remuneração do capital próprio, ou seja, representa uma característica do modelo de gestão da empresa, que persiste ao longo do tempo.

Diante dos resultados auferidos, é possível afirmar que, no período de 2011 a 2013, nas abordagens estatísticas utilizadas, as empresas que mais remuneraram seus acionistas foram as que mais usufruíram ou usufruem de algum tipo incentivo fiscal ou possuem práticas de planejamento tributário.

No modelo IDV_ENDIVLP (7), os resultados, pela abordagem *pooled*, indicam que as subvenções governamentais têm impactos negativos sobre o nível de endividamento das empresas. Portanto, sob essa perspectiva, pode-se concluir que as empresas no período (ano) têm utilizado a subvenção como forma de financiamento, mesmo que no curto prazo, ou seja, quanto menor o endividamento, mais subvenções estão presentes nas empresas analisadas. Entretanto, a abordagem recomendada foi a de efeitos fixos, o que indica que as subvenções não representam uma característica presente no modelo de gestão das empresas, ao longo do

tempo, dentre as suas políticas de financiamento. Em síntese, os resultados obtidos, neste modelo, estão aderentes aos resultados obtidos por Pohlmann (2005), que analisou a relação dos níveis de endividamento e a redução do imposto de renda para as 500 maiores empresas brasileiras e constatou relação entre imposto de renda e nível de endividamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Acredita-se que os gestores, diante das características idiossincráticas do ambiente econômico e tributário brasileiro, têm incentivos para utilizarem economias decorrentes das práticas de planejamento tributário (subvenções governamentais) como fonte financiamento das atividades operacionais das empresas.

Na análise da relação entre incentivos fiscais (subvenções) e as decisões corporativas (operacionais, de investimento, de financiamento e de distribuição de resultados), buscou-se fundamentação na teoria de *pecking order* que considera uma hierarquia na busca de recursos pela firma para o financiamento das suas atividades (lucro, instituições financeiras e mercado); na perspectiva proposta de Scholes et al. (2005) que um planejamento tributário eficiente envolve todos *all parts, all taxes, e all costs*; e na relação entre as estratégias de planejamento tributário e os determinantes da estrutura do capital das empresas (AYERS *et al.*, 1996; MILLS, 1996; MILLS; NEWBERRY, 2001; PLESKO, 2003).

Para operacionalização das análises das relações investigadas, foram utilizados como *proxies* os indicadores financeiros classificados por Rapaport (2001) como macro direcionadores de valor que são decompostos em micro direcionadores que refletem as estratégias e decisões operacionais tomadas pelos gestores, em períodos anteriores.

As evidências encontradas confirmaram as hipóteses de que: (i) há uma relação positiva entre os indicadores de geração de valor (margem bruta e valor adicionado) e as subvenções governamentais usufruídas pelas empresas brasileiras; (ii) há uma relação positiva entre os indicadores de destinação de valor (fluxo de caixa das operações, investimentos realizados no exercício, e financiamentos) e as subvenções governamentais usufruídas pelas empresas brasileiras; (iii) existe uma relação negativa entre subvenções governamentais e o nível de endividamento de longo prazo das empresas; e (iv) adicionalmente, constatou-se uma relação positiva entre as empresas que usufruem subvenções e o grau de distribuição de resultados.

Conclui-se que as subvenções impactam os indicadores de geração e destinação de valor das empresas brasileiras pesquisadas, no entanto, não se obteve consenso em relação à longevidade (curto prazo) destes impactos sobre o desempenho dos indicadores.

A fim de analisar as evidências encontradas, neste estudo, algumas limitações de pesquisa devem ser consideradas; dentre elas, destaca-se o número limitado de empresas brasileiras de capital aberto pesquisadas. Portanto, a amostra foi selecionada de forma intencional e não probabilística entre aquelas empresas que possuem dados homogêneos, de forma que os resultados da pesquisa não podem ser generalizados para a população como um todo, ou seja, as evidências se referem à amostra de trabalho utilizada.

O estudo investigou o impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas, considerando as variáveis utilizadas nos modelos, portanto, a influência de outros fatores, além dos explicitados, foi desconsiderada. Apesar das limitações apresentadas, espera-se que elas não invalidem as evidências levantadas, uma vez que são consistentes e apresentam similaridade, pelo menos, em parte, com as evidências de outras pesquisas dessa área em estudo (CABELLO, 2012; EDWARDS; SCHWAB; SHEVLIN, 2015; FORMIGONI, 2008; GRAHAM, 2003; HANLON; HEITZMAN, 2010; MARTINEZ, 2014; PENNA JUNIOR, 2012; SCHOLES et al., 2014; VELLO; SHACKELFORD; SHEVLIN, 2001).

Existem muitas questões a serem investigadas sobre o tema, por exemplo: (i) analisar a intensidade (valores) dos incentivos fiscais e os impactos sobre as decisões corporativas; se os analistas de investimento incorporam estes elementos em suas recomendações (os riscos do planejamento tributário), e se elas impactam o nível *rating das empresas* no processo de avaliação e valorização das mesmas.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M. **Desafios da real política industrial brasileira do século XXI**. Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2009.

AUERBACH, A. J. The Bush tax cut and national saving. **National Tax Journal**, Washington, v. 55, n. 3, p. 387-408, 2002.

AYERS, B.; LAPLANTE, S. K.; LI, O. Z.; SCHWAB, C. **Investor trading and book-tax differences**. Working paper, University of Georgia and University of Arizona, 2008.

BOTMAN, D.; KLEMM, A.; BAQIR, R. Investment incentives and effective tax rates in the Philippines: a comparison with neighboring countries. **Journal of the Asia Pacific Economy**, v. 15, n. 2, p. 166-191, 2010.

BRAGANÇA, G. G.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. **Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil**: as debêntures incentivadas. 2015.

BRASIL, **BNDES**. (2014). Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/

BRASIL, CVM - **Comissão de valores mobiliários**. Disponível em: www.cvm.gov.br.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R.; SILVA, J. C. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de características das firmas?. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, 2009.

BUIJINK, W.; JANSSEN, B.; SCHOLS, Y. Evidence of the effect of domicile on corporate average effective tax rates in the European Union. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 11, n. 2, p. 115-130, 2002.

CABELLO, O. G. **Análise dos efeitos das práticas de tributação do lucro na effective tax rate (ETR) das companhias abertas brasileiras: uma abordagem da teoria das escolhas contábeis**. 2012. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

CALIJURI, M. S. S. **Avaliação da gestão tributária a partir de uma perspectiva multidisciplinar**. 2009. Tese Doutorado. (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

CHEN, S.; CHEN, X.; CHENG, Q.; SHEVLIN, T. Are family firms more tax aggressive than non-family firms? **Journal of Financial Economics**, v. 95, n. 1, p. 41-61, 2010.

COSTA, K. F. **Metamorfoses o papel do BNDES na reordenação da economia brasileira**. 2011. Tese (doutorado) – IFCH -Unicamp: Campinas, São Paulo.

DALLA COSTA, A.; MINELLA, A. C.; GROS, D. B.; MICK, J.; ORCHARD, M. S. E.; IGLECIAS, W. T. **Desenvolvimento e crise na América Latina: estado, empresas e sociedade**. Curitiba: Editora CRV, 2012.

COLLINS, J. H.; SHACKELFORD, D. A. Corporate domicile and average effective tax rates: The cases of Canada, Japan, the United Kingdom, and the United States. In: **The Taxation of Multinational Corporations**. Springer, Dordrecht, p. 51-79, 1996.

DUNBAR, A. E.; SANSING, R. C. Measuring corporate tax preferences. **Journal of the American Taxation Association**, v. 24, n. 2, p. 1-17, 2002.

DYRENG, S. D.; HANLON, M.; MAYDEW, E. L. The effects of executives on corporate tax avoidance. **The Accounting Review**, v. 85, n. 4, p. 1163-1189, 2010.

EDWARDS, A.; SCHWAB, C.; SHEVLIN, T. Financial constraints and cash tax savings. **The Accounting Review**, v. 91, n. 3, p. 859-881, 2015.

FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; SILVA, F. L. D.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. São Paulo, Elsevier, 2009.

FORMIGONI, H. **A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras**. 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo.

FORMIGONI, H.; POMPA ANTUNES, M.T.; PAULO, E. Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, 2009.

FRANK, M. M.; LYNCH, L. J.; REGO, S. O. Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. **The Accounting Review**, v. 84, n. 2, p. 467-496, 2009.

GALINDO, A. J.; POMBO, C. Corporate taxation, investment and productivity: A firm level estimation. **Journal of Accounting and Taxation**. v. 5, p. 158-161, 2011.

GRAHAM, J. R. Taxes and corporate finance: A review. **The Review of Financial Studies**, v. 16, n. 4, p. 1075-1129, 2003.

GRAHAM, J. R. Taxes and corporate finance. In: **Handbook of Empirical Corporate Finance**. Elsevier, p. 59-133, 2008.

GRAHAM, J. R.; HANLON, M.; SHEVLIN, T.; SHROFF, N. Tax rates and corporate decision-making. **The Review of Financial Studies**, v. 30, n. 9, p. 3128-3175, 2017.

- GUPTA, S.; NEWBERRY, K. Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data. **Journal of accounting and public policy**, v. 16, n. 1, p. 1-34, 1997.
- HANLON, M.; MILLS, L. F.; SLEMROD, J. B. An empirical examination of corporate tax noncompliance. **Ross School of Business Paper**, n. 1025, 2005.
- HANLON, M.; HEITZMAN, S. A review of tax research. **Journal of accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 127-178, 2010.
- HOLLAND, K. Accounting policy choice: The relationship between corporate tax burdens and company size. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 25, n. 3-4, p. 265-288, 1998.
- JANSSEN, B. Corporate effective tax rates in the Netherlands. **De Economist**, v. 153, n. 1, p. 47-66, 2005.
- JENKINS, G. P.; KUO, C. Y. Evaluating the Relative Impact of Fiscal Incentives and Trade Policies on the Returns to Manufacturing in Taiwan, 1955–1995. **Asian Economic Journal**, v. 21, n. 1, p. 75-100, 2007.
- LAMENZA, G. R.; PINHEIRO, F. C. F.; GIAMBIAGI, F. A capacidade de desembolso do BNDES durante a década de 2010. **Revista do BNDES**, v.36, 43-88, 2011.
- MANZON JR, G. B.; PLESKO, G. A. The relation between financial and tax reporting measures of income. **Tax L. Rev.**, v. 55, p. 175, 2001.
- MAYDEW, E. L. Empirical tax research in accounting: A discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 389-403, 2001.
- MAYDEW, E. L.; SCHIPPER, K.; VINCENT, Li. The impact of taxes on the choice of divestiture method. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, n. 2, p. 117-150, 1999.
- MEDEIROS, O.; DAHER, C. E. Testes empíricos da Pecking Order Theory na estrutura de capital das empresas brasileiras. **Anais do XXVIII Encontro Nacional da ANPAD (ENANPAD), Curitiba/PR**, 2004.
- MILLS, L. F. Corporate tax compliance and financial reporting. **National Tax Journal**, p. 421-435, 1996.
- MILLS, L.; ERICKSON, M. M.; MAYDEW, E. L. Investments in tax planning. **The Journal of the American Taxation Association**, v. 20, n. 1, p. 1, 1998.
- PENNA JUNIOR, R. **A influência dos incentivos fiscais estaduais relacionados ao ICMS sobre a carga tributária de IRPJ e CSLL nas empresas incentivadas, dissertação apresentada**. 2012. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Finanças) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas Em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, Vitoria.
- PLESKO, G. A. An evaluation of alternative measures of corporate tax rates. **Journal of Accounting and Economics**, v. 35, n. 2, p. 201-226, 2003.

POHLMANN, M. C. **Contribuição ao estudo da classificação interdisciplinar da pesquisa tributária e do impacto da tributação na estrutura de capital das empresas no Brasil.** 2005. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

POHLMANN, M. C.; ALVES, F. J. S. Regulamentação. In: Sérgio de Iudícibus e Alexandro Broedel Lopes (Coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade.** São Paulo: Atlas, p. 233-273 (2004).

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores.** Atlas, 2001.

REGO, S. O. Tax-avoidance activities of US multinational corporations. **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 4, p. 805-833, 2003.

SCHOLES, M. S., WOLFSON, M. A., ERICKSON, M., MAYDEW, E. L.; SHELVIN, T. **Taxes and Business Strategy: a Planning Approach** (3rd ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall (2005).

SCHOLES, M.; WOLFSON, M.; ERICKSON, M.; HANLON, M.; MAYDEW, E.; SHEVLIN, F. T. **Taxes and Business Strategy: A Planning Approach** (5th edition). Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall (2014).

SELLING, T. I.; STICKNEY, C. P. The effects of business environment and strategy on a firm's rate of return on assets. **Financial Analysts Journal**, v. 45, n. 1, p. 43-52, 1989.

VALLE, M. R. **Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento.** 2008. Tese (Livre Docência em Estrutura de Capital) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

VELLO, A.; MARTINEZ, A. L. Planejamento tributário eficiente: uma análise de sua relação com o risco de mercado. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 23, p. 117-140, 2014.