**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS–FUCAPE**

HAILTON NAZARENO DOS SANTOS JUNIOR

**O REFLEXO DA DESONERAÇÃO DA FOLHA DE PAGAMENTO NA
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS**

**VITÓRIA
2018**

HAILTON NAZARENO DOS SANTOS JUNIOR

**O REFLEXO DA DESONERAÇÃO DA FOLHA DE PAGAMENTO NA
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Valcemiro Nossa

**VITÓRIA
2018**

HAILTON NAZARENO DOS SANTOS JUNIOR

**O REFLEXO DA DESONERAÇÃO DA FOLHA DE PAGAMENTO NA
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 04 de junho de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: VALCEMIRO NOSSA

Fundação Instituto de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE)

Prof. Dr.: AZIZ XAVIER BEIRUTH

Fundação Instituto de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE)

Prof. Dra.: ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA

Fundação Instituto de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE)

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, pois esteve comigo em todos os momentos.

Aos meus pais, que mesmo distantes, sempre me apoiaram e me incentivaram.

À equipe da Secretaria de pesquisa, por me proporcionarem um excelente atendimento durante minha estada.

A prof. Silvania Neris Nossa, sempre atenciosa e com excelentes contribuições, foi fundamental para essa conquista.

Ao meu orientador, prof. Valcemiro Nossa, que me transmitiu seus conhecimentos e me instigou a alcançar meus objetivos.

Finalizando, à FAPES – Fundação de Amparo à pesquisa, pelo apoio ao desenvolvimento desta pesquisa.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi verificar o impacto da desoneração da folha de pagamento sobre a lucratividade e investimento das empresas brasileiras incentivadas listadas na B3. Desenvolveu-se este estudo considerando o fato de haver dúvidas sobre os efeitos da desoneração na lucratividade das empresas incentivadas, uma vez que o intuito da criação da desoneração era reduzir a despesa com INSS das empresas, entretanto a literatura aponta que tal custo com INSS pode ter aumentado para as empresas (Almeida et al. 2015, p. 183). Para entender essa questão, a pesquisa teve como base as informações das empresas incentivadas e não incentivadas, no período de 2009 a 2014. A amostra foi composta por 110 empresas, sendo 70 incentivadas e 40 não incentivadas que constituem o grupo de controle. Para testar as hipóteses deste estudo, utilizou-se a regressão em painel com efeito fixo. Os resultados sugerem que a desoneração teve relação negativa com a lucratividade, mas apresentou relação positiva com os investimentos das empresas desoneradas, logo, este estudo evidencia os efeitos dos incentivos na estrutura das empresas, ao indicar os fatores que as empresas devem considerar para utilizar os incentivos fiscais satisfatoriamente.

Palavras-chave: política fiscal; desoneração da folha de pagamento; lucratividade.

ABSTRACT

The objective of this research was to verify the impact of payroll taxation on the profitability and investment of the Brazilian incentive companies listed in B3. This study was developed due to the fact that there were doubts about the effects of the tax exemption on the profitability of the incentive companies, since the purpose of the creation of the relief was to reduce the INSS expense of the companies, since the literature indicates that such cost with INSS may have for companies (Almeida et al., 2015, p.183). To understand this question, the research was based on the information of the incentive and non-incentive companies, from 2009 to 2014. The sample was composed of 110 companies, 70 of which were incentivated and 40 were not incentivized, which constitute the control group. To test the hypotheses of this study, the regression was used in panel with fixed effect. The results suggest that the discharge was negatively related to profitability, but presented a positive relation with the investments of the tax exempt companies, so this study shows the effects of the incentives in the structure of the companies, indicating the factors that companies should consider to use the incentives satisfactorily.

Key words: policy fiscal; payroll exemption; tax incentive; profitability.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 REVISÃO DA LITERATURA	11
2.1 INCENTIVOS FISCAIS	11
2.2 DESONERAÇÃO DA FOLHA DE PAGAMENTO	13
2.3 LUCRATIVIDADE	15
2.4 INVESTIMENTO	18
3 METODOLOGIA	20
3.1 COLETA DE DADOS	20
3.2 AMOSTRA	20
3.3 VARIÁVEIS	21
3.4 PROCESSO DE ANÁLISE	26
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	28
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	28
4.2 RESULTADO DO PAINEL COM EFEITO FIXO	33
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
REFERÊNCIAS	46

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A globalização reduziu as barreiras aos investimentos de capitais, e para atrair esses investimentos, os governos têm utilizado suas políticas fiscais. Com isso, aplicam os incentivos fiscais como ferramentas nesse processo (Morisset, 2000, p. 11). Porém, a literatura evidencia que as empresas beneficiadas tendem a utilizar os incentivos fiscais apenas para atender a seus interesses. Nesse contexto, os incentivos fiscais podem ser ineficientes (Buss, 2001; Eberts, 2005; Peters e Fisher, 2004).

No entanto, o governo brasileiro tem adotado os incentivos fiscais como política de desenvolvimento econômico (Zucchi, 2013, p. 11). Logo, eles precisam ser estudados a fim de que se saiba os efeitos que produzem dentro das empresas (Cardoso, 2016, p. 1). A cada cinco anos, a Receita Federal do Brasil (RFB) divulga o valor das renúncias fiscais do governo brasileiro e, na última divulgação, em 2014, o governo brasileiro renunciou a 257,2 bilhões de reais. A especulação é que para os próximos anos esse valor aumente em média 6,7% (Brasil). Essa renúncia direciona-se em forma de incentivos para as empresas.

A utilização do incentivo fiscal é justificada como instrumento para desenvolvimento e melhoria da qualidade de vida da população, por meio da criação de empregos, da geração e redistribuição da renda (Pires, 2007, p. 35). Neste sentido, o governo brasileiro instituiu a desoneração da folha de pagamento, a qual foi obrigatória para algumas empresas do setor da indústria, serviço e comércio, entre dezembro de 2011 e dezembro de 2015.

A desoneração tinha o propósito de reduzir o volume de mão de obra informal, reduzir o nível de desemprego e o custo do fator trabalho para as empresas abrangidas (Ferrari et al., 2017). Para atender aos propósitos citados, a desoneração da folha de pagamento alterou a base de cálculo do INSS patronal e reduziu as alíquotas tributadas.

Realizadas as alterações, o governo esperava gerar mais empregos. No entanto, Dallava (2014, p. 49) evidenciou que após a desoneração da folha de pagamento, dos quatorze setores de empresas abrangidos, apenas as do setor de TI conseguiram gerar poucos empregos, enquanto os demais setores incentivados não tiveram alteração no número de funcionários. A evidência de Dallava (2014) está alinhada com o estudo de Peters e Fisher. (2004, p.30) que mostra a baixa eficiência dos incentivos fiscais para geração de emprego.

Embora a literatura considere que a desoneração da folha de pagamento não seja eficiente para geração de empregos, a Receita Federal do Brasil aponta que o governo renunciou a 38 milhões de reais (Brasil), decorrentes da desoneração da folha de pagamento. Logo, pode-se predizer que a desoneração da folha de pagamento possa estar gerando ganho financeiro para as empresas, já que a literatura aponta que os incentivos fiscais produzem um ganho financeiro para as empresas incentivadas (Peters e Fisher, 2004, p. 30).

Mas no caso da desoneração da folha de pagamento, há controvérsias sobre o seu efeito no desempenho financeiro das empresas incentivadas, uma vez que o esperado era que as mudanças na tributação na folha de pagamento reduzissem a despesa com INSS para as empresas desoneradas. Com tal redução, esperava-se que o lucro da empresa aumentasse, porém a despesa com INSS pode ter aumentado para empresas que possuem serviço terceirizado, automatizado e com pouca mão de

obra própria (Almeida et al., 2015, p. 183). Ademais, o governo aumentou em 20% a alíquota da COFINS para empresas incentivadas, com intuito de subsidiar a sua perda de receita tributária (Paes, 2012, p. 797).

Dessa forma, pode-se perceber que ainda não está claro se a desoneração de fato proporciona aumento de lucros para as empresas. Assim, determinou-se o problema de pesquisa a ser estudado: **existe relação entre a desoneração da folha de pagamento e a lucratividade das empresas incentivadas?**

Para responder a esta pergunta, o objetivo deste estudo foi identificar a relação da desoneração da folha de pagamento com a lucratividade e investimento das empresas incentivadas listadas na B3.

Para atender aos objetivos da pesquisa, utilizou-se uma metodologia com base em informações coletadas na base de dados Quantum Axis e Economatica. Os dados referem-se a empresas de capital aberto, desoneradas e não desoneradas, listadas na B3 no período de 2009 a 2014. No sentido de estimar os resultados, foi utilizado um painel com efeito fixo.

Os resultados sugeriram que a desoneração teve relação negativa com a lucratividade, mas apresentou relação positiva com os investimentos das empresas desoneradas.

Portanto, estudar sobre os incentivos fiscais se faz necessário, pois os resultados encontrados servem como referência para os legisladores conhecerem os efeitos desse tipo de política fiscal (Matkin, 2010, p. 17). Adicionalmente, esta pesquisa sinalizou os efeitos dos incentivos fiscais no desempenho econômico-financeiro das empresas e, assim, auxiliará os gestores nas tomadas de decisões.

O restante do estudo está organizado da seguinte forma: no capítulo 2 apresenta o referencial teórico, em que se discutem os incentivos fiscais, a desoneração da folha de pagamento e as relações entre lucratividade, investimento e endividamento; no capítulo 3 é apresentada a metodologia, na qual se discorre sobre a amostra, as variáveis utilizadas e o modelo proposto; no capítulo 4 apresenta-se a análise dos resultados das estatísticas descritivas, e da regressão em painel com efeito fixo; por fim, o capítulo 5 apresenta as considerações finais e sugestões para futuras pesquisas.

Capítulo 2

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 INCENTIVOS FISCAIS

Devido à existência das imperfeições de mercado, os governos utilizam os incentivos fiscais para resolvê-las (Kline, 2014, p. 5). Esses incentivos direcionam as empresas para benefícios especiais, tais como reduções de impostos ou subsídios, induzindo-as a investimento de capital ou à criação de emprego (Jensen, 2017, p. 1).

Com a globalização, as barreiras aos investimentos de capitais foram reduzidas, e para atrair esses investimentos, os governos utilizam os incentivos fiscais (Morisset, 2001, p.11). Warner (2010, p.90), porém, argumenta que os incentivos podem ocasionar competições intergovernamentais, fazendo com que os subsídios às empresas contribuam para um ciclo de competição destrutiva.

Por consequência, a literatura internacional aponta uma visão pessimista sobre os incentivos fiscais. O estudo de Zheng et al. (2013, p. 336) trata o aumento dos incentivos fiscais nos EUA, e eles encontram que o aumento do uso de incentivos foi uma resposta, em parte, aos desafios econômicos, e que o uso do incentivo não leva a melhores resultados. Isso sugere que incentivos direcionados a impostos para reduzir os custos dos fatores das empresas podem não ser a estratégia de desenvolvimento econômico mais efetiva.

Neste contexto, outros estudos encontraram que os incentivos fiscais são custosos para o governo, e as empresas só atentam para seus próprios interesses, tornando os incentivos fiscais ineficientes (Buss, 2001; Eberts, 2005; Peters e Fisher, 2004).

Os impostos, entretanto, afetam o retorno líquido sobre o capital, gerando ganho financeiro para as empresas (Matkin, 2010, p 17). Neste sentido, Tatom (2005, p. 24) estudou os incentivos fiscais nas cooperativas de crédito nos EUA e mostrou que eles resultaram em lucros retidos pelas empresas, e com isso aumentou o retorno sobre o patrimônio líquido, além de fazer com que a empresa tivesse vantagem sobre as outras que não foram incentivadas.

Assim, com o aumento dos retornos, o estudo de Formigoni et al. (2016, p. 95) argumenta que são exigidos investimentos das empresas que obtêm incentivos. Contudo, a literatura internacional aponta que os incentivos fiscais não impactam nas decisões de investimento (Jensen, 2017; Bobonis, 2007; Buettner, 2007).

Uma vez que os países diferem em seus ambientes econômicos (Funchal, 2009, p.264), no Brasil os resultados da relação entre incentivo fiscal e investimento podem ser diferentes dos encontrados na literatura internacional. Em relação a isso, Formigoni et al. (2016, p. 106) argumentam que empresas as quais recebem incentivos fiscais têm um aumento nos investimentos.

Haja vista que os incentivos fiscais podem aumentar o investimento das empresas, a literatura aborda a vertente de que os incentivos fiscais têm relação com a estrutura de capital, mais precisamente no endividamento das empresas. Quanto a isso, Titmam e Wessels (1988, p. 3) argumentam que empresas com incentivos fiscais tendem a ter menos dívidas na sua estrutura de capital.

Nessa mesma linha teórica, Perobelli e Famá (2002, p. 6) alegam que as empresas com incentivos fiscais deveriam ter menos estímulo ao endividamento. De modo igual, o estudo de Formigoni et al. (2016, p. 97) argumenta que a taxa efetiva do imposto sobre o rendimento pode ser menor para as empresas quando utilizam incentivos fiscais e, por esse motivo, o estímulo para o endividamento nessas

empresas é menor e pode causar uma estrutura de capital diferente da daquelas empresas sem incentivos fiscais.

Como visto na literatura, os incentivos fiscais podem impactar na lucratividade, no investimento e no endividamento das empresas. Dessa forma, este estudo verifica a relação da desoneração da folha de pagamento com a lucratividade e investimento, levando em consideração o nível de endividamento das empresas.

2.2 DESONERAÇÃO DA FOLHA DE PAGAMENTO

Os mercados de trabalho informais são uma característica padrão dos mercados de trabalho nos países em desenvolvimento, os quais geralmente são vistos como operações fora do quadro fiscal e regulatório do país, sem pagamentos de impostos ou contribuições para a segurança social de qualquer tipo, com violação das leis de salário mínimo e não cumprimento dos programas de emprego (Meghir et al., 2012, p. 2).

Para solucionar essa questão, o governo brasileiro adotou políticas de desenvolvimento econômico, tal como a desoneração da folha de pagamento, que tinha a finalidade de reduzir a mão de obra informal, o desemprego e o custo do fator trabalho para as empresas abrangidas (Ferrari et al., 2017). A desoneração da folha de pagamento foi instituída pela lei 12.546/2011 (Brasil, 2011), e foi obrigatória para um grupo de empresas (setor de serviços, indústria e comércio) até dezembro de 2015 e, após esse período, passou a ser opcional. Esse incentivo fiscal mudou a base de cálculo da apuração do INSS patronal, que deixou de ser calculado em 20% sobre a folha salarial dos empregados e passou a ser calculado sobre a receita bruta com alíquotas de 1,25% e 2,5% (Raupp et al., 2015, p. 2).

Em vista disso, com o intuito de analisar a eficiência da desoneração da folha de pagamento na geração de empregos, o estudo de Dallava (2014, p. 49) mostrou que a desoneração não foi satisfatória, pois empresas de 14 setores foram beneficiadas com os incentivos, e apenas empresas do setor de TI geraram alguns empregos.

Uma vez que a desoneração da folha de pagamentos não resolve os problemas para os quais ela foi designada (Paiva et al., 2009, p 34), Almeida et al. (2015, p. 183) argumentam que a carga tributária pode ter aumentado para algumas empresas que possuem serviço terceirizado e automatizado. Além disso, para subsidiar a perda de receita tributária por parte do governo, houve aumento de 20% na alíquota da COFINS para empresas incentivadas (Paes, 2012, p. 797).

No entanto, Eckert et al. (2013, p. 14) evidenciaram que a desoneração proporcionou uma vantagem para uma empresa do setor de metalurgia visto que reduziu um valor significativo do tributo pago da cota patronal do INSS. Esse resultado mostra que algumas empresas incentivadas podem estar obtendo ganho financeiro, com o incentivo fiscal.

Cardoso (2016, p. 1) afirma que após um estudo de caso em uma empresa de *start-up*, a desoneração da folha de pagamento alterou o comportamento dos custos e diminuiu o risco operacional, gerando um ganho financeiro decorrente dos benefícios oriundos da redução da despesa com INSS. Nota-se que os estudos desenvolvidos não abordam todos os setores que foram desonerados.

Embora os resultados encontrados apontem que empresas, em particular, estão obtendo ganhos financeiros a partir da desoneração, precisa-se considerar a mudança na arrecadação porque, se a receita bruta for mais elevada que o valor da folha de pagamento, a despesa com INSS pode aumentar para a empresa (Cardoso,

2016, p. 85). Assim, com o aumento da alíquota da COFINS (Paes, 2012, p. 797) e o aumento da despesa com INSS para empresas que possuem serviço terceirizado e automatizado (Almeida et al., 2015, p. 183), a obtenção de ganho financeiro com a desoneração passa ser contraditório. Logo, precisa-se analisar os demais setores incentivados.

Para este estudo, utilizou-se como referência a pesquisa de Formigoni (2008, p. 15), que verificou a relação entre incentivos fiscais e lucratividade; assim, ele evidenciou que os indicadores financeiros de lucratividade das empresas brasileiras correlacionam com os incentivos fiscais.

2.3 LUCRATIVIDADE

Observa-se que, com o desenvolvimento econômico e, conseqüentemente, o crescimento das empresas, o processo de funcionamento das organizações tornou-se complexo (Rocha et al., 2012, p. 330). Essa complexidade é devida ao fato de o desempenho financeiro das organizações dependerem de vários grupos, tais como proprietários de insumos e *Stakeholders*, gerentes e funcionários (Alchian e Demesetz, 1972, p. 778).

Assim, o desempenho financeiro de uma empresa pode ser mensurado por meio dos índices de lucratividade e crescimento (Venkatraman e Ramanujam, 1986, p. 801). Neste sentido, Liu et al. (2015, p. 801) argumentaram que a lucratividade pode ocorrer por causa de eficiência ou ótimas oportunidades, e o crescimento está relacionado a oportunidades de investimentos.

Adicionalmente, Soares e Galdi (2011) alegam que a análise financeira é uma ferramenta importante para a mensuração do desempenho econômico da empresa, e

que os números apresentados nas demonstrações financeiras são utilizados para produzir índices, indicadores e previsões que venham a refletir a situação da empresa com relação à lucratividade, eficiência, crescimento e eficácia de suas ações.

No contexto da lucratividade, os pesquisadores têm utilizado diversas proxy para mensurá-la, mas a medida que se destacou foi o modelo Du Pont. Este modelo explica como uma empresa pode alterar seu nível de retorno sobre o capital empregado (Carvalho et al. 2017). O modelo Du Pont captura as informações sobre o lucro da empresa, a eficiência da gestão dos ativos e a composição da estrutura de capital utilizada (Soliman, 2004; Soares e Galdi, 2011; Carvalho et al. 2017).

Na decomposição do modelo Du Pont, as informações sobre o lucro da empresa são explicadas por meio da margem líquida. De acordo com Soares e Galdi (2011), ela demonstra quanto a empresa obteve de lucro sobre as vendas realizadas.

A eficiência da gestão do ativo é mensurada por giro do ativo, Soliman (2004, p. 8) afirma que o giro do ativo mede a utilização dos ativos, as informações são baseadas no uso eficiente de propriedade, planta e equipamento, processos de inventário eficientes e outras formas de gestão do capital de giro.

A composição da estrutura de capital é mensurada pela alavancagem financeira e, segundo Carvalho et al. (2017), a alavancagem financeira indica como o ativo é financiado, de maneira que quanto maior é o percentual desse índice, maior a presença de capital de terceiros no financiamento dos ativos.

Neste sentido, Kayo e Famá (1997, p. 1) analisaram o endividamento das empresas brasileiras e evidenciaram que as empresas menos rentáveis apresentam um percentual de endividamento maior do que o das empresas mais rentáveis.

Liu et al. (2015) argumentaram que a lucratividade também pode ocorrer por ótimas oportunidades. Nesta pesquisa podem-se classificar os incentivos fiscais como ótimas oportunidades, pois, com base no estudo de Formigoni (2008), os indicadores financeiros de lucratividade das empresas correlacionam com os incentivos fiscais.

Adicionalmente, verificou-se que nas empresas dos EUA os incentivos fiscais podem aumentar os retornos (Tatom, 2005). Portanto, este estudo verifica a influência dos incentivos fiscais na lucratividade das empresas brasileiras.

Neste caso, o incentivo fiscal tratado é a desoneração da folha de pagamento. Conforme o exposto, os estudos sobre a carga tributária do INSS não apresentaram harmonização nos resultados, por conseguinte alguns apresentaram redução da despesa com INSS e outros apresentaram aumento (Raupp et al., 2015; Eckert et al., 2013; Cardoso, 2016; Fernandes et al., 2016; Almeida et al., 2015).

Uma vez que o lucro é a diferença entre receitas e despesas (Soares e Galdi, 2011), faz-se necessário entender as variações das despesas com INSS. Portanto, devido à peculiaridade da desoneração da folha de pagamento, infere-se que esse incentivo fiscal não reduziu a despesa com INSS; em contrapartida pode ter aumentado esta despesa, porque, com a desoneração a base de cálculo, passou a ser a receita bruta, com alíquota de 1,25% e 2,5% podendo chegar a 3% e 4,5%, dependendo do setor.

Acredita-se que a desoneração tenha uma relação negativa com a lucratividade, em virtude de a despesa com INSS poder aumentar, pelo fato de a receita bruta ter uma base tributável maior do que a folha de pagamento. Assim, vê-se que:

H1: A desoneração da folha de pagamento tem relação negativa com a lucratividade das empresas incentivadas.

2.4 INVESTIMENTO

A sobrevivência de uma empresa no mercado está ligada à realização de investimentos, portanto a necessidade de investir tende a ser constante (Motta et al. 2010). Segundo Araújo et al. (2013), as decisões de investimento têm um caráter estratégico para as empresas, os recursos são aplicados em projetos rentáveis, e a expectativa de retorno desses projetos irá refletir no valor das ações.

Neste sentido, Antunes e Procianoy (2003) estudaram a relação entre investimentos e mercado de capitais e evidenciaram que há uma relação entre as variações dos investimentos e o preço das ações. Ainda na análise de indicadores de mercado e investimentos, Sousa e Pinho (2007) verificaram a relação entre o Q de Tobin e investimentos, e evidenciaram que os investimentos não apresentaram relação estatisticamente significativa com o Q de Tobin, porém mostraram que o nível de investimento das empresas tende a seguir um padrão no tempo, além de indicar que os investimentos estão mais ligados à lucratividade das empresas.

Nessa linha, Liu et al. (2015) analisaram a taxa de investimentos das empresas chinesas e evidenciaram que empresas mais lucrativas têm maior investimento. No Brasil, Bertucci et al. (2005, p. 1) argumentaram que quanto maior a lucratividade da empresa, maior sua capacidade de investimento.

Assim, no estudo de Nakamura et al. (2004, p. 1) constatou-se que empresas as quais pagam mais impostos, com maior porte, e com elevado grau de tangibilidade e crescimento, tendem a ser mais endividadas em longo prazo. Motta et al. (2010)

ponderam que uma decisão de investimento vem sempre acompanhada de uma decisão de financiamento.

Em vista disso, o estudo de Milanez (2012, p. 8) analisou a relação da alavancagem financeira sobre as decisões de investimento das firmas brasileiras no período de 2001 a 2009 e evidencia que a alavancagem tem um impacto negativo e significativo sobre o investimento.

De forma parecida, Firth et al. (2008, p. 1) examinam as relações entre alavancagem e investimento nas empresas listadas na China, e eles encontraram uma relação negativa entre alavancagem e investimento. Nesse sentido, o estudo de Kim e Sorensen (1986, p. 1) mostra que as empresas de alto crescimento contraem menos dívidas.

Como se pode verificar, a decisão de investimento é norteadada por diversos fatores. Dentre eles, podem-se acrescentar os incentivos fiscais, pois segundo Formigoni et al. (2016) exige-se investimento das empresas brasileiras que recebem incentivos fiscais, logo os autores evidenciaram haver uma relação positiva entre os investimentos e os incentivos fiscais.

Para Formigoni et al. (2016), as empresas têm uma retenção de lucro por meio da isenção de impostos, e devido a isso as empresas se sentem encorajadas a investir. Por conseguinte, a desoneração da folha de pagamento é um incentivo fiscal e, apesar das peculiaridades desse incentivo, espera-se que a desoneração tenha uma relação positiva com os incentivos fiscais. Portanto, construiu-se a segunda hipótese.

H2: A desoneração da folha de pagamento tem relação positiva com os investimentos das empresas incentivadas.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

O estudo aborda a linha positivista da contabilidade, desenvolvendo-se a partir do método hipotético-dedutivo, com abordagem de pesquisa empírica. A pesquisa analisou a relação da desoneração da folha de pagamento com a lucratividade e o investimento das empresas brasileiras listadas na B3.

3.1 COLETA DE DADOS

A coleta de dados foi realizada na base de dados Quantum Axis e economatica. Os dados coletados são de empresas brasileiras listadas na B3, e o período abordado pela pesquisa foi o compreendido entre 2009 e 2014, que compreende o período antes da desoneração e aquele em que a desoneração da folha de pagamento era obrigatória para as empresas. Não foi utilizado o ano de 2015 na amostra, devido a não haver certeza se as empresas utilizadas nesta pesquisa continuaram recebendo a desoneração da folha de pagamento já que em 2015 houve mudanças na legislação. As observações coletadas referem-se às demonstrações contábeis consolidadas do exercício, coletadas em janeiro de cada ano.

3.2 AMOSTRA

A amostra foi composta por empresas que estão nos setores previstos na legislação que constituiu a desoneração da folha de pagamento e por empresas que não foram desoneradas, compondo o grupo de controle. Para efeito desta pesquisa, as empresas foram classificadas como incentivadas e não incentivadas. Empresas

incentivadas são aquelas listadas na lei 12.546/2011 que instituiu a desoneração (Brasil, 2011) no decreto 7877/2012 e medida provisória 601/2012 (Brasil, 2012). As empresas não incentivadas estão fora dos respectivos enunciados, porém se encontram no mesmo setor das incentivadas, mas com atividades (CNAE) diferentes.

A amostra foi composta por 110 empresas dos setores de indústria, serviço e comércio, classificadas da seguinte forma: 70 incentivadas e 40 não incentivadas. As empresas classificadas como incentivadas exercem atividades de indústria têxtil, de alimentos e celulose; serviços de TI, TIC, hotéis, transportadoras e construtoras; comércio de remédios, lojas de departamentos e lojas de roupa; conforme estabelecido na legislação da desoneração. As empresas não incentivadas exercem atividades de indústrias gráficas, indústria de armas, açúcar, álcool, produtos químicos e geração de energia; serviço de educação e saúde. No tratamento das informações, foram eliminadas empresas com patrimônio líquido negativo, e empresas que não apresentaram informações, conforme Quadro 1.

Composição da Amostra	
Número de empresas	110
Número de anos	6
Número de observações inicial	660
Tratamento Dos Dados	
Empresa com patrimônio líquido negativo	9
Empresas com missing value	108
Número de observações final	543

Quadro 1: Composição da amostra

Segundo a nota técnica DIEESE (2015, p. 3), as empresas que não foram desoneradas são tipicamente intensivas em capital e, à vista disso, essas empresas compõem a amostra do grupo de controle.

3.3 VARIÁVEIS

As hipóteses preocupam-se em capturar a relação da desoneração da folha de pagamento com a lucratividade e investimento. Neste sentido, para testar a hipótese H1 utilizaram -se as variáveis dependentes de lucratividade, assim, para mensurar a lucratividade foram utilizados os índices de retorno sobre ativo (ROA), retorno sobre o capital próprio (ROE). Para analisar a hipótese H2, foi utilizada a variável investimento (invest), a qual é composta por valores da conta investimentos do ativo não circulante.

Assim, no modelo construído, as variáveis das hipóteses H1 e H2 serão tratadas como dependentes. O retorno sobre o ativo ROA (Equação 1) mede a capacidade de geração de lucro de uma empresa (Brigham et al., 2001, p. 105), por conseguinte o estudo de Bezerra (2017, p. 9) utilizou o ROA como Proxy para desempenho da empresa, e o estudo de Grzebieluckasa et al. (2008, p. 79) utilizou o ROA como medida de lucratividade.

$$ROA = \frac{\textit{lucro líquido}}{\textit{ativo total}} \quad (1)$$

O retorno sobre o capital próprio ROE (Equação 2) mostra o quanto uma empresa é capaz de gerar lucro com capital próprio (Damodaram, 2007, p. 11), com isso, o estudo de Grzebieluckasa et al. (2008, p. 79) utilizou o ROE como medida de lucratividade, e o estudo de Hein et al. (2017, p. 215) utilizou o ROE como proxy de desempenho financeiro.

$$ROE = \frac{\textit{lucro líquido}}{\textit{patrimônio líquido}} \quad (2)$$

Para entender a relação entre a desoneração e investimentos das empresas incentivadas, utilizou-se a variável “**invest**”, que é a razão entre os valores da conta investimentos e o ativo total das empresas (Equação 3). Utilizou-se essa variável com

base no estudo de Formigoni et al. (2016, p. 106), no qual eles verificam uma relação significativa entre investimentos e incentivos fiscais.

$$invest = \frac{investimentos}{ativo\ total} \quad (3)$$

As variáveis dependentes estão apresentadas de forma resumida no Quadro 2.

Variável	Siglas	Descrição	Referência
Retorno sobre ativo	ROA	Lucro líquido dividido por ativo total.	Brigham et al. (2001); Bezerra (2017); Grzebieluckasa et al. (2008).
Retorno sobre patrimônio líquido	ROE	Lucro líquido dividido por patrimônio líquido.	Damodaram, (2007); Grzebieluckasa et al. (2008); Hein et al. (2017).
Investimentos	Invest.	Investimento dividido por ativo.	Formigoni et al. (2016).

Quadro 2: Variáveis Dependentes.

Segundo Kronbauer (2011, p. 8), a demonstração do valor adicionado (DVA) é um poderoso referencial de informações sobre os incentivos fiscais, por esse motivo utilizou-se a variável **INSS** (Equação 4), que foi extraída da DVA do campo de despesas com pessoal. Essa variável é utilizada para representar a desoneração da folha de pagamento porque é composta por valores das despesas com INSS das empresas.

$$INSS = \frac{Desp.\ inss}{Ativo\ total} \quad (4)$$

Além da variável citada acima, adicionou-se a variável dummy **des** para representar as empresas desoneradas, em que se aplica 1 para a empresa desonerada e 0 (zero) se não for. O seu propósito é capturar a situação das empresas incentivadas, no período em que as empresas foram submetidas à desoneração.

O Quadro 3 apresenta de forma resumida e organizadas as variáveis independentes.

Variável	Siglas	Descrição	Referência
Despesa com INSS	INSS	Despesa com INSS dividida por ativo total.	Kronbauer, 2011.
Dummy desoneração	des	Recebe 1 se a empresa foi incentivada e 0 se não foi.	Funchal, 2009.

Quadro 3: Variáveis Independentes.

Observou-se que no período estudado o Brasil teve crises econômicas, e para controlar esse fator desenvolveu-se a variável dummy crise, na qual se aplica 1 para os anos nos quais houve crise e 0 (zero) para os anos sem crise. Dos períodos utilizados neste estudo, a literatura aponta que os de crise pelos quais o Brasil passou foram 2009, 2011 e 2014 (Freguete et al., 2015; Ribeiro et al., 2017).

Por conseguinte, para compor o modelo foram incluídas variáveis de controle baseadas no modelo utilizado por Carvalho et al. (2017, p. 156). As variáveis utilizadas foram: giro do ativo (*ga*, Equação 5); alavancagem financeira (*af*, Equação 6), e margem líquida (*ml*, Equação 7); utilizaram-se essas variáveis por se originarem da decomposição do ROA e ROE.

$$g.a = \frac{\text{vendas}}{\text{ativo}}$$

(5)

$$a.f = \frac{\text{ativo total}}{\text{patrimônio líquido}}$$

(6)

$$m.l = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{vendas}}$$

(7)

Fora as variáveis citadas anteriormente, acrescentaram-se as variáveis de dívida de curto prazo (Equação 8), dívida de longo prazo (Equação 9). A utilização da variável dívida se deu com base nos estudos que relacionaram o endividamento com

lucratividade e investimento, (Milanez, 2012; Bertucci et al., 2005; Formigoni et al., 2016), e foi possível verificar que o endividamento tem implicações na lucratividade e no investimento.

$$divC = \frac{Passivo.Circ.}{ativo}$$

(8)

$$divL = \frac{Passivo.\tilde{N}.Circ.}{ativo}$$

(9)

Por fim, para compor o modelo acrescentaram-se as variáveis de ativo total (Inativ), receita (Inrec) e despesa (desp). A variável **tam** (logaritmo natural do ativo total) representa o tamanho da empresa, e ela é relevante porque as informações contábeis das empresas podem variar de acordo o seu tamanho (Darcimoles et al., 2002, p. 7). A variável **Inrec** é o logaritmo natural da receita e tem relação com o endividamento, investimento e lucratividade (Milanez, 2012, p. 4). Finalmente, justifica-se a utilização da variável despesa (Equação 10), pois o estudo de Ferrari et al. (2017) evidenciou que a desoneração teve implicações na despesa fixa das empresas.

$$desp = \frac{despesas}{receita}$$

(10)

O Quadro 4 apresenta de forma resumida as variáveis de controle.

Variável	Siglas	Descrição	Referência
Alavancagem financeira	Af	Ativo do mesmo ano dividido por patrimônio líquido	Carvalho et al., 2017.
Giro do ativo	Ga	Venda dividida por ativo do ano anterior	Carvalho et al., 2017.
Margem líquida	MI	Lucro líquido dividido por vendas	Carvalho et al., 2017.
Tamanho da empresa	tam	Logaritmo natural do ativo do ano anterior.	Darcimoles et al., 2002.
Logaritmo da receita	Inrec	Logaritmo natural da receita	Carvalho et al., 2017.

Dummy crise	crise	Recebe 1 para o ano no qual houve crise e 0 para o período sem crise.	Freguete et al., 2015.
Despesas	Desp.	Despesas administrativas, mais despesas com vendas, mais despesas operacionais, divididas por receita.	Ferrari et al., 2017.
Dívida curto prazo	divC	Passivo circulante dividido por ativo do ano anterior.	Formigoni et al., 2016.
Dívida longo prazo	divL	Passivo não circ. dividido por ativo do ano anterior.	Formigoni et al., 2016.

Quadro 3: Variáveis de Controle.

Ademais, para entender os efeitos dos incentivos fiscais em cada setor econômico das empresas, seria necessário utilizar uma variável qualitativa por setor, neste sentido, foi criada a variável de setor de acordo os setores da base de dados Economatica, no entanto, essa variável não apresentou significância estatística nos resultados. Em outra tentativa de analisar as empresas por setor, tentou-se classificar as empresas por atividade (indústria, serviço e comércio), igualmente a tentativa anterior, os resultados para essa variável não apresentaram resultados estatisticamente significantes, em vista disso, não foi possível controlar as empresas por setor.

3.4 PROCESSO DE ANÁLISE

As empresas foram submetidas à desoneração da folha de pagamento em períodos distintos. Portanto, para estimar os dados dessas empresas, foi necessário utilizar o método de regressão com dados em painel com efeitos fixos, o qual permite controlar as características não observáveis de cada indivíduo que são invariantes no tempo.

Para entender o efeito da desoneração nas empresas, e testar as hipóteses H1, H2, construiu-se a Equação 11.

$$Y = \alpha + \beta \text{ des}_i + \beta \text{ INSS}_i + \beta \text{ ga}_i + \beta \text{ ml}_i + \beta \text{ af}_i + \beta \text{ divC}_i + \beta \text{ divL}_i + \beta \text{ desp}_i + \beta \text{ crise} + \beta \ln \text{ rec}_i + \beta \text{ tam}_i + \delta \quad (11)$$

Em que,

Y: variável ROA, ROE e invest;

α : intercepto;

des: variável dummy desoneração;

INSS: despesa com INSS;

ga: giro do ativo;

ml: margem líquida;

af: alavancagem financeira;

divC: dívida de curto prazo;

divL: dívida de longo prazo;

desp: despesa;

crise: dummy crise;

lnrec: logaritmo da receita;

tam: logaritmo do ativo;

$\mathcal{E}$: resíduo.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção apresentam-se os resultados da pesquisa conforme as diretrizes mencionadas. Na primeira parte, trata-se a análise descritiva das variáveis e o grau de correlação entre as variáveis; em seguida, mostram-se os resultados dos modelos econométricos exibidos na metodologia. Foi utilizado o *Software Stata* 12.0 para estimar a relação estudada e apresentar os resultados encontrados

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na Tabela 01 é apresentada a estatística descritiva das variáveis, e para minimizar os efeitos de *outliers*, utilizou-se a técnica de *Winsor* aplicada em todas as variáveis desta pesquisa, de forma que ficou 1% em toda cauda da distribuição em proporções iguais.

Para uma melhor avaliação, o período estudado foi dividido em dois grupos: o período antes da desoneração e o período em que ocorreu a desoneração. Nota-se que no período antes e na desoneração a média da variável **Innss** tem um aumento. Para entender esse aumento, utilizamos as variáveis **Inrec** e **Infgts**, e a última é uma proxy para quantidade de funcionários; com isso, a partir da análise da média dessas variáveis, verifica-se que ambas possuem um acréscimo na média.

Desta forma, pode-se verificar que o INSS pode ter aumentado devido ao crescimento da quantidade de funcionários. No entanto, o estudo de Dallava (2014) evidenciou que as empresas desoneradas não apresentaram aumento no número de funcionários; além do mais, Dallava (2014) evidenciou que os salários dos

funcionários das empresas desoneradas apresentaram aumento. Logo, precisa-se considerar que a variável **Infgts**, utilizada como Proxy para quantidade de funcionários possui limitações, pois o FGTS é calculado sobre os salários dos empregados; com isso, um aumento no salário dos funcionários aumenta o FGTS.

Embora a variável **Infgts** tenha limitações na explicação do aumento do INSS, verifica-se que a variável **Inrec** pode ter melhor aceitação para explicar o aumento do INSS, visto que com a desoneração o INSS passou a ser calculado sobre a receita bruta. Desse modo, um aumento na receita pode ocasionar um aumento na despesa com INSS. Esse aumento é justificado no estudo de Cardoso (2016, pg. 85), o qual argumenta que se a receita bruta for mais elevada que o valor da folha de pagamento, a despesa com INSS pode aumentar para a empresa.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
Período 1, antes da Lei da desoneração (2009 a 2011).					
INSS	267	0,011466	0,012046	0	0,063681
Infgts	218	9,180386	1,429399	4,912655	12,23563
Lnrec	267	14,12478	1,59726	9,029058	17,81761
divC	267	0,265680	0,146291	0,045128	0,807683
divL	267	0,279237	0,140896	0,019590	0,608831
ROA	267	0,047984	0,075109	-0,537443	0,240658
ROE	267	0,077838	0,332863	-2,492168	1,280329
invest	267	0,006718	0,019728	0	0,145702
Período 2, período em que ocorreu a desoneração (2012 a 2014).					
INSS	276	0,013103	0,014019	0	0,063681
Infgts	224	9,588877	1,295274	4,941642	12,23563
Inrec	276	14,35287	1,614449	9,420844	17,81761
divC	276	0,272941	0,154710	0,045241	0,854502
divL	276	0,295186	0,147983	0,019590	0,666391
ROA	276	0,033566	0,083122	-0,517835	0,240658
ROE	276	-0,016935	0,467891	-2,492168	1,280329
invest	276	0,025768	0,055216	0	0,254189

Em vista disso, é possível verificar que o aumento do INSS para as empresas desoneradas é sustentado, logo pode-se averiguar se esse aumento do INSS tem relação com a lucratividade e o investimento.

Verifica-se que as variáveis de lucratividade (ROA, ROE) apresentam redução, e essa redução da lucratividade pode estar relacionada à desoneração da folha de pagamento ou com a crise que as empresas enfrentaram no período estudado. Para controlar o efeito da crise, foi desenvolvida a variável dummy crise.

Em contrapartida à redução da lucratividade, a variável de investimento (invest) apresenta um aumento, o qual é justificado no estudo de Formigoni et al. (2016, p. 106), no qual os autores argumentam que as empresas incentivadas tendem a investir.

A variável de endividamento em longo prazo (**divL**) apresenta aumento, o qual pode ser devido à redução da lucratividade, visto que, segundo Kayo e Famá (1997), empresas com menor percentual de lucratividade tendem a um maior endividamento.

Dessa forma, para se entender a associação linear das variáveis usadas neste estudo, foi utilizada a matriz de correlação (Tabela 2), a qual mede a direção e a proximidade da relação linear entre duas variáveis (Dinardo et al., 2001, p. 6).

O esperado é que as variáveis explicativas tenham correlação significativa com a variável dependente. No entanto, as variáveis dependentes (roa, roe e invest) têm fraca correlação com as variáveis independentes de interesse (des, lninss). Como é possível verificar na Tabela 2, a variável **Inrec** é altamente correlacionada com a variável **lninss** ($r = 0,86$), com relação positiva.

Embora a matriz de correlação apresente esses resultados, não é possível prever se as variáveis descritas anteriormente possuem relação de dependência

visto que é preciso levar em consideração a interação dessas variáveis. Para isso, é necessário aplicar os modelos econométricos apresentados na metodologia.

TABELA 2: MATRIZ DE CORRELAÇÃO

	Des	Ininss	ROA	ROE	invest	Ga	ml	af	divC	divL	Desp	crise	Inativ	Inrec
des	1,00													
Ininss	0,02	1,00												
roa	-0,07	-0,04	1,00											
roe	-0,13	0,04	0,73	1,00										
invest	0,16	0,02	-0,11	-0,06	1,00									
ga	0,08	0,13	0,11	0,05	-0,04	1,00								
ml	-0,04	-0,01	0,69	0,59	-0,06	-0,10	1,00							
af	0,13	-0,07	-0,40	-0,57	0,05	0,03	-0,36	1,00						
divC	0,09	-0,13	-0,34	-0,29	0,12	0,41	-0,42	0,46	1,00					
divL	-0,03	0,21	-0,31	-0,18	0,06	-0,29	-0,07	0,39	-0,19	1,00				
desp	-0,03	-0,35	-0,07	-0,03	0,08	-0,03	-0,01	0,08	0,04	0,08	1,00			
crise	0,07	0,01	-0,02	-0,04	0,02	-0,02	-0,01	0,03	-0,00	0,00	-0,00	1,00		
Inativ	-0,06	0,75	-0,04	0,07	0,01	-0,24	0,06	-0,09	-0,20	0,35	-0,34	0,01	1,00	
Inrec	-0,01	0,86	0,03	0,01	0,01	0,17	-0,05	-0,08	-0,08	0,24	-0,36	-0,00	0,88	1,00

4.2 RESULTADO DO PAINEL COM EFEITO FIXO

Para testar as hipóteses, foi desenvolvido o modelo econométrico com base na regressão em painel com efeito fixo, conforme exposto na metodologia. Todos os resultados apresentados foram ajustados pela ferramenta *SE-Robust*.

Os modelos revelaram um alto ajuste (R-quadrado) para as variáveis dependentes **ROA** e **ROE**, porém para com o **invest** teve um baixo coeficiente de determinação.

Nesta pesquisa, a variável principal a ser focalizada é a **des**. O coeficiente beta dessa variável indica a diferença de performance entre as empresas que foram desoneradas, grupo de tratamento, comparadas com as que não foram desoneradas, grupo de controle.

TABELA 3: PAINEL COM VARIÁVEL DEPENDENTE ROA

Variáveis	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t
Des	-0.009675	0.004146	-2.33	0.022**
INSS	1.264803	1.070141	-1.18	0.240
Ga	0.098101	0.032313	3.04	0.003***
MI	0.217446	0.047542	4.57	0.000***
Af	-0.000168	0.001344	-0.13	0.901
DivC	-0.035658	0.062850	-0.57	0.572
DivL	-0.159407	0.064499	-2.47	0.015**
Desp	0.000000	0.000000	-0.05	0.957
Crise	-0.002105	0.003336	-0.63	0.529
Lnrec	-0.035973	0.025121	-1.43	0.155
Tam	0.055402	0.026287	2.11	0.038**
_cons	-0.276506	0.142301	-1.94	0.055

Número de observações: 543; R²: 0.3599; Prob> F: 0,000

Nota: * significância 10%, **significância 5%, ***significância 1%.

des: variável dummy desoneração; **INSS**: variável desp. com INSS; **ga**: giro do ativo; **mi**: margem líquida; **af**: alavancagem financeira; **divC**: dívida de curto prazo; **divL**: dívida de longo prazo; **desp**: despesa; **crise**: dummy crise; **lnrec**: logaritmo da receita; **tam**: logaritmo do ativo.

Na Tabela 03 são apresentados os resultados da Equação (11) e, assim, nota-se que a variável **des**, que representa as empresas desoneradas, tem relação

negativa com a variável **ROA**, com significância em torno 5%. Isso indica que o fato de a empresa ser desonerada reduz um percentual de 0,009 no retorno sobre o ativo da empresa (ROA), resultado que sustenta a hipótese H1.

No estudo de Tatom (2005), o ROA das corporativas de crédito dos EUA não apresentou relação significativa com os incentivos fiscais, mas consoante o autor, o ROA das empresas que tinham incentivos fiscais era maior, em relação ao das que não possuíam incentivos, e esse aumento pode ocorrer devido ao fato de a redução de impostos gerar ganho financeiro para as empresas (Matkin, 2010).

Portanto, o ROA das empresas que foram desoneradas deveriam seguir essa teoria, no entanto o resultado mostra que as empresas desoneradas tiveram redução no ROA. Segundo Formigoni et al. (2016), no Brasil, os incentivos fiscais têm relação negativa com o ROA, em virtude de as empresas incentivadas aumentarem os investimentos. Além disso, as empresas que foram desoneradas apresentaram um crescimento da despesa desproporcional à receita.

Uma vez que o ROA das empresas que receberam a desoneração da folha de pagamento reduziu, ainda é possível verificar que as variáveis de controle do modelo possuem relação estatisticamente significativa com o retorno sobre ativo. As variáveis de giro do ativo e margem líquida, que originaram do modelo Du Pont, apresentam relação estatística positiva com ROA. De acordo com Soares e Galdi (2011, p. 284), a margem líquida é uma medida de rentabilidade; e giro do ativo, uma medida de eficiência.

Para Soliman (2004), o giro do ativo é um informativo sobre o futuro dos retornos líquidos sobre ativos, de forma que as empresas que possuem aumento no giro do ativo tendem a um aumento no retorno líquido sobre ativos.

Assim, a variável giro do ativo (**ga**), Tabela 3, tem relação positiva com o ROA, com significância a 1%. Então, se o giro do ativo variar de uma unidade, o retorno sobre ativo variará, em média, um percentual de 0,09. Assim, pode-se inferir que uma gestão eficiente dos ativos tem uma influência relevante no ROA das empresas incentivadas.

De acordo com Formigoni et al. (2016), as empresas que recebem incentivos fiscais tendem a investir em instalações, equipamentos e outros requisitos propostos nas leis dos incentivos fiscais, portanto a análise do giro do ativo é fundamental para as empresas incentivadas, dado que, segundo Soliman (2004, p. 8), giro do ativo mede a utilização dos ativos, que geralmente vem do uso eficiente de propriedade, planta e equipamento, processos de inventário eficientes e outras formas de gestão do capital de giro.

A margem líquida demonstra quanto a empresa obteve de lucro sobre as vendas realizadas no período (Soares e Galdi, 2011, p. 284). Neste sentido, a variável margem líquida (**ml**), Tabela 3, apresenta uma relação estatística positiva com a variável ROA, com significância a 1%. Isso indica que com uma variação de uma unidade na margem líquida, o retorno sobre ativo variará, em média, um percentual de 0,21. Esse resultado mostra que um planejamento na estrutura de custos e vendas tem implicações significativas no ROA das empresas incentivadas.

Como a desoneração da folha de pagamento é calculada com base na receita, além de a despesa com INSS apresentar aumento no período em que o incentivo fiscal era obrigatório para as empresas, a análise da margem líquida é essencial para as empresas incentivadas. Conforme Soares e Galdi (2011), o lucro é a diferença entre receita e despesas, e as empresas que apresentam um alto grau de margem líquida tendem a ser eficientes na administração da relação entre sua estrutura de

custo e esforço nas vendas. Assim, as empresas que apresentam maior margem líquida são propensas a gerar mais lucro por venda realizada.

Como foi visto na análise descritiva, a variável de endividamento de longo prazo (divL) apresentou um aumento na média, no período da desoneração; em contrapartida, a variável de lucratividade (ROA) apresentou redução, e o aumento do endividamento foi justificado com base no estudo de Kayo e Famá (1997), os quais argumentam que as empresas brasileiras menos rentáveis apresentam maior endividamento.

Neste sentido, é possível verificar na Tabela 3 que a variável de controle dívida de longo prazo tem relação estatística, negativa, com a variável de lucratividade ROA, com significância em torno de 5%. Isso indica que se o endividamento variar de uma unidade, o ROA variará, em média, um percentual de -0,15. Nota-se que o endividamento é amplamente influenciador no retorno sobre ativos, por conseguinte pode-se deduzir que parte da redução do ROA das empresas desoneradas se deu pelo aumento do endividamento de longo prazo.

Nesse contexto, o tamanho da empresa é relevante porque, segundo Darcimoles et al. (2002), as informações contábeis das empresas podem variar de acordo com o seu tamanho. Logo, verifica-se na Tabela 3 que a variável tamanho da empresa (tam) tem relação estatística, positiva, com a variável ROA, com significância a 5%. Dessa forma, se o tamanho da empresa variar de uma unidade, o ROA variará, em média, um percentual de 0,05. Tal resultado está alinhado com Nakamura et al. (2004), que evidenciaram que empresas de maior tamanho pagam mais impostos e, com elevado crescimento, são mais endividadas em longo prazo.

Até agora foi analisada a lucratividade com base na variável ROA e, conforme Carvalho et al. (2017), a análise dessa variável basicamente está condicionada ao

retorno que uma empresa auferir e, dessa forma, a lucratividade depende da eficiência com que a empresa realiza a gestão dos seus estoques, portanto quanto maior o lucro em relação às vendas e quanto menor o tempo que os produtos ficam estocados, maior tende a ser a lucratividade da empresa.

Mas ao considerar que as empresas desoneradas possuem endividamento na estrutura de capital, a análise da lucratividade tem de levar em consideração a forma de financiamento do ativo. Portanto, a análise do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) permite verificar como os retornos são afetados pelas diferentes combinações de fatores operacionais e financeiros (Soares e Galdi, 2011, p. 284).

TABELA 4: PAINEL COM VARIÁVEL DEPENDENTE ROE

Variáveis	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t
Des	-0.082173	0.038697	-2.12	0.036**
INSS	-3.154422	8.097467	-0.39	0.698
Ga	0.443974	0.310790	1.43	0.156
MI	1.033266	0.201987	5.12	0.000***
Af	-0.041148	0.022235	-1.85	0.067*
DivC	-0.182466	0.348138	-0.52	0.601
DivL	-0.359147	0.323564	-1.11	0.270
Desp	2.46E-09	4.35E-09	0.57	0.573
Crise	-0.010071	0.019254	-0.52	0.602
Lnrec	-0.198120	0.151920	-1.30	0.195
Tam	0.285698	0.157776	1.81	0.073*
_cons	-1.405652	0.639665	-2.20	0.030

Número de observações: 543; R²: 0.4542; Prob> F: 0,000

Nota: * significância 10%, **significância 5%, *significância 1%.**

des: variável dummy desoneração; **INSS:** variável desp. com INSS; **ga:** giro do ativo; **ml:** margem líquida; **af:** alavancagem financeira; **divC:** dívida de curto prazo; **divL:** dívida de longo prazo; **desp:** despesa; **crise:** dummy crise; **Lnrec:** logaritmo da receita; **lnativ:** logaritmo do ativo.

Na Tabela 4, é apresentado o resultado da Equação 11, agora utilizando a variável dependente de retorno sobre patrimônio líquido (ROE). Observa-se que nessa ocasião a variável **des** possui um coeficiente negativo e estatisticamente significativa a 5% e, o resultado dessa variável qualitativa indica que o fato de a empresa ser desonerada reduz um percentual de 0,08 no ROE.

Com base no estudo de Tatom (2005), o ROE das empresas incentivadas apresentaria aumento, pois segundo o autor os valores dos impostos que seriam pagos são retidos e resultam em lucros para as empresas.

Portanto, o esperado para o ROE das empresas incentivadas era uma relação positiva, mas nesse caso o ROE das empresas desoneradas apresentou relação negativa. Segundo Formigoni et al. (2016), o ROE das empresas tem relação negativa com os incentivos fiscais, em razão de as empresas possuírem uma redução no lucro líquido.

No caso das empresas que receberam a desoneração da folha de pagamento, um dos fatores que podem acarretar a relação negativa entre o ROE e incentivos fiscais é o aumento das despesas operacionais em contrapartida à estagnação da receita. Tal resultado está alinhado com o estudo de Ferrari et al. (2017), os quais evidenciaram que no período da desoneração houve um aumento nas despesas das empresas desoneradas. Nota-se que a gestão de gastos é relevante para as empresas que recebem incentivos fiscais, pois segundo Martins (2006) as despesas reduzem o patrimônio líquido das empresas.

Nesse sentido, a variável margem líquida, que representa a eficiência na relação lucro e despesa, apresenta relação estatisticamente significativa com o ROE, com valor-p em torno de 5%. Assim sendo, se a margem líquida variar de uma unidade, o ROE variará, em média, um percentual de 1,03. Portanto, assim como o ROA, o ROE também é influenciado pela gestão da estrutura de custo.

Tal resultado está alinhado com a literatura (Soares e Galdi 2011; Carvalho et al., 2017), em que nas empresas brasileiras as medidas operacionais tendem a influenciar fortemente o retorno sobre o patrimônio líquido.

No entanto, os resultados da relação entre ROE e alavancagem financeira (af) não estão alinhados com a literatura. O esperado era que as decisões de financiamento de ativos, seja via capital próprio ou dívida, não influenciassem o retorno sobre o patrimônio líquido no mercado brasileiro (Soares e Galdi 2011; Carvalho et al., 2017).

Mas no caso das empresas que receberam a desoneração da folha de pagamento, o ROE apresenta uma relação estatisticamente negativa com a alavancagem financeira, com significância em torno de 10%. Nesse caso, a variação de uma unidade na alavancagem financeira, o ROE variará, em média, um percentual de -0,04. Portanto, nota-se que a decisão de financiamento do ativo influencia diretamente o retorno sobre o patrimônio líquido das empresas que recebem incentivos fiscais.

Justifica-se a incidência desse fato nas empresas que receberam a desoneração, em função de as empresas que recebem incentivos fiscais tenderem a investir, por isso, a decisão de como financiar o ativo torna-se fundamental para as empresas. Conforme Modigliani e Miller (1963), o endividamento gera um ganho financeiro para a empresa, devido à redução das despesas financeiras na base cálculo do imposto de renda, no entanto as empresas devem possuir uma relação proporcional entre a alavancagem financeira e desempenho.

Além da alavancagem financeira, o tamanho da empresa também influencia o ROE das empresas desoneradas. Nota-se que a variável representativa do tamanho da empresa tem relação positiva com o ROE, com significância a 10%. Assim, se o tamanho da empresa variar de uma unidade, o retorno sobre patrimônio líquido variará, em média, um percentual de 0,28. Logo, o tamanho da empresa influencia o retorno sobre o patrimônio líquido.

Portanto, para Venkatraman e Ramanujam (1986), o desempenho financeiro das empresas é medido com base na lucratividade e investimento. Haja vista que o desempenho financeiro das empresas desoneradas foi analisado com base nas medidas de lucratividade, faz-se necessário analisar essas empresas com base nas oportunidades de investimentos.

TABELA 5: PAINEL COM VARIÁVEL DEPENDENTE INVEST

Variáveis	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t
Des	0.023767	0.005945	4.00	0.000***
INSS	-0.054046	0.396990	-0.14	0.892
Ga	-0.000104	0.010957	-0.01	0.992
MI	0.012199	0.009903	1.23	0.221
Af	-0.001740	0.000602	-2.89	0.005***
DivC	0.072786	0.030896	2.36	0.020**
DivL	0.048017	0.030810	1.56	0.122
Desp	0.000000	0.000000	0.83	0.409
Crise	0.000735	0.001629	0.45	0.653
Lnrec	-0.006482	0.011551	-0.56	0.576
Tam	-0.001323	0.011795	-0.11	0.911
_cons	0.095289	0.082896	1.15	0.253
Número de observações: 543; R²: 0.0404; Prob> F: 0,0120				
Nota: * significância 10%, **significância 5%, ***significância 1%.				
des: variável dummy desoneração; INSS: variável desp. com INSS; ga: giro do ativo; ml: margem líquida; af: alavancagem financeira; divC: dívida de curto prazo; divL: dívida de longo prazo; desp: despesa; crise: dummy crise; lnrec: logaritmo da receita; lnativ: logaritmo do ativo.				

Na Tabela 5, apresentam-se os resultados da relação entre a desoneração e o investimento, e pode-se verificar que a variável **des** tem relação positiva com a variável de investimento (**invest**), com significância a 1%. Isso indica que o fato de a empresa ser desonerada aumenta um percentual de 0,02 no investimento. Portanto, a hipótese H2 é sustentada.

Logo, segundo a literatura internacional os incentivos fiscais não influenciam nas decisões de investimento (Jensen, 2017; Bobonis, 2007; Buettner, 2007), os autores argumentam que as empresas tendem investir com incentivo fiscal ou não.

Mas como foi argumentado por Funchal (2009), em que os países apresentam diferenças no ambiente econômico. Neste sentido, Mello e Marcon (2004) ponderam que no Brasil as variáveis macroeconômicas exercem influência no desempenho das empresas, além de elevar o custo de financiamento. Fora essas questões, os fatores macroeconômicos também afetam a competitividade das empresas brasileiras (Ferrari et al., 2017).

Logo, devido a esses fatores, as empresas buscam maneiras de se tornarem competitivas no mercado brasileiro. Nesse sentido, os incentivos fiscais proporcionam uma vantagem para as empresas incentivadas em relação às que não são (Tatom, 2005). Uma vez que os incentivos fiscais proporcionam vantagens, as empresas encorajam-se para investir e, por esse motivo, as que receberam a desoneração da folha de pagamento apresentaram aumento nos investimentos.

Haja vista que os investimentos expandiram nas empresas desoneradas, é necessário verificar a forma de financiamento desses investimentos, por consequência, a variável que captura a decisão de financiamento dos ativos (**af**) apresentou significância estatística. A alavancagem financeira evidencia a medida pela qual o ativo da empresa é financiado por capital próprio (Soares e Galdi 2011), e esses autores argumentam que quanto maior é a relação ativo e patrimônio líquido, menor é a participação do capital próprio da empresa no financiamento dos ativos.

Portanto, a variável alavancagem financeira apresenta uma relação estatística, negativa, com os investimentos, com significância a 1%. De maneira, que se a alavancagem financeira variar de uma unidade, o investimento variará, em média, um percentual de -0,001. Esse resultado indica que a decisão de financiamento, por capital próprio ou de terceiros, influencia os investimentos.

Como foi verificado, é preciso haver uma ponderação no uso de capital próprio e endividamento. Segundo Lucinda e Saito (2002), as empresas brasileiras com boas oportunidades de investimento tendem a um maior endividamento no mercado e, nesse sentido, Bertucci et al. (2005, p. 1) apontaram uma relação positiva entre endividamento e investimento.

Logo, a variável de endividamento de curto prazo (**divC**) apresenta uma relação estatística, positiva, com a variável investimento, com significância em torno de 5%. Nota-se que se o endividamento de curto prazo variar de uma unidade, o investimento variará, em média, um percentual de 0,07. Assim, o endividamento em curto prazo influencia os investimentos das empresas que receberam a desoneração da folha de pagamento.

Isso é explicado por Bertucci et al. (2005), os quais argumentam que as empresas brasileiras têm dificuldades de acumular recursos por retenção de lucros, devido às dificuldades geradas pelo ambiente econômico, portanto a utilização de capital de terceiros para financiar projetos de investimento aparece mais usualmente entre as companhias brasileiras.

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No cenário econômico atual do Brasil, o governo debate a suspensão dos subsídios fiscais cedidos às empresas, como uma forma de controlar as despesas públicas. Neste contexto, a lei 13.670/2018 (Brasil, 2018) reonera a folha de pagamento para 28 setores.

No entanto, esta pesquisa mostrou que a despesas com INSS das empresas desoneradas, tratadas neste estudo, apresentaram aumento do INSS. Em consonância, o objetivo desta pesquisa foi de verificar a relação da desoneração da folha de pagamento com a lucratividade e investimento.

Neste sentido, os resultados desta pesquisa sugerem haver uma relação negativa entre a desoneração e os indicadores de lucratividade (ROA e ROE), logo não se rejeita a hipótese H1. Ressalta-se que este resultado ocorre em decorrência de as despesas operacionais aumentarem, haja vista que as despesas com INSS compõem este grupo de despesas.

Embora os resultados mostrem que a desoneração da folha de pagamento não reduziu o INSS para as empresas, o governo renunciou a 38 milhões de reais (Brasil), resultantes da desoneração. Logo, pode-se inferir que a desoneração não foi favorável para todas as empresas, podendo aumentar a carga tributária das empresas, pois segundo Paes (2012) a alíquota da COFINS aumentou em 20%, como forma de subsidiar a renúncia da desoneração.

Vale ressaltar que este estudo refere-se ao período em que a desoneração foi obrigatória, portanto, as empresas que se encontram nos setores abrangidos pela

desoneração precisam realizar um planejamento fiscal, financeiro e comercial, para verificar se a adesão o permanência a este incentivo fiscal é rentável. Neste sentido, este estudo contribui ao fornecer uma análise empírica sobre este incentivo fiscal, a partir de uma análise utilizando regressão em painel, os resultados mostraram que as empresas que recebem a desoneração são sensíveis às variáveis utilizadas no modelo.

Assim, verifica-se que as empresas que recebem a desoneração são sensíveis às variáveis de gestão da estrutura de custo (margem líquida) e a variável de eficiência (giro do ativo). Portanto, pode-se depreender que se as empresas levarem em consideração esses aspectos, a lucratividade e os investimentos podem auferir diferenças significantes.

No estudo de Formigoni et al. (2016), a lucratividade das empresas também apresentou relação negativa com os incentivos fiscais, mas os autores alegam que essa relação negativa se deve ao fato de as empresas estarem realizando investimento.

Nesta pesquisa também se verifica que as empresas incentivadas estão realizando investimentos, pois os investimentos apresentaram uma relação positiva com as empresas que receberam a desoneração da folha de pagamento, portanto, não se rejeita a hipótese H2. Desse modo, este resultado encontrado difere daquele da literatura internacional sobre incentivos fiscais (Jensen, 2017; Bobonis, 2007; Buettner, 2007), e confirma o resultado da pesquisa realizada no Brasil, que empresas incentivadas tendem a investir (Formigoni et al. 2016)

Porém, destaca-se que as variáveis de endividamento apresentaram relação estatisticamente significativa com os investimentos. Nesse caso, pode-se inferir que as empresas podem estar utilizando capital de terceiros para realizar os investimentos.

As empresas que receberam a desoneração aumentaram os investimentos, este fato pode ser explicado pelos desafios macroeconômicos que as empresas brasileiras enfrentam, e utilizam os incentivos fiscais como uma forma de obterem vantagens, assim, se encorajam a investir. No entanto, se faz necessário levar em consideração as peculiaridades de cada incentivo fiscal, no caso da desoneração, os resultados mostraram que os benefícios esperados são divergentes.

Entre as limitações desta pesquisa está o fato de se restringir a empresas de capital aberto presentes na B3. Portanto, para pesquisas futuras sugere-se analisar a relação entre a desoneração da folha de pagamento e lucratividade para empresas de capital fechado. Além do mais, estender essa análise para mais incentivos fiscais, uma vez que no Brasil a incidência de incentivos para as empresas é grande.

REFERÊNCIAS

ABOR, J. The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. **The Journal of Risk Finance**, v. 5, n. 5, p. 438, 2005.

ALCHIAN, A. A.; DEMESETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777–795, 1972.

ALMEIDA, L. R.; TAVARES, I. V.; SANTOS, C. B. A desoneração da folha de pagamento: os impactos causados na atividade de construção civil. **Estudos**, Goiânia, v. 42, n. 2, p. 175-186, 2015.

ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre o preço de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração**, v. 38, n. 1, p. 05-14, 2003.

ANTUNES, M. T. P.; FORMIGONI, H.; PAULO, E.; PEREIRA, C. A. Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 9, n. 1, p. 41-52, 2012.

ARAÚJO, E. A. T.; CAMARGOS, M. A.; SILVA, W. A. C. Análise dos efeitos das decisões de investimento sobre o desempenho operacional, a rentabilidade e a criação de valor de companhias brasileiras. **Tourism & Management Studies**, v. 3, p. 762-777, 2013.

BERTUCCI, J. L. O.; JUNQUEIRA, L. R.; BRESSAN, A. A. Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento do Processo de Crescimento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período 1995-2002. In: ENCONTRO DA ANPAD, 29, 2005, Distrito Federal. **Anais...** Brasília, EnANPAD, 2005 .

BEZERRA, E. T.; ERMEL, M. D. A. Mensuração de propriedades para investimento: uma análise dos propósitos de evidenciação. **SSRN**, v. 5, n. 1, p. 1-17, 2017. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2964241>>. Acesso em: 9 out 2017.

BOBONIS, G. J.; SHATZ, H. J. Agglomeration, Adjustment, and State Policies in the Location of Foreign Direct Investment in the United States. **Review of Economics and Statistics**, v. 89, n. 1, p. 30–43, 2006.

BRASIL, **RECEITA FEDERAL**. Renúncia fiscal. Informações disponíveis em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/renuncia-fiscal>>. Acessado em: 01 de agosto de 2017

_____. **RECEITA FEDERAL**. Renúncia fiscal da desoneração da folha de pagamento. Informação disponível em: <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/renuncia-fiscal/renuncia-fiscal-setorial/desoneracao-da-folha-ate-maio-2017-06_09_2017.pdf>. Acessado em: 01 de agosto de 2017

_____. **Decreto** nº 7.877, de 27 de dezembro de 2012. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/L13670.htm>. Acesso em: 14 set. 2016.

_____. **Lei 12.546/2011**. Brasília, 14 de Set. de 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12546.htm>. Acesso em: 14 set. 2016.

_____. **Lei 13.670/2018**. Brasília, 30 de Maio de 2018. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12546.htm>. Acesso em: 13 jun. 2018.

_____. **Medida provisória**. nº 601, de 28 de dezembro de 2012. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/mpv/601.htm>. Acessado em: 14 set. 2016.

BRIGHAM, E. F. Gapenski, L. C.; Ehrhardt, M. C. administração financeira: teoria/prática. **Atlas**, 2001.

BUETTNER, T.; Martin, R. Tax Incentives and the Location of FDI: Evidence from a Panel of German Multinationals. **International Tax and Public Finance**, v. 14 n. 2, p. 151–164, 2007.

BUSS, T. F. The effect of state tax incentives on economic growth and firm location decisions: An overview of the literature. **Economic Development Quarterly**, v. 15, n. 1, p. 90-105, 2001.

CARDOSO, Rafael Felipe Silva. **Incentivo fiscal e alavancagem operacional: um estudo de caso sobre a desoneração da folha de pagamento em uma empresa start-up**. 2016. 105f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

CARVALHO, F. P.; MAIA, V. M.; LOUZADA, L. C.; GONÇALVES, M. A. Desempenho Setorial de Empresas Brasileiras: Um Estudo sob a Ótica do ROE, Q de Tobin e Market to Book. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 149-163, 2017.

DALLAVA, Caroline Caparroz. **Impactos da Desoneração da Folha de Pagamentos o Nível de Emprego no Mercado de Trabalho Brasileiro: Um Estudo a Partir dos Dados da RAIS**. 2014. 60f. Dissertação de Mestrado, Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2014.

DAMODARAN, A. Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. **Stern School of Business**, 2007.

DARCIMOLES, C. H.; TREBUCQ, S. The Corporate Social Performance– Financial Performance Link: Evidence from France. **Univ. of Bordeaux Dept. of Int'l Acc'tg**

Working Paper, 2002. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=306599>>. Acesso em: 14 out. 2017.

DIEESE. Departamento Intersindical de Estatística e Estudo Socioeconômico. O projeto de Lei 863/2015 e as mudanças na desoneração da folha. n. 145, p. 1-18, 2015.

DINARDO, J; JOHNSTON J. **Métodos Econométricos**, McGraw Hill Companies, 4ª edição, 2001.

EBERTS, R.W.; Overview of State and Local Economic Development Policies and Practice in the United States, In: Giguère S.Y. Higuchi and the Japan Institute for Labour Policy and Training, 2005, Tokyo. **Anais...** Tokyo: The Japan Institute for Labour Policy and Training, p. 87–102, 2005.

ECKERT, A.; MECCA M. S.; BIASIO R; SILVEIRA M. P. Impacto da desoneração da folha de pagamento: estudo de caso em uma metalúrgica fabricante de autopeças. In: Congresso Online – Administração, 6, 2014. **Anais...Convibra**. Disponível em: <http://www.convibra.org/upload/paper/2013/34/2013_34_8207.pdf>. Acesso em: 10 agosto 2016.

FERNANDES, C. M.; NEVES, I. J. J.; BARRETO, M. D. Perícia Contábil Sobre a Desoneração da Folha de Pagamento: Caso em Empresa de Construção de Obras de Infraestrutura. **Pensar Contábil**, v. 18, n. 66, p. 36-49, 2016.

FERRARI, M. J.; KREMER, A. W.; ELIAS, T. M.; BORGERT, A. Desoneração da folha de pagamento e comportamento dos custos das empresas listadas no segmento de fios e tecidos da BM&FBovespa. **Revista Unemat de Contabilidade**, v. 6, n. 11, p. 131-152, 2017.

FIRTH, M.; LIN, C.; WONG, S. Leverage and investment under a state-owned bank-lending environment: evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 642–653, 2008.

FORMIGONI, H. **A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras**. 2008. 191f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

FORMIGONI, H.; MANTOVANI, F. R.; SEGURA, L. C.; CARREIRA, F. A.; ABREU, R. Disclosure of tax incentives and the corporate liabilities in Brazilian public companies: a quantitative study. **International Journal of Auditing Technology**, v. 3, n. 2, p. 95-112, 2016.

FREGUETE, L. M.; NOSSA, V., FUNCHAL, B. Responsabilidade Social Corporativa e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras na Crise de 2008. **RAC**, v. 19, n. 2, p. 232-248, 2015.

FREIRE, H.V. L.; ZATTA, F. N. Comportamento da rentabilidade das empresas brasileiras: um estudo da relação setorial versus geral. In XXVII ENANPAD, Atibaia-SP, **Anais...** São Paulo, ENANPAD, 2003.

FUNCHAL, B.; CLOVIS, M. Firms' capital structure and the bankruptcy law design. **Journal of Financial Economic Policy**, v. 1, n. 3, p. 264-275, 2009.

GRZEBIELUCKASA, C.; MARCON, R., ALBERTON, A.; BANDEIRA, M. R. A estrutura de capital e a performance das firmas: uma análise empírica em companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Estratégia**, v. 1, n. 1, p. 73-88, 2008.

GU, Z.; LEE, C. J.; ROSETT, J. G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 3, p. 313-334, 2005.

HEIN, N.; LEITE, M.; BAMBINO, A. C. Relação entre política de dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 205-221, 2017.

JENSEN N. M. The effect of economic development incentives and clawback provisions on job creation: A pre-registered evaluation of Maryland and Virginia programs. **Research and Politics**, v. 4, n. 2, p. 1–8, 2017.

JENSEN, N. M. Job creation and firm-specific location incentives. **Journal of Public Policy**, v. 37, n. 1, p. 85–112, 2017.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 2, n. 5, p. 1-8, 1997.

KLINE, P.; MORETTI, E. People, Places and Public Policy: Some Simple Welfare Economics of Local Economic Development Programs. **Annual Review of Economics**, v. 6, n. 1, p. 629-662, 2014.

KRONBAUER C A; SCHNEIDER L C; LUMIERI L; PEREIRA F A; ZANI J. Relação custo-benefício dos incentivos fiscais: Um estudo baseado na DVA de empresas calçadistas incentivadas. ABCustos, São Leopoldo. **Anais...** Associação Brasileira de Custos, v. 6, n. 3, p. 1-22, 2011.

LIU, J. J.; OHLSON; ZHANG W. An Evaluation of Chinese Firms' Profitability: 2005-2013. **The Accounting Horizons**, v. 29, n. 4, p. 799–828, 2015.

LUCINDA, C. R. de; SAITO, R. Determinantes do endividamento das empresas brasileiras –volume e composição. Ibmec Business Scholl. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE ECONOMETRIA, 2002, Nova Friburgo. **Anais...** Nova Friburgo: EBE, p. 1-16, 2002.

LYNCH, R. G. Rethinking growth strategies: How state and local taxes and services affect economic development. Washington, DC: **Economic Policy Institute**, 2004.

MARTINS, Eliseu. **Contabilidade de custos**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

MATKIN, D.S.T. Designing accountable and effective economic development tax incentives - A study of corporate tax credits in Kansas. **Performance & Management Review**, v. 34, n. 2, p. 166-188, 2010.

MEGHIR, C; NARITA, R.; ROBIN, J. M. Wages and Informality in Developing Countries. **American Economic Review**, v. 105, n. 4, pp. 1509-46, 2015.

MELLO, B. R.; MARCON, R. A mensuração multivariada da performance e suas componentes de variância: uma análise dos efeitos do ano, indústria e firma no contexto brasileiro. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28, p. 1-16, Curitiba. **Anais...** Curitiba: EnANPAD, 2004.

MILANEZ, E. F. Efeitos de Alavancagem e Oportunidades de Crescimento sobre o Investimento das Empresas Brasileiras. In: Encontro da associação nacional de programas de pós-graduação em administração (ENANPAD), 36. **Anais...** Rio de Janeiro, ANPAD, 2012.

MODIGLIANI, F. AND MILLER, M.H. The cost of capital corporation finance and theory of investment: corporate income and taxes and the cost of capital: a correction, **American Economic Review**, v. 53, n. 3, pp. 433-443, 1963.

MORISSET J.; PIRNIA N. How Tax Policy and Incentives Affect Foreign Direct Investment. **Foreign Investment Advisory Service**, v. 11, n. 3, p. 69-108, 2001.

MOTTA, A. P.; FUNCHAL, B.; FORTUNATO, F.; Os impactos dos investimentos no desempenho das empresas brasileiras. In: ENANPAD, 34. **Anais...** Rio de Janeiro, ANPAD, 2010.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, pp. 187-221. 1984.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KIMURA, H. Indicadores contábeis como determinantes do endividamento das empresas brasileiras. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 28, Curitiba, **Anais eletrônicos...** Curitiba: ANPAD, 2004.

PAES, N. L. Os Impactos da Alteração da Contribuição Previdenciária Patronal para a Indústria. **Est. Econ.** São Paulo, v. 42, n. 4, p. 773-799, 2012.

PAIVA, L. H.; ANSILIERO, G. A desoneração da contribuição patronal sobre a Folha de pagamentos – uma solução à procura de Problemas. **Planejamento e Políticas Públicas**, v. 1, n. 32, p. 9-32, 2009.

PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 33–46, 2002.

PETERS, A. H.; FISHER, P. S. The failures of economic development incentives. **Journal of the American Planning Association**, v. 70, n. 1, p. 27–37, 2004.

PIRES, A. R. Ligeiras reflexões sobre a questão dos incentivos fiscais no Brasil. In: MARTINS, I. G. S. et al (Coord). **Incentivos Fiscais**: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal. São Paulo, p. 15-35, 2007.

RAUPP, F. M.; Silveira T. B. J. Impactos da Desoneração da Folha de Pagamentos em uma Empresa de Tecnologia da Informação. In: SIMPOI- SIMPÓSIO DE ADMINISTRAÇÃO DA PRODUÇÃO, 2016, São Paulo. **Anais... Logística e operações internacionais**, 2016.

RIBEIRO, K. C. S.; BORGES, D. M. J.; SARVAS, L. A. D.; OLIVEIRA, J. R. Endividamento de longo prazo e desempenho em tempos de crise: evidências de empresas no Brasil e América Latina. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 16, n. 47, p. 87-96, 2017.

ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção científica sobre Teoria da Agência e assimetria da informação. **Revista de Gestão da USP**, v. 19, n. 2, p. 327-340, 2012.

SOARES, E.R., GALDI, F.C. Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, v. 22, n. 57, p. 279-298, 2011.

SOLIMAN, M. T. **Using Industry-Adjusted DuPont Analysis to Predict Future Profitability**, working paper, Stanford University, 2004.

SOUSA, N. A.; PINHO, R. M. Uma Análise do Q de Tobin como Proxy para o Nível de Investimento da Firma. In: 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais...** São Paulo, 2007.

TATOM, J. Competitive advantage: a study of the federal tax exemption for credit unions. **Tax Foundation**, 2005.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **Journal of Finance**, v. 48, n. 1, p. 1-19, 1988.

VENKATRAMAN, N.; RAMANUJAM, V. Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches. **Academy of Management Review**, v. 1, n. 4, p. 801-814, 1986.

WARNER, M. E.; Zheng, L. Business Incentive Adoption in the recession. **Economic Development Quarterly**, v. 27, n. 2, p. 90-101, 2013.

ZAMFIR M, MANEA M D; IONESCU L. Return On Investment – Indicator for Measuring the Profitability of Invested Capital. **Valahian Journal of Economic Studies**, v. 7, n. 2, p. 79-86, 2016.

ZHENG, L.; Warner, M. Business incentive use among U.S. local governments: A story of accountability and policy learning. **Economic Development Quarterly**, v. 24, n. 4, p. 325–336, 2010.