

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE RJ

RAQUEL FÉLIX PORTO GOMES LOPES

**IMPACTO DA TRAMITAÇÃO DA REFORMA TRIBUTÁRIA E DA
AGRESSIVIDADE FISCAL NOS INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

**RIO DE JANEIRO
2025**

RAQUEL FÉLIX PORTO GOMES LOPES

**IMPACTO DA TRAMITAÇÃO DA REFORMA TRIBUTÁRIA E DA
AGRESSIVIDADE FISCAL NOS INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof.^a Dra. Diane Espínola Freire
Maia Teles

**RIO DE JANEIRO
2025**

RAQUEL FÉLIX PORTO GOMES LOPES

**IMPACTO DA TRAMITAÇÃO DA REFORMA TRIBUTÁRIA E DA
AGRESSIVIDADE FISCAL NOS INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A A – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração

Aprovada em 26 de maio de 2025.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof.^a Dra. Diane Espindola Freire Maia Teles
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof. Dr. Francisco das Chagas Sampaio Medina
Universidade de Fortaleza - UNIFOR

Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

AGRADECIMENTOS

A caminhada até aqui foi repleta de desafios, aprendizados e conquistas que não seriam possíveis sem o apoio de muitas pessoas às quais sou profundamente grata.

Agradeço, primeiramente, a Deus, por me conceder saúde, força, sabedoria e ter me sustentado ao longo desta jornada.

À minha orientadora, Diane Espíndola, pela orientação competente, paciência e confiança depositada no meu trabalho.

Aos professores e colegas do curso de Mestrado da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, que contribuíram de maneira significativa com reflexões, trocas, críticas, estímulos e convívio durante o curso.

À minha família, especialmente ao meu esposo e à minha mãe, pelo amor incondicional, compreensão nos momentos de ausência e por acreditarem em mim, mesmo quando eu duvidei.

Aos amigos e amigas que estiveram ao meu lado nesse percurso, pelo incentivo constante e pelas palavras de apoio nos momentos difíceis.

Por fim, agradeço ao meu sócio, Sérvulo Mendonça, por ter apostado em mim e por me impulsionar sempre ao crescimento.

A todos, o meu mais sincero e afetuoso agradecimento.

“O conhecimento é a chave para a liberdade e o progresso. Compartilhe suas descobertas com o mundo e inspire outras pessoas a aprenderem e crescerem.”

(Sócrates)

RESUMO

A dissertação aborda um tema de grande relevância para a economia brasileira: a relação entre o tramite da reforma tributária, a agressividade fiscal das empresas e seus impactos nos investimentos. A Emenda Constitucional (EC) 132/2023, que regulamenta a reforma tributária no Brasil, visa simplificar o complexo sistema de tributação sobre bens e serviços. No entanto, as mudanças na legislação tributária podem gerar incertezas e influenciar o comportamento das empresas, especialmente em relação aos seus investimentos.

O objetivo principal desta dissertação é analisar em profundidade como a agressividade fiscal e as mudanças propostas pela reforma tributária afetam os investimentos realizados pelas empresas brasileiras, buscando entender as relações entre políticas tributárias, comportamento corporativo e alocação de recursos financeiros. Nessa pesquisa serão examinados os mecanismos pelos quais essas variáveis interagem, buscando identificar os impactos diretos e indiretos sobre o volume, a natureza e a alocação dos investimentos. A pesquisa utiliza uma abordagem quantitativa, empregando modelos de regressão em painel com efeitos fixos para analisar os dados de uma amostra de empresas brasileiras listadas na B3. A significância estatística do coeficiente de interação entre a EC 132/2023 e a agressividade fiscal será um indicador chave dos impactos combinados dessas variáveis. Os resultados terão implicações para a formulação de políticas públicas e para a gestão empresarial em um cenário de constantes mudanças regulatórias.

Palavras-chave: Reforma Tributária, Agressividade Fiscal, Investimentos, EC 132/2023.

ABSTRACT

The dissertation addresses a topic of great relevance to the Brazilian economy: the relationship between the progress of tax reform, the tax aggressiveness of companies and its impacts on investments. Constitutional Amendment (EC) 132/2023, which regulates tax reform in Brazil, aims to simplify the complex system of taxation on goods and services. However, changes in tax legislation can generate uncertainty and influence the behavior of companies, especially in relation to their investments.

The main objective of this dissertation is to analyze in depth how tax aggressiveness and the changes proposed by the tax reform affect investments made by Brazilian companies, seeking to understand the relationships between tax policies, corporate behavior and allocation of financial resources. This research will examine the mechanisms by which these variables interact, seeking to identify the direct and indirect impacts on the volume, nature and allocation of investments. The research uses a quantitative approach, employing panel regression models with fixed effects to analyze data from a sample of Brazilian companies listed on B3.

The statistical significance of the interaction coefficient between EC 132/2023 and tax aggressiveness will be a key indicator of the combined impacts of these variables. The results will have implications for public policy formulation and business management in a scenario of constant regulatory changes.

Keywords: Tax Reform, Fiscal Aggressiveness, Investments, PEC 45/2019.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	11
2.1 INVESTIMENTO	11
2.2 REFORMA TRIBUTÁRIA	14
2.2.1 Proposta de Emenda à Constituição (PEC) nº 45/2019	19
2.3 AGRESSIVIDADE FISCAL	21
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	26
3.1 AMOSTRA	26
3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	30
3.2.1 Variáveis dependente e de interesse	30
3.2.1 Variáveis de controle.....	31
3.4 MODELO DE REGRESSÃO	36
4 ANÁLISE DOS DADOS	37
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
REFERÊNCIAS.....	53

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A reforma tributária é um tema complexo que permeia debates acalorados em diversos países. Envolve a modificação do sistema tributário vigente, buscando alcançar objetivos como justiça fiscal, eficiência econômica, equidade social e aumento da arrecadação (Boeters et al., 2010; Cai & Harrison, 2011; Giles & Johnson, 1994). Compreender as diferentes perspectivas teóricas sobre reforma tributária é crucial para avaliar propostas e formular políticas públicas eficazes (Di John, 2007).

A literatura sobre reforma tributária destaca a importância de sistemas tributários eficientes, transparentes e equitativos para promover o crescimento econômico e a justiça social (Cummis et. al., 1996). Desai e Hines (2003) ressaltam que reformas bem-sucedidas requerem estabilidade nas políticas fiscais, capacidade administrativa robusta e consideração das dinâmicas políticas e institucionais. Os desafios comuns incluem a resistência política, a evasão fiscal e a complexidade na implementação das reformas (Rao, 2000; Auriol & Warlters, 2012). Os estudos sugerem que a cooperação internacional, a harmonização tributária e o enfoque em incentivos fiscais eficientes são determinantes para alcançar os objetivos das reformas tributárias (Giles & Johnson, 1994; Di John, 2007).

O cenário econômico brasileiro é caracterizado por um sistema tributário complexo e oneroso, que impacta significativamente as decisões empresariais de investimento e comportamento fiscal (Alcântara et.al., 2023). Em resposta a esse ambiente desafiador, a Proposta de Emenda Constitucional 45/2019 (PEC 45/2019) foi

proposta por Rossi (2019) com o objetivo de simplificar e racionalizar a tributação sobre bens e serviços no Brasil (Brasil, 2019). A PEC 45/2019 propõe a unificação dos tributos sobre consumo (ISS, ICMS, PIS e COFINS) em um único imposto sobre valor agregado (IVA), o que pode trazer profundas implicações para as práticas fiscais e os investimentos corporativos.

A reforma tributária busca ajustar o sistema fiscal para incentivar o crescimento econômico e a justiça tributária, mas pode também criar incentivos inesperados para a evasão, elisão e elusão fiscal, e ainda distorções no investimento (Desai & Hine, 2003). Nesse contexto, esse estudo apresenta o seguinte problema:

Qual o impacto das primeiras notícias da reforma tributária nos investimentos e na agressividade fiscal nas empresas brasileiras? O desafio está em identificar se práticas fiscais agressivas promovem ou inibem os investimentos, considerando o risco regulatório e os incentivos criados pelas mudanças na legislação tributária.

Este estudo tem como objetivo principal analisar a relação entre a discussão sobre reforma tributária, a agressividade fiscal das empresas brasileiras e suas decisões de investimento, considerando os diferentes fatores que influenciam essa dinâmica, como os incentivos fiscais setoriais e a complexidade do sistema tributário. Busca-se compreender os mecanismos pelos quais a agressividade fiscal impacta o volume e a alocação dos investimentos, bem como avaliar o potencial da reforma tributária para mitigar os efeitos adversos da agressividade fiscal e estimular o investimento produtivo e a competitividade empresarial.

Teoricamente, esta pesquisa contribui para a literatura existente ao integrar diferentes aspectos da teoria fiscal e de investimentos. Estudo como o de Desai e

Dharmapala (2006), exploram a relação entre incentivos fiscais e evasão fiscal, destacando a dualidade dos incentivos criados por políticas tributárias. Desai e Hines (2003), argumentam que reformas tributárias internacionais precisam equilibrar a promoção de investimentos com a prevenção de evasão fiscal excessiva. Além disso, Cummins et. al., (1996) demonstram que incentivos fiscais bem projetados podem ter um impacto significativo nos níveis de investimento, mas esses incentivos devem ser cuidadosamente calibrados para evitar distorções. A análise do impacto da PEC 45/2019 oferece um contexto atual e importante para essas discussões.

Essa análise é particularmente relevante, pois esta reforma representa uma tentativa significativa de simplificação tributária que pode alterar drasticamente o comportamento fiscal das empresas no Brasil. Gestores corporativos também podem se beneficiar deste estudo ao entender melhor os efeitos potenciais de práticas fiscais agressivas e ajustarem suas estratégias de investimento. Pesquisa como a de Marchesi e Zanoteli (2021) mostra que empresas com práticas fiscais agressivas tendem a investir mais no mercado acionário brasileiro, mas enfrentam maiores riscos regulatórios, o que pode influenciar suas decisões estratégicas.

Ao investigar essa relação, esta dissertação contribuirá para o avanço do conhecimento acadêmico sobre o tema e fornecerá insights valiosos para formuladores de políticas públicas, gestores empresariais e demais stakeholders interessados em tributação e investimento. Compreender as dinâmicas entre agressividade fiscal, investimento e reforma tributária pode auxiliar na elaboração de políticas mais eficazes, que incentivem o investimento produtivo sem comprometer a equidade tributária ou aumentar o risco de evasão fiscal.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A teoria abordada nesta pesquisa centra-se em três pilares principais: investimento, reforma tributária e agressividade fiscal. Cada um desses temas é analisado sob a ótica de como influenciam o comportamento corporativo e o ambiente econômico em geral.

2.1 INVESTIMENTO

O investimento é um dos principais componentes para o desenvolvimento econômico e social de um país (Cheng, et al., 2013). Almeida e Campello (2007) definem que investimento envolve a alocação de recursos para a criação de novos bens ou serviços, com o objetivo de gerar retornos futuros. O estudo do investimento corporativo é um campo multifacetado que abrange diversos aspectos econômicos e financeiros que influenciam as decisões de alocação de capital dentro das empresas (Minton & Schrand, 1999).

Hubbard (1998) discute as imperfeições do mercado de capitais que podem limitar o investimento corporativo, como as assimetrias informacionais que levam a restrições de crédito. O autor alega que essas imperfeições são frequentemente mais severas em mercados emergentes, no qual a infraestrutura financeira pode ser menos desenvolvida. Hoshi et al. (1991) acrescentam que a organização corporativa e a liquidez influenciam diretamente os níveis de investimento das empresas. Empresas com maior liquidez interna e configurações corporativas mais robustas têm maior capacidade de financiar novos projetos de investimento, conforme demonstrado em seu estudo.

A volatilidade do fluxo de caixa é outro determinante nas decisões de investimento, Minton e Schrand (1999) destacam que a alta volatilidade do fluxo de caixa aumenta os custos de financiamento e reduz a disposição das empresas em realizar investimentos discricionários. Este ponto é complementado por Jensen (1986), o mesmo argumenta que grandes quantias de fluxo de caixa livre podem levar a investimentos ineficientes devido a conflitos de interesse entre gestores e acionistas. Zhang, Chen e He (2018) demonstram que a reforma do imposto sobre valor agregado (IVA) na China reduziu a volatilidade do fluxo de caixa das empresas, resultando em um ambiente mais propício ao investimento.

A gestão de resultados contábeis também desempenha um papel crucial nas decisões de investimento, McNichols e Stubben (2008) mostram que a manipulação dos resultados contábeis pode levar a decisões de investimento que prejudicam a eficiência do capital. Os autores concluem que esse comportamento pode resultar em alocação inadequada de recursos, no qual projetos menos lucrativos são escolhidos em detrimento de oportunidades mais vantajosas. Biddle e Hilary (2006) argumentam que uma melhor qualidade contábil proporciona informações mais precisas e relevantes, permitindo que gestores tomem decisões de investimento bem fundamentadas.

De acordo com Biddle et al. (2009), a adoção de melhores práticas de relatórios financeiros está positivamente associada a uma maior eficiência nos investimentos corporativos. A alta qualidade nesses relatórios reduzem a assimetria de informações entre gestores e investidores, permitindo uma melhor avaliação das oportunidades de investimento (Biddle & Hilary 2006). Cheng et al. (2013) acrescentam que a divulgação de fraquezas materiais no controle interno pode levar a melhorias na eficiência do investimento, pois essas divulgações incentivam as empresas a corrigirem suas

deficiências e otimizarem suas decisões de alocação de capital. Balakrishnan et al. (2014) reforçam essa ideia ao concluir que a qualidade dos relatórios financeiros melhora a capacidade de financiamento e, conseqüentemente, os níveis de investimento das empresas.

Desai e Hines (2003) argumentam que reformas tributárias internacionais que promovem transparência e consistência nos relatórios financeiros melhoram a eficiência do investimento. Boeters et al. (2010) mostram que reformas no imposto sobre valor agregado (IVA) na Alemanha melhoraram a clareza e a evidenciação das transações financeiras, beneficiando a qualidade dos relatórios financeiros e as decisões de investimento.

A teoria das restrições financeiras sugere que o acesso limitado ao crédito pode inibir o investimento das empresas (Fazzari, et al., 1987). Os autores demonstram que as empresas com restrições significativas tendem a reduzir seus investimentos, pois a falta de acesso a financiamento externo limita sua capacidade de expandir e inovar. Hoshi et al. (1991) destacam que empresas pertencentes a grandes grupos industriais no Japão têm melhor acesso a liquidez, o que aumenta seus níveis de investimento.

Almeida e Campello (2007) avançam nessa discussão e mostram que empresas com ativos tangíveis elevados enfrentam menos restrições financeiras, e reformas que incentivem a posse e o uso desses bens através de benefícios fiscais podem facilitar o acesso ao crédito e aumentar os níveis de investimento. Rao (2000), ao discutir a reforma tributária na Índia, destaca que simplificações no sistema tributário podem melhorar o ambiente de negócios, facilitando o financiamento e, conseqüentemente, o investimento.

Para Djankov et al. (2010), o planejamento tributário e a agressividade fiscal são componentes estratégicos das decisões de investimento, moldando as escolhas das empresas em um ambiente cada vez mais competitivo. Shackelford e Shevlin (2001) discutem como a tributação afeta significativamente as decisões de investimento, alocação de recursos e estrutura de capital das empresas. Altas taxas de impostos corporativos, conforme demonstrado por Djankov et al. (2010), desincentivam o investimento e o empreendedorismo, pois reduzem os retornos líquidos dos projetos de investimento.

No contexto brasileiro, Marchesi e Zanoteli (2021) mostram que empresas com práticas fiscais mais agressivas atraem mais investimentos, devido à expectativa de maior retorno financeiro. Os achados de Marchesi e Zanoteli (2021) corroboram com esse resultado, as empresas com práticas fiscais agressivas tendem a atrair mais investimentos, porém políticas que incentivam a conformidade fiscal podem equilibrar esse efeito, promovendo um crescimento sustentável. Scholes et al. (1990) destacam que a regulamentação fiscal e de capital influencia significativamente as estratégias de relatório financeiro e de investimento dos bancos, com implicações diretas na alocação de capital.

2.2 REFORMA TRIBUTÁRIA

As reformas tributárias são amplamente estudadas por acadêmicos em diferentes países, utilizando várias teorias econômicas como base de análise, incluindo a teoria do custo marginal dos fundos públicos (Auriol & Warlters, 2012), a teoria da justiça fiscal (Rao, 2000) e a teoria dos incentivos fiscais (Auerbach & Hines, 1988).

Auriol e Warlters (2012) destacam que o custo marginal dos fundos públicos (MCF), ou seja, o custo econômico adicional de arrecadar mais um real de imposto, varia entre diferentes tipos de tributos. Seus achados indicam que impostos sobre o comércio, por exemplo, tendem a apresentar um MCF mais elevado, gerando maiores distorções na economia e reduzindo o bem-estar social em comparação com impostos sobre o consumo. Essa evidência corrobora os argumentos de Cummins et al. (1996) e Auerbach & Hines (1988), que defendem a necessidade de reformas tributárias que minimizem o MCF, buscando otimizar a alocação de recursos e maximizar o bem-estar social.

Nesse contexto, reformas fiscais podem ser utilizadas para reduzir ineficiências no sistema tributário, como impostos excessivamente altos sobre fatores produtivos ou subsídios ineficientes (Boeters et al., 2010). A economia política da reforma tributária é um agente relevante, pois analisa os fatores políticos e institucionais que influenciam todo o processo (Di John, 2007). O autor destaca que as dinâmicas políticas e econômicas influenciam a tributação e as reformas tributárias nos países em desenvolvimento. Grupos de interesse, ideologias políticas e instituições formais e informais podem desempenhar um papel significativo na definição das políticas fiscais (Auriol & Warlters, 2012).

Alcançar consenso sobre as medidas de reforma tributária entre diferentes grupos políticos pode ser um processo desafiador (Giles & Johnson, 1994). Homma (1992) explora as reformas tributárias no Japão, destacando como a transição de um sistema de tributação indireta para direta afetou a economia japonesa. Segundo os autores, a reforma visou aumentar a eficiência do sistema tributário e melhorar a equidade, mas enfrentou resistência política significativa.

Cai e Harrison (2011) analisam a complexidade da reforma do IVA na China, destacando os desafios na implementação e transição para o novo sistema tributário. Eles concluem que uma implementação eficaz das reformas tributárias requer uma capacidade administrativa robusta e um planejamento detalhado. Grupos que se beneficiam do sistema tributário vigente podem se opor a reformas que reduzam seus privilégios fiscais (Di John, 2007). Isso posto, a implementação de novas leis e regulamentações fiscais segundo Auriol e Warlters (2012), pode ser complexa, onerosa e desafiadora.

Em países com sistemas federativos, a reforma tributária precisa considerar a divisão de responsabilidades fiscais entre os governos federal, estadual e local (Homma, 1992). A descentralização fiscal e a autonomia fiscal dos entes federativos podem ser elementos importantes para a eficiência e equidade do sistema tributário (Giles & Johnson, 1994). A teoria da justiça fiscal enfatiza a distribuição justa da carga tributária entre os contribuintes (Rao, 2000). O autor destaca que princípios como a capacidade de pagamento e a igualdade de sacrifício são considerados essenciais para garantir um sistema tributário justo. Reformas fiscais podem ser utilizadas para redistribuir renda e reduzir desigualdades sociais (Rodríguez et al., 2019).

Giles e Johnson (1994) analisam as reformas tributárias no Reino Unido e suas implicações para a progressividade do sistema tributário. Eles apontam que as mudanças tributárias reduziram a progressividade, aumentando a carga tributária relativa sobre as faixas de renda mais baixas. Isso sugere que a equidade social deve ser uma consideração importante na formulação de políticas fiscais. Reformas progressivas, como o aumento da tributação de altos rendimentos e a expansão de programas sociais, podem reduzir a desigualdade social (Rao, 2000).

A literatura sobre reforma tributária demonstra que as mudanças no sistema tributário podem ter um impacto significativo em diversos aspectos da economia e da sociedade (Desai & Hines, 2003; Howell, 2016; Liu & Lu, 2015). Auerbach e Hines (1988) destacam que incentivos fiscais ao investimento podem estimular o crescimento econômico, mas a instabilidade nas políticas fiscais pode desencorajar investimentos de longo prazo. Os autores argumentam que a teoria dos incentivos fiscais determina que políticas estáveis e previsíveis são essenciais para incentivar o investimento corporativo e promover o desenvolvimento econômico sustentável.

Cummins et al. (1995) realizaram uma análise comparativa de reformas tributárias em diversos países, concluindo que reduções nas alíquotas do imposto de renda corporativo e simplificações do sistema tributário, em geral, estimulam o investimento e o crescimento econômico. Por outro lado, Andrikopoulos et. al., (1993) examinaram os impactos da introdução do Imposto sobre Valor Agregado (IVA) na Grécia, observando alterações significativas nos padrões de consumo, especialmente em relação a bens essenciais. Esses estudos, embora com focos distintos, convergem ao destacar a importância das reformas tributárias na moldagem do comportamento econômico, seja no nível empresarial ou no nível do consumidor.

Liu e Lu (2015) mostram que a reforma do imposto sobre valor agregado (IVA) na China aumentou significativamente o investimento das empresas e a participação no mercado de exportação. Seus achados indicam que a tributação eficiente pode promover o crescimento econômico ao incentivar investimentos e aumentar a competitividade internacional das empresas. Reformas que tornam o sistema tributário mais competitivo podem atrair investimentos estrangeiros e aumentar a competitividade das empresas nacionais no mercado internacional (Boeters et al., 2010).

Howell (2016) investigou o impacto da reforma do imposto corporativo na China, explorando se a redução da carga tributária incentiva as empresas a investirem mais em P&D e inovação. A pesquisa sugere que a flexibilização das restrições financeiras, resultante da reforma, pode levar a um aumento do investimento em P&D, impulsionando a competitividade e o crescimento das empresas.

Estudos como o de Zhang et. al., (2018) demonstram que reformas que reduzem a tributação do capital, como o imposto sobre valor agregado (IVA), podem levar a um aumento do investimento, especialmente em setores sensíveis ao custo do capital. Isso ocorre porque a redução da carga tributária torna os investimentos mais atrativos, aumentando o retorno esperado para os investidores. Rodríguez et. al., (2019) estudam os efeitos setoriais de uma reforma tributária verde em Portugal, encontrando que ela promoveu práticas sustentáveis, mas impôs desafios para setores específicos que enfrentaram custos adicionais.

A relação entre reforma tributária e arrecadação de receita é complexa e depende de diversos fatores, como elasticidade da demanda por produtos e serviços tributáveis e evasão fiscal (Cai & Harrison, 2011). Mudanças no sistema tributário podem levar ao aumento da evasão fiscal, o que pode reduzir a arrecadação de receita (Homma, 1992). Rao (2000) discute as reformas tributárias na Índia, destacando a evasão fiscal como um desafio persistente. Essa prática limita a capacidade do governo de arrecadar receitas e implementar políticas públicas eficazes.

Di John (2007) enfatiza a importância da legitimidade do Estado e da resistência política na implementação de reformas tributárias, os autores discutem que a resistência de grupos de interesse pode dificultar a implementação de reformas que visam combater

a evasão fiscal. Na China, Cai e Harrison (2011) destacam que a evasão fiscal pode ser exacerbada pela complexidade do sistema tributário.

2.2.1 Emenda à Constituição (EC) nº 132/2023

Promulgada em 20 de dezembro de 2023, a Emenda Constitucional nº 132 representou a maior mudança no sistema tributário sobre o consumo desde a Constituição Federal de 1988. A norma prevê a extinção de cinco tributos — ICMS, ISS, IPI, PIS e Cofins — e a criação de um Imposto sobre Valor Agregado (IVA) dual, composto pela Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS), de competência da União, e pelo Imposto sobre Bens e Serviços (IBS), de competência compartilhada entre estados e municípios. A reforma busca simplificar a tributação, assegurar maior neutralidade econômica, reduzir os efeitos da cumulatividade, ampliar a transparência e oferecer mais segurança jurídica às relações entre o fisco e os contribuintes (Emenda Constitucional nº 132, 2023).

Entre as principais inovações, a Emenda estabelece faixas diferenciadas de alíquotas para setores considerados essenciais ou sensíveis. Na EC nº 132/2023, o artigo 9º, § 1º, estabelece que a lei complementar definirá quais operações serão beneficiadas com redução uniforme de 60 % (sessenta por cento) nas alíquotas da CBS e do IBS. O § 3º, inciso I, complementa prevendo, a isenção total para serviços de transporte público coletivo urbano, sem lar referir à natureza urbana, metros e semimetropolitano. Ainda no § 3º, as alíneas “a” e “b” determinam que a lei complementar deve prever redução integral (cem por cento) para dispositivos médicos e de acessibilidade, medicamentos, produtos de saúde menstrual, produtos hortícolas, frutas e ovos. Além disso, o § 3º, inciso IV, permite também isenção ou redução de até 100 %

(cem por cento) das alíquotas para obras de reabilitação urbana em zonas históricas ou áreas críticas. O artigo 8º, por sua vez, institui a Cesta Básica Nacional de Alimentos, determinando que a lei complementar estabelecerá os itens que a compõem, sobre os quais as alíquotas da CBS e do IBS serão reduzidas a zero.

A Lei Complementar nº 214/2025, que regulamenta a Emenda, no artigo 172, inciso XI, estão previstas reduções de 30% na alíquota do IBS e da CBS para atividades intelectuais de natureza científica, literária ou artística — como advogados, representantes comerciais, contabilistas, arquitetos e profissionais de educação física. Ainda no mesmo artigo 172, inciso X, constam reduções de 40% na alíquota aplicáveis a determinados setores econômicos, entre eles a construção civil e bens de capital utilizados na produção. Essas faixas se somam às demais previstas nas alíquotas reduzidas (60% ou isenção) já estabelecidas no texto constitucional e regulamentadas pela lei complementar.

A implementação ocorrerá de forma gradual, com início em 2026 e conclusão prevista para 2032, permitindo uma transição progressiva entre o regime atual e o novo modelo. Martinez e da Silva (2018) observam que restrições financeiras limitam a capacidade das empresas de adotar estratégias fiscais agressivas, sugerindo que reformas tributárias podem nivelar o campo de jogo para empresas de diferentes tamanhos e setores. Entretanto, apesar de ainda não haver uma alíquota de IVA fixada no Brasil, a previsibilidade é que seja umas das mais altas entre os países que já utilizam esse regime de tributação. Nesse contexto, apresenta-se a Hipótese 1 (H1) e Hipótese 2 (H2) desta pesquisa:

H1: A reforma tributária impacta negativamente o investimento nas empresas brasileiras.

H2: A reforma tributária impacta positivamente o investimento nas empresas brasileiras de setores incentivados.

2.3 AGRESSIVIDADE FISCAL

A evasão fiscal, elusão fiscal e Elisão fiscal são conceitos distintos no comportamento tributário corporativo. A evasão fiscal, conforme descrita por Allingham e Sandmo (1972), envolve práticas ilegais para evitar o pagamento de impostos, como a não declaração de receitas. Já a elusão fiscal, abordada por Slemrod (2004) e Shackelford e Shevlin (2001), utiliza lacunas na legislação para reduzir a carga tributária de forma legal, embora contestável eticamente. Por fim, a Elisão fiscal, discutida por Rego e Wilson (2012), refere-se ao uso legítimo de mecanismos previstos na lei para minimizar impostos, sendo uma prática aceitável e legal dentro do sistema tributário.

A agressividade fiscal está relacionada ao grau de envolvimento das empresas em práticas destinadas a minimizar a carga tributária, seja por meio de Elisão ou elusão fiscal, com o objetivo de maximizar o valor para os acionistas (Desai & Dharmapala, 2006). Nesse contexto, as práticas de Elisão e elusão fiscal estão frequentemente associadas à agressividade fiscal, pois, apesar de legais, muitas vezes envolvem uma exploração intensa de brechas e incentivos fiscais que desafiam o espírito da legislação (Frank et al., 2009). Hanlon e Slemrod (2009) também discutem como a agressividade fiscal pode sinalizar ao mercado que a empresa está utilizando estratégias complexas

de planejamento tributário, o que pode impactar sua percepção de risco e o valor das ações.

Rego e Wilson (2012) definem agressividade fiscal como estratégias utilizadas pelas empresas para reduzir suas obrigações fiscais através de meios que, embora legais, podem ser considerados duvidosos ou questionáveis em termos de conformidade tributária. Allingham e Sandmo (1972) foram pioneiros ao analisar teoricamente a evasão de imposto de renda, sugerindo que a decisão de evasão depende da probabilidade de detecção e das penalidades aplicáveis.

Martinez e Silva (2018) sugerem que a agressividade fiscal é uma estratégia corporativa que varia em intensidade e risco, e que muitas empresas tentam equilibrar os benefícios fiscais com o potencial de sanções regulatórias. Portanto, a agressividade fiscal pode ser vista como um espectro de práticas que vão desde a elisão legítima até comportamentos mais questionáveis, como a elusão, e em casos extremos, até a evasão.

A literatura mostra que a agressividade fiscal é uma prática comum entre empresas que buscam maximizar seus lucros, mas que traz consigo riscos regulatórios e de reputação. Estudos como os de Jensen (1986) sobre custos de agência e de Zimmerman (1983) sobre a relação entre tamanho da empresa e práticas fiscais, reforçam a importância de uma governança corporativa robusta e de políticas fiscais bem estruturadas para promover um ambiente econômico justo e eficiente.

Desai e Dharmapala (2006) exploraram como os incentivos de alto poder podem influenciar a evasão fiscal corporativa, argumentando que gestores com altas remunerações baseadas em desempenho podem ser mais propensas a adotar práticas

fiscais ousadas para maximizar seus próprios benefícios e os da empresa. Os custos de agência também podem ser uma motivação potencial para a agressividade fiscal (Jensen 1986). Segundo o autor, quando os gestores detêm grande quantidade de fluxo de caixa livre, sem investimentos promissores, a agressividade fiscal pode ser uma forma de transferir riqueza para os acionistas em detrimento de potenciais investimentos produtivos.

Os efeitos da elisão fiscal no custo do capital próprio também já foram investigados, Goh et al. (2016) descobriram que a agressividade fiscal pode reduzir o custo do capital ao melhorar a liquidez e a percepção de solvência da empresa, embora também aumente o risco percebido pelos investidores. Hanlon e Slemrod (2009) examinaram como a agressividade fiscal é percebida pelo mercado de ações, demonstrando que notícias sobre o envolvimento de empresas em abrigos fiscais podem levar a reações negativas nos preços das ações, refletindo a percepção de maior risco.

Frank et al. (2009) estudaram a relação entre a agressividade na declaração de impostos e nos relatórios financeiros, concluindo que empresas que são agressivas na sua contabilidade tendem a ser igualmente agressivas nas práticas fiscais, o que pode indicar uma cultura organizacional voltada para maximizar lucros a qualquer custo. A medição de desempenho dos departamentos fiscais corporativos foi discutida por Robinson et al. (2010), enfatizaram que uma gestão eficaz pode melhorar a conformidade tributária e reduzir a evasão, além de otimizar o planejamento fiscal para melhorar a eficiência operacional.

Biddle et al. (2009) indicam que a qualidade dos relatórios financeiros está associada à eficiência do investimento, pois fornece informações precisas e confiáveis

para os investidores. Empresas que combinam alta qualidade nos relatórios financeiros com agressividade fiscal são vistas como oportunidades de investimento mais seguras e rentáveis (Frank, et al., 2009). A pesquisa sugere que a agressividade na declaração de impostos frequentemente acompanha a agressividade nos relatórios financeiros, impactando a percepção de risco dos investidores.

Vários estudos destacam como a agressividade fiscal pode influenciar as decisões de investimento. Djankov et al. (2010) mostram que altos impostos corporativos reduzem investimentos e empreendedorismo, incentivando a adoção de estratégias fiscais agressivas para mitigar a carga tributária. Empresas que praticam agressividade fiscal podem liberar capital para investimentos, melhorando seu potencial de crescimento. De forma semelhante, Alcântara et al. (2023) analisam o impacto da agressividade fiscal em companhias brasileiras, sugerindo que tais práticas podem atrair investidores estrangeiros devido à redução das obrigações fiscais.

Marchesi e Zanoteli (2021) observam que empresas com hábitos fiscais agressivos tendem a investir mais no mercado acionário brasileiro, embora enfrentem maiores riscos regulatórios. Desai e Dharmapala (2006) argumentam que incentivos fiscais podem promover tanto a evasão fiscal quanto os investimentos, dependendo de como são estruturados. Desai e Hines (2003) discutem a avaliação da reforma tributária internacional, destacando a importância de incentivos fiscais que estimulem os investimentos sem incentivar excessivamente a evasão fiscal.

Cummins, Hassett e Hubbard (1996) comparam reformas tributárias em diversos países, sugerindo que incentivos fiscais bem projetados podem aumentar significativamente os investimentos. Auerbach e Hines (1988) discutem incentivos fiscais

ao investimento e reformas tributárias frequentes, sugerindo que mudanças frequentes na política fiscal podem desestabilizar o ambiente de investimento.

Shackelford e Shevlin (2001) discutem como a tributação afeta significativamente as decisões de investimento, e reformas que simplificam o código tributário podem reduzir a necessidade de planejamento tributário agressivo. Di John (2007) argumenta que reformas tributárias em países em desenvolvimento devem focar na ampliação da base tributária e na redução das taxas de evasão para promover um ambiente de investimento mais justo e eficiente. Reformas tributárias que promovem a simplicidade e a transparência fiscal, como discutido por Giles e Johnson (1994) no contexto do Reino Unido, podem reduzir a necessidade de gestão de resultados, permitindo decisões de investimento mais eficientes e alinhadas aos interesses de longo prazo das empresas.

Homma (1992) analisa a reforma tributária no Japão, destacando como mudanças na estrutura tributária podem melhorar a competitividade das empresas ao reduzir os custos de conformidade e proporcionar um ambiente fiscal mais previsível. Com base nessas informações, apresenta-se a Hipóteses 3 (H3) desta pesquisa:

H3: A reforma tributária impacta positivamente o investimento nas empresas brasileiras com maior agressividade fiscal.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

No intuito de alcançar o objetivo nessa pesquisa e testar as hipóteses propostas, foram análise por meio de estudo quantitativo, descritivo, com uso de dados secundários e corte longitudinal.

3.1 AMOSTRA

A amostra foi composta por empresas listadas na B3 do período de 2014 a 2023, totalizando inicialmente 6.140 observações. A base de dados foi extraída da plataforma Comdinheiro, com periodicidade anual e categorizada por setores econômicos.

Da amostra inicial foram excluídas as seguintes observações: (i) empresas sem a informação de ativo, por ser a variável dependente do modelo estudado; (ii) empresas que apresentaram prejuízos antes dos tributos os lucros; (iii) empresas que não fornecem os dados necessários para cálculo das variáveis de controle; e (iv) empresas com CNPJ duplicado para um mesmo ano.

Tabela 1: Construção da amostra final

INFORMAÇÃO	OBSERVAÇÕES
Total de Observações	6.140
(-) Empresas-ano sem informação de ativo	1.991
(-) Empresas-ano que apresentaram prejuízos antes dos tributos	1.228
(-) Empresas-ano sem informação necessária para as variáveis de controle	124
(-) Empresas-ano com CNPJ duplicado	1.035
(=) Quantidade de observações utilizadas	1.762

Fonte: Elaborada pela autora

Na Tabela 2 é demonstrado setores com redução de alíquota na reforma tributária e devidas bases legais.

Tabela 2: Setores beneficiados

Redução da Alíquota	Setores/Serviços Beneficiados	Base Legal
100% (alíquota zero)	Itens da cesta básica nacional	EC 132/2023, art. 8º
	Medicamentos específicos, dispositivos médicos, produtos de saúde menstrual	EC 132/2023, art. 9º, §3º, incisos I e II
	Transporte público coletivo urbano, semiurbano e metropolitano	EC 132/2023, art. 9º, §3º, inciso I
	Serviços prestados por templos de qualquer culto	EC 132/2023, art. 9º, §3º, inciso III
	Obras em zonas históricas e áreas críticas	EC 132/2023, art. 9º, §3º, inciso IV
60%	Serviços de educação, saúde, cultura e jornalismo	EC 132/2023, art. 9º, §1º
	Transporte coletivo intermunicipal e interestadual	LC 214/2025, art. 172, inciso VII
	Produtos agropecuários, pesqueiros, florestais e extrativistas vegetais in natura	LC 214/2025, art. 172, inciso I
40%	Bens de capital (máquinas e equipamentos para produção)	LC 214/2025, art. 172, inciso X
	Setor da construção civil	LC 214/2025, art. 172, inciso X
30%	Serviços prestados por profissionais liberais de caráter científico, literário, artístico e técnico.	LC 214/2025, art. 172, inciso XI

Fonte: Elaborada pela autora

Na Tabela 3 é demonstrado setores com redução de alíquota na reforma tributária e devidas bases legais.

Tabela 3: Setores com regimes específicos

Setor / Atividade	Tipo de Regime	Base Legal
Combustíveis e lubrificantes	Tributação monofásica, com alíquota uniforme nacional	EC 132/2023, art. 9º, § 4º; LC 214/2025, art. 197

Serviços financeiros, planos de saúde e seguros	Regime específico de apuração e crédito	EC 132/2023, art. 9º, § 5º; LC 214/2025, arts. 192 a 196
Operações com imóveis (compra e venda)	Tributação por regime específico na incorporação imobiliária	EC 132/2023, art. 9º, § 6º; LC 214/2025, arts. 187 a 191
Sociedades cooperativas	Regime específico de tributação, com tratamento favorecido	EC 132/2023, art. 9º, § 9º; LC 214/2025, arts. 203 a 206
Serviços prestados por entidades religiosas e beneficentes	Regime favorecido com imunidade e devolução integral de tributos pagos	EC 132/2023, art. 9º, § 3º, inciso III
Zonas de livre comércio e Zona Franca de Manaus	Manutenção de benefícios fiscais até 2073	EC 132/2023, art. 92; LC 214/2025, art. 210
Operações do Simples Nacional	Regime próprio mantido, com IBS e CBS substituídos por alíquota unificada	EC 132/2023, art. 146, § 1º; LC 123/2006 (mantida)
Entidades de assistência social sem fins lucrativos	Regime de imunidade tributária (sem cobrança de CBS e IBS)	Constituição Federal, art. 150, VI, c; mantido na EC 132/2023

Fonte: Elaborada pela autora

Na Tabela 4 é demonstrado um panorama geral da amostra final, segregadas por ano e setores.

Tabela 4: Composição da amostra por data e Setor

Por Setor			Por Data		
Segmento	Frequência	%	Ano	Frequência	%
Agropecuária*	34	1,93			
Alimentos*	74	4,2			
Aluguel de carros	22	1,25			
Atividades Esportivas*	2	0,11			
Automóveis e Motocicletas	18	1,02			
Açúcar e Alcool	12	0,68			
Bebidas	10	0,57			
Bens Industriais*	209	11,86			
Comercio Varejista	75	4,26			
Construção Civil*	137	7,78			
Exploração de Rodovias*	23	1,31	2014	141	8
Financeiro**	239	13,56	2015	132	7,49
Hoteis e Restaurantes**	9	0,51	2016	128	7,26
Materiais Básicos	161	9,14	2017	150	8,51
Outros	8	0,45	2018	168	9,53
Petróleo, Gás e Biocombustíveis**	54	3,06	2019	177	10,05
Previdência e Seguros**	19	1,08	2020	188	10,67

Produtos de Cuidado Pessoal e de Limp.*	8	0,45	2021	231	13,11
Produção de Eventos e Shows*	5	0,28	2022	220	12,49
Saúde*	124	7,04	2023	227	12,88
Serviços Educacionais*	32	1,82			
Tecidos, Vestuário e Calçados	94	5,33			
Tecnologia da Informação	60	3,41			
Telecomunicações**	24	1,36			
Transporte Ferroviário*	6	0,34			
Transporte Hidroviário*	21	1,19			
Transporte Rodoviário*	19	1,08			
Utilidade Pública	240	13,62			
Utilidades Domésticas	17	0,96			
Viagens e Turismo*	6	0,34			
	1762	100		1762	100

Fonte: Elaboração própria

*Setores beneficiados ** Setores com regimes diferenciados

Conforme classificação da plataforma Comdinheiro, utilidade pública representa 13,62% da amostra, seguido de financeiro, bens industriais e materiais básicos, com 13,56%, 11,86% e 9,14%, respectivamente. Os demais setores em relação ao total das observações, apresentam menor representatividade.

Os setores com previsão expressa de incentivos fiscais na Emenda Constitucional representam 52,54% da amostra analisada. Já os segmentos com enquadramento em regimes diferenciados (6,7% da amostra) não foram excluídos do estudo, uma vez que a reforma tributária tem abrangência nacional e afetará todos os setores econômicos. Esses segmentos também foram classificados como incentivados no modelo aplicado, dado que a EC não especifica, se haverá redução, manutenção ou majoração da carga tributária aplicável a eles.

3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.2.1 Variáveis dependente e de interesse

Utilizou-se para o estudo, o crescimento do ativo como proxy para investimento, a métrica abrange uma ampla gama de investimentos que uma empresa pode fazer, incluindo investimentos em capital fixo, inventário, e outros ativos tangíveis e intangíveis (Almeida & Campello, 2007). Isso proporciona uma visão abrangente do comportamento de investimento da empresa.

A literatura apresenta ETR (Effective Tax Rate) e TTVA (Tax to Total Value Added) como medidas de agressividade fiscal devido à sua capacidade de capturar diferentes aspectos do comportamento fiscal das empresas.

O ETR é amplamente utilizado para avaliar a eficiência com que as empresas minimizam sua carga tributária efetiva em relação ao que seria esperado conforme as alíquotas estatutárias. Um ETR mais baixo pode indicar maior agressividade fiscal, já que a empresa está efetivamente pagando menos imposto sobre os lucros declarados (Desai & Dharmapala, 2006). O TTVA mede a proporção de impostos pagos em relação ao valor total adicionado pela empresa. Essa métrica é útil para entender como a carga tributária se relaciona com a criação de valor da empresa, capturando um espectro mais amplo do impacto fiscal (Djankov et al., 2010).

A Proposta de Emenda Constitucional (PEC) 45/2019 é uma das iniciativas mais relevantes e abrangentes recentes para a reforma tributária no Brasil (Rossi, 2019). Representa o marco inicial de uma proposta abrangente e ambiciosa de reforma tributária no Brasil, com a implantação do IVA, que foi concretizada pela Emenda

Constitucional 132/2023. Dito isso, foi utilizada uma *dummy* antes e após a PEC, para testar as hipóteses dessa pesquisa. A legislação indica incentivos fiscais para determinados setores, dessa forma, para validação da H2, foi aplicada uma *dummy* para os setores afetados positivamente.

3.2.1 Variáveis de controle

O tamanho da firma é uma variável de controle crucial porque empresas maiores geralmente têm mais recursos e oportunidades para otimizar suas estratégias fiscais e de investimento. Empresas grandes também têm maior capacidade de absorver riscos associados a práticas de agressividade fiscal. Zimmerman (1983) argumenta que empresas maiores tendem a ter melhores oportunidades para a evasão fiscal devido a suas estruturas mais complexas e maiores recursos.

Desai e Dharmapala (2006) utilizam a rentabilidade como uma variável de controle para ajustar as diferenças na lucratividade entre empresas ao analisar a relação entre incentivos de alto poder e a evasão fiscal corporativa. A rentabilidade mede a eficiência da empresa em gerar lucros a partir de suas operações. É um importante indicador para controlar a lucratividade da empresa, que pode influenciar tanto a agressividade fiscal quanto as decisões de investimento.

A alavancagem indica o nível de endividamento da empresa em relação ao seu capital próprio. Empresas com altos níveis de alavancagem podem ter diferentes incentivos e restrições financeiras que afetam suas estratégias fiscais e de investimento. Frank et al. (2009) consideram o grau de alavancagem ao examinar a relação entre a agressividade na declaração de impostos e a agressividade na declaração financeira.

A importância do fluxo de caixa operacional é discutida como um fator determinante para o investimento, especialmente em contextos de restrição financeira (Almeida & Campello 2007). O fluxo de caixa operacional é uma medida da liquidez gerada pelas operações principais da empresa. É uma variável crítica para avaliar a capacidade da empresa de financiar novos investimentos sem recorrer a fontes externas de capital.

Djankov et al. (2010) analisam o impacto dos impostos corporativos no investimento e empreendedorismo, considerando o grau de endividamento como um fator influente. O grau de endividamento é semelhante ao grau de alavancagem, mas pode incluir uma visão mais detalhada das diferentes formas de dívida que a empresa possui. Controlar para o grau de endividamento ajuda a entender melhor como as políticas de capital afetam a agressividade fiscal e os investimentos.

O nível de governança corporativa é importante para controlar as práticas de supervisão e conformidade dentro da empresa. Empresas com melhores práticas de governança tendem a ter menor propensão para a agressividade fiscal e podem influenciar suas políticas de investimento. Hanlon e Slemrod (2009) discutem como a governança corporativa pode influenciar a percepção do mercado sobre a agressividade fiscal de uma empresa, refletindo-se nas reações dos preços das ações.

A inclusão da variável CRISE, representada por uma *dummy* o período de 2015 a 2016, justifica-se pela magnitude e especificidade da chamada Grande Recessão Brasileira, caracterizada por uma combinação atípica de contração prolongada do PIB, queda abrupta da taxa de investimento e aumento expressivo do desemprego. Como destacado por Oreiro (2017), o período foi marcado por um diagnóstico equivocado por

parte da política econômica, que adotou medidas pró-cíclicas em meio a um ambiente já adverso, aprofundando a recessão ao invés de mitigá-la. Além disso, estudos com o método do controle sintético (Balassiano 2018) mostram que, nesse período, o Brasil teve desempenho significativamente inferior ao seu contrafactual em indicadores como PIB, taxa de investimento e desemprego, evidenciando os efeitos adversos dessa crise sobre a dinâmica econômica e justificando sua inclusão no modelo. Esses achados reforçam a relevância empírica da variável *CRISE* como forma de capturar os efeitos de um choque econômico doméstico de natureza estrutural e não apenas cíclica, com impactos diretos sobre o comportamento de investimento das empresas.

Os estudos de Chytis e Kourdoumpalou (2021) e Makin e Layton (2021) são fundamentais para entender como crises financeiras podem alterar significativamente o comportamento corporativo, tanto em termos de gestão de resultados quanto de decisões de investimento. Ambos utilizam uma variável *dummy* para capturar os anos de crise financeira, foi replicado nessa pesquisa com o período da pandemia do COVID-19.

Quadro 1: Variáveis da pesquisa

Tipo de Variável	Variável	Descrição	Mensuração	Literatura	Sinal Esperado
Dependente	Δ ATIVO	Crescimento do Ativo	Δ Ativo: (Ativo_t - Ativo_t-1) / Ativo_t-1	Almeida e Campello (2007)	NA
Interesse	REF	Tramitação Reforma (PEC 45/19 - EC 132/23)	Dummy de tempo que assume valor 1 quando o ano for 2019 a 2023, 0 demais casos	Elaborada pela Autora	Negativo
	SETORB	Setores Incentivados pela Reforma	Dummy que assume valor 1 quando o setor for incentivado, 0 demais casos	Elaborada pela Autora	Positivo
	AF	Agressividade Fiscal	AF1 = TTVA AF2 = ETR	Desai e Dharmapala (2006); Goh et al. (2016); Marchesi e Zanoteli (2021); Rego e Wilson (2012)	Positivo
	REF*AF	Interação reforma e agressividade fiscal	REF x AF	Elaborada pela Autora	Positivo
	SETORB*AF	Interação setor e agressividade fiscal	SETOR x AF	Elaborada pela Autora	Positivo
Controle	TAM	Tamanho da Firma	Logaritmo natural do total da Receita	Almeida e Campello (2007); Desai e Dharmapala (2006); Frank et al. (2009); Goh et al. (2016); Hanlon e Slemrod (2009); Marchesi e Zanoteli (2021); Rego e Wilson (2012)	Positivo
	RET	Rentabilidade da Empresa	Logaritmo natural do lucro operacional	Desai e Dharmapala (2006); Frank et al. (2009); Goh et al. (2016); Hanlon e Slemrod (2009); Marchesi e Zanoteli (2021);	Positivo

			Rego e Wilson (2012)	
GAF	Grau de Alavancagem Financeira	Dívidas de longo prazo / Patrimônio Líquido	Desai e Dharmapala (2006); Djankov et al. (2010); Frank et al. (2009); Goh et al. (2016); Marchesi e Zanoteli (2021); Rego e Wilson (2012)	Negativo
FCO	Fluxo de Caixa Operacional	Dummy Fluxo de Caixa Operacional positivo	Jensen (1986); Desai e Dharmapala (2006); Djankov et al. (2010); Frank et al. (2009); Goh et al. (2016)	Positivo
END	Grau de Endividamento	Passivo Circulante + Passivo não Circulante / PL	Jensen (1986); Desai e Dharmapala (2006); Djankov et al. (2010); Frank et al. (2009)	Negativo
GOV	Nível de Governança Corporativa	Conforme o segmento na B3 dummy: 1 para Novo Mercado e 0 nos demais casos	Frank et al. (2009); Goh et al. (2016); Hanlon e Slemrod (2009)	Positivo
CRISE	Anos fortemente impactados pela grande recessão brasileira.	Dummy de tempo que assume valor 1 quando o ano entre 2015 a 2016, 0 demais casos	Balassiano (2018); Oreiro (2017)	Negativo
COVID	Anos fortemente impactados pela retração econômica decorrente da pandemia do COVID-19	Dummy de tempo que assume valor 1 quando o ano for 2020, 0 demais casos	Chytis e Kourdoumpalou (2021); Makin e Layton (2021)	Negativo

Fonte: Elaboração própria

As variáveis de controle, como tamanho da firma, rentabilidade, grau de alavancagem, fluxo de caixa operacional, tangibilidade dos ativos, grau de endividamento, nível de governança, crise e COVID-19, são essenciais para isolar os efeitos específicos das práticas de agressividade fiscal e garantir que os resultados dos estudos sejam robustos e confiáveis. A utilização dessas variáveis de controle é suportada por diversos estudos acadêmicos, que demonstram a importância dessas medidas para entender a complexa relação entre políticas fiscais, decisões de investimento e desempenho corporativo.

3.4 MODELO DE REGRESSÃO

Para os testes da evidência será empregado o modelo de regressão multivariada, conforme apresentado na equação abaixo.

$$\Delta ATIVO = \beta_0 + \beta_1 REF + \beta_2 SETORB + \beta_3 AF + \beta_4 REF * AF + \beta_5 SETORB * AF + \beta_6 TAM + \beta_7 RET + \beta_8 GAF + \beta_9 FCO + \beta_{12} END + \beta_{13} GOV + \beta_{14} CRISE + \beta_{15} COVID + \varepsilon_{it}$$

Onde, além das variáveis descritas nos tópicos anteriores:

β_0 : é o intercepto;

ε : Fatores residuais de erro;

i: Cada firma observada;

t: Tempo.

Para validar as hipóteses propostas, o modelo de regressão avaliou se o coeficiente $\beta_1 REF$, $\beta_4 REF * AF$ e $\beta_5 SETORB * AF$ das interações da REF e do setor com agressividade fiscal são estatisticamente significativos, apresentando um p-valor inferior a 0,10.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção tem como objetivo apresentar e discutir os principais resultados empíricos obtidos a partir dos modelos econométricos estimados via Stata, com base nos dados de empresas brasileiras listadas na B3 entre 2014 e 2023. O foco da análise é entender o efeito da reforma tributária e da agressividade fiscal sobre os investimentos empresariais e como se reflete nas empresas que tem previsão de algum benefício fiscal.

Na Tabela 5 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis do estudo.

Tabela 5: Estatísticas descritivas

Variable	N	Mínima	1º Quartil	Média	Desvio Padrão	3º Quartil	Máxima
Investimento	1761	- .999070 2	-.1795825	9.120503	116.7413	.0018012	3236.576
Reforma	1762	0	0	.591941	.4916137	1	1
Setor Beneficiado	1762	0	0	.593076	.4913999	1	1
Agr. Fiscal (TTVA)	1762	- 3509045	109.717	1649463	2.5900007	10909.96	7.20000000 8
Reforma x TTVA	1762	-138587	0	1560347	2.5900007	2321.028	7.20000000 8
Setor Ben. X TTVA	1762	- 3509045	0	77107.14	669556.3	807.395	1.89000000 7
Agr. Fiscal (ETR)	1762	- 97.6607 1	-.304618	.0098305	9.299711	-.0804314	330.997
Reforma x ETR	1762	- 31.6883 6	-.2252476	.1521276	8.966146	0	330.997
Setor Ben. X ETR	1762	- 20.3913 2	-.2403366	-.0041412	4.163639	0	167.8108
Tamanho	1762	- 1.28373 8	7.065229	9.405529	3.398237	11.7305	21.50578
Rentabilidade	1762	- 3.72970 2	4.947298	7.23443	3.414147	9.330564	19.80908

Alavancagem	1761	- 115.114 8	.2332108	2.914999	81.06912	1.215312	3393.022
Fluxo de Caixa Op	1762	0	1	.8444949	.3624884	1	1
Endividamento	1761	- 197.395 6	.5931625	3.878272	93.02268	2.053382	3887.847
Governança	1762	0	0	.5544835	.4971638	1	1

Fonte: Elaborada pela autora

As informações das estatísticas descritivas indicam grande heterogeneidade entre as variáveis. A variável dependente ATIVO, usada como proxy para investimento, apresenta alta dispersão (desvio padrão de aproximadamente 117), com valores extremos indicando presença de outliers. As variáveis dummies Reforma, Fluxo de Caixa e Governança possuem distribuição binária como esperado, com Reforma igual a 1 para observações após a reforma. As variáveis de interação, como Reforma x Agr. Fiscal e Setor Ben. x Agr. Fiscal, captam a interação entre a exposição à reforma tributária e os níveis de agressividade fiscal dos impostos sobre consumo (TTVA) e dos tributos sobre a renda (ETR), permitindo avaliar se os efeitos da reforma variam conforme o grau de agressividade fiscal das empresas. Variáveis de controle como tamanho da firma e rentabilidade também apresentam variabilidade significativa o que reforça a heterogeneidade do conjunto de dados analisado.

Tabela 6 e 7: Correlação entre variáveis

VARIÁVEIS	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-14
(1) Investimento	1.000													
(2) Reforma	0.053**	1.000												
(3) Setor Beneficiado	-0.009	-0.001	1.000											
(4) Agr. Fiscal (Imp. Consumo)	0.017	0.046*	0.071***	1.000										
(5) Reforma x Agr. Fiscal	0.017	0.050**	0.067***	0.999***	1.000									
(6) Setor Ben. x Agr. Fiscal	0.018	0.086***	0.095***	0.019	0.019	1.000								
(7) Tamanho	0.064***	0.185***	-0.022	0.205***	0.197***	0.231***	1.000							
(8) Rentabilidade	0.046*	0.206***	-0.014	0.198***	0.190***	0.224***	0.923***	1.000						
(9) Alavancagem	-0.001	0.020	0.019	-0.001	-0.001	0.045*	0.053**	0.053**	1.000					
(10) Fluxo de Caixa Operacional	-0.057**	-0.057**	0.078***	0.024	0.024	-0.015	0.025	0.007	0.009	1.000				
(11) Endividamento	-0.001	0.019	0.018	-0.001	-0.001	0.046*	0.056**	0.054**	1.000***	0.009	1.000			
(12) Governança	-0.014	0.020	0.173***	0.036	0.040*	0.021	0.236***	0.197***	0.024	0.044*	0.024	1.000		
(13) Recessão Brasileira	-0.032	0.663***	0.002	-0.030	-0.033	-0.061**	0.133***	0.146***	-0.013	0.066***	-0.012	-0.012	1.000	
(14) COVID	-0.041*	0.464***	-0.001	0.015	0.016	0.052**	0.061**	0.090***	-0.011	-0.040*	-0.010	0.018	0.308***	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Fonte: Elaboração própria.

[illegible]

(3) Setor Beneficiado	-0.009	-0.001	1.000												
(4) Agr. Fiscal (Imp. Renda)	-0.019	0.032	-0.002	1.000											
(5) Reforma x Agr. Fiscal	-0.021	0.014	-0.008	0.964***	1.000										
(6) Setor Ben. x Agr. Fiscal	0.002	0.027	-0.001	0.448***	0.451***	1.000									
(7) Tamanho	0.064***	0.185***	-0.022	0.056**	0.050**	0.026	1.000								
(8) Rentabilidade	0.046*	0.206***	-0.014	0.014	-0.006	-0.021	0.923***	1.000							
(9) Alavancagem	-0.001	0.020	0.019	-0.001	-0.002	-0.003	0.053**	0.053**	1.000						
(10) Fluxo de Caixa Operacional	-0.057**	-0.057**	0.078***	0.003	0.006	-0.003	0.025	0.007	0.009	1.000					
(11) Endividamento	-0.001	0.019	0.018	-0.001	-0.002	-0.003	0.056**	0.054**	1.000***	0.009	1.000				
(12) Governança	-0.014	0.020	0.173***	0.017	0.010	-0.031	0.236***	0.197***	0.024	0.044*	0.024	1.000			
(13) Recessão Brasileira	-0.032	0.663***	0.002	-0.027	-0.009	-0.015	0.133***	0.146***	-0.013	0.066***	-0.012	-0.012	1.000		
(14) COVID	-0.041*	0.464***	-0.001	0.055**	0.048**	0.042*	0.061**	0.090***	-0.011	-0.040*	-0.010	0.018	0.308***	1.000	

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Fonte: Elaboração própria.

As duas matrizes de correlação apresentadas evidenciam variações relevantes nos coeficientes quando se substitui a variável agressividade fiscal (impostos sobre consumo – AF1) por agressividade fiscal (impostos sobre a renda - AF2) como proxy de agressividade fiscal. Embora ambas mantenham uma estrutura geral semelhante, observa-se que AF1 apresenta correlação levemente maior com reforma e setor beneficiado em relação a AF2, sugerindo que a escolha da proxy pode afetar a intensidade das relações com variáveis institucionais e setoriais. As variáveis de interação Reforma_AF1 e Reforma_AF2 possuem correlação elevada com suas respectivas componentes, o que é esperado dada sua construção, mas ainda assim revelam padrões distintos de associação com variáveis como tamanho e rentabilidade. Essas diferenças reforçam a importância de analisar separadamente os modelos, uma vez que a substituição de AF1 por AF2 pode implicar em alterações nos resultados da regressão, tanto em magnitude quanto em significância estatística.

A manutenção das demais correlações em níveis semelhantes indica consistência estrutural nos controles aplicados. No entanto, a correlação quase perfeita entre AF1 e Reforma_AF1 (0,999 e 0,964) e entre alavancagem e endividamento (1,000) sugerem problemas potenciais de colinearidade, confirmados pela análise de VIF posteriormente.

Nas regressões iniciais com todas as variáveis (tabela completa), obteve-se um R² de apenas 1,69% (AF1) e 1,75% (AF2), sugerindo baixa capacidade explicativa do modelo linear. Observa-se significância estatística para variáveis como reforma (AF1 coef. = 20,09; p = 0,015 e AF2 coef. = 20,31; p = 0,013), tamanho, rentabilidade e fluxo de caixa. No entanto, os altos valores de VIF para

alavancagem e endividamento (> 1500) indicam multicolinearidade severa em ambos os modelos, comprometendo as inferências. A regressão alternativa com exclusão das variáveis colineares reduz o VIF médio para 2,43 (AF1) e 2,49 (AF2), melhorando a robustez estatística. A variável reforma permanece estatisticamente significativa (AF1 coef. = 20,40; $p = 0,013$ e AF2 coef. = 20,39; $p = 0,013$), reforçando a hipótese de que a reforma tributária afeta positivamente os investimentos.

Com o desígnio de tratar os possíveis *outliers* identificados na análise descritiva e trazer mais robustez aos resultados, foi realizada a transformação das variáveis principais para a escala logarítmica e estruturação dos dados em painel, os modelos com efeitos fixos e aleatórios foram estimados.

Tabela 8: Resultados do modelo em painel

VARIABLES	ATIVO_In					
	COEF 1	COEF 2	STD. Err. 1	STD. Err. 2	P-VALOR 1	P-VALOR 2
Reforma	-0.516**	0.210*	0.171	0.094	0.003	0.025
Agr. Fiscal (TTVA)	-0.128	-	0.069	-	0.064	0.978
Reforma x TTVA	0.111***	-	0.022	-	0.000	0.670
Sector Ben. X TTVA	-0.028	-	0.085	-	0.739	0.223
Agr. Fiscal (ETR)	-	0.004	-	0.133	-	-
Reforma x ETR	-	-0.058	-	0.135	-	-
Sector Ben. X ETR	-	0.170	-	0.139	-	-
Tamanho	0.441***	0.406***	0.073	0.068	0.000	0.000
Rentabilidade	-0.007	-0.018	0.034	0.038	0.845	0.640
Fluxo de Caixa	-0.211*	-0.145	0.099	0.098	0.033	0.140
Recessão BR	0.064	0.071	0.088	0.087	0.466	0.412
COVID	-0.304***	-0.320***	0.074	0.074	0.000	0.000
_cons	-3.000***	-3.603***	0.561	0.562	0.000	0.000
Observations	1,708	1,703				
Number of CNPJ	306	302				
R-squared	0,0711	0,0598				

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa

*** $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.01$

A especificação final do modelo foi estimada por meio de efeitos fixos para dados em painel, considerando como variável dependente o crescimento dos investimentos das empresas (aproximado pelo logaritmo natural do ativo total). A escolha do modelo de efeitos fixos foi confirmada pelo Teste de Hausman (AF1 $\chi^2(8) = 53,34$; $p < 0,0000$ e AF2 $\chi^2(8) = 51,88$; $p < 0,0000$) para ambos os modelos, que rejeitou a hipótese nula de que os efeitos individuais não estão correlacionados com as variáveis explicativas, indicando que os estimadores de efeitos fixos são mais apropriados e consistentes para a base analisada.

O Modelo 1, que utiliza a proxy AF1 (impostos sobre o consumo) para mensurar agressividade fiscal, apresentou um R^2 within de 0,0711, sugerindo que aproximadamente 7,11% da variação do investimento ao longo do tempo, dentro das empresas, é explicada pelas variáveis do modelo. A estatística F ($F(9, 1393) = 11,85$; $p < 0,0000$) indica significância global da regressão. Já o Modelo 2, que adota a proxy AF2 (impostos sobre o lucro), obteve um R^2 within de 0,0598, o que representa uma capacidade explicativa ligeiramente inferior (5,98%) para as variações de investimento intraempresa. Ainda assim, a estatística F ($F(9, 1392) = 9,83$; $p < 0,0000$) também confirma a significância conjunta dos regressores. A escolha da proxy mostrou-se relevante: enquanto no Modelo 1 a interação entre a variável reforma (que representa a introdução da reforma tributária sobre consumo) e a agressividade fiscal (REF_AF1) foi estatisticamente significativa e negativamente associada ao investimento, no Modelo 2 a interação equivalente (REF_AF2) não apresentou significância estatística. Esse resultado corrobora a coerência teórica da proxy AF1, uma vez que tanto ela quanto a variável reforma dizem respeito à tributação sobre consumo. Por outro lado, a proxy AF2, voltada à

agressividade sobre o lucro, não se alinha diretamente com o escopo da reforma analisada, o que pode explicar sua irrelevância estatística no contexto estudado.

Dentre os resultados mais relevantes, observa-se que a variável reforma, que representa o período de tramitação da Proposta de Emenda Constitucional da reforma tributária sobre o consumo, apresentou efeito negativo e estatisticamente significativo no Modelo 1 (coef. = $-0,5159$; $p = 0,003$), indicando que o anúncio ou debate da reforma, por si só, pode gerar incertezas institucionais ou retração nos investimentos empresariais, corroborando o proposto na Hipótese 1 (H1). Esse resultado é consistente com Desai e Hines. (2003), que destacam que reformas tributárias, quando acompanhadas de ambiguidade normativa ou indefinições regulatórias, tendem a inibir investimentos produtivos devido ao risco regulatório percebido. Da mesma forma, Auerbach e Hines. (1988) ressaltam que reformas frequentes ou imprevisíveis podem desestabilizar o ambiente de negócios e desestimular decisões de longo prazo. Já no Modelo 2, o coeficiente de reforma manteve a significância estatística (coef. = $-0,2098$; $p = 0,025$), porém com menor magnitude, sugerindo que os efeitos adversos da tramitação da reforma persistem, mas variam conforme a proxy de agressividade fiscal considerada.

A agressividade fiscal medida por AF1 (impostos sobre consumo) também demonstrou efeito negativo e marginalmente significativo no Modelo 1 (coef. = $-0,1277$; $p = 0,064$), indicando que empresas mais agressivas na elisão de tributos sobre consumo tendem a investir menos. Esse resultado pode refletir estratégias voltadas à maximização de caixa no curto prazo, em detrimento de decisões de investimento produtivo, como também sugerido por Frank et al. (2009), que observam que empresas com políticas fiscais mais agressivas frequentemente

adotam posturas conservadoras em relação a investimentos. Rego e Wilson (2012) acrescentam que tais práticas, embora reduzam o ônus tributário, podem aumentar a percepção de risco, inibindo investimentos substanciais. Por outro lado, a proxy alternativa AF2, que representa a agressividade fiscal sobre impostos sobre o lucro, não apresentou significância estatística (coef. = 0,0036; $p = 0,978$) no Modelo 2, o que reforça que AF1 é mais sensível e alinhada ao contexto da reforma, uma vez que reforma trata especificamente de tributos sobre consumo.

A interação entre reforma e agressividade fiscal (REF_AF) foi positiva e estatisticamente significativa (coef. = 0,1113; $p = 0,000$), oferecendo suporte empírico à Hipótese 3 (H3), ao sugerir que a reforma tributária tem impacto mais acentuado sobre os investimentos de empresas com maior agressividade fiscal sobre o consumo. Esse resultado sugere que, durante o período de tramitação da reforma tributária, empresas mais agressivas na elisão de tributos sobre o consumo investiram relativamente mais do que as demais. Uma possível explicação é que a agressividade fiscal tenha funcionado como um mecanismo estratégico de compensação, permitindo a essas empresas mitigar os efeitos da incerteza regulatória sobre sua estrutura de custos e margens. Esse comportamento é coerente com Desai e Dharmapala (2006), que argumentam que empresas respondem a choques regulatórios ajustando suas práticas fiscais como forma de suavizar impactos operacionais. Além disso, Martinez e da Silva (2018) indicam que, em ambientes de maior risco institucional, empresas com estrutura fiscal mais flexível podem responder de forma mais ativa, alocando recursos para manter competitividade mesmo diante de reformas tributárias. No Modelo 2, por outro lado, a interação REF_AF2 (impostos sobre a renda) não foi estatisticamente significativa

($p = 0,670$), o que reforça o desalinhamento dessa proxy com o objeto da reforma em análise.

A variável tamanho da empresa apresentou coeficiente positivo e altamente significativo em ambos os modelos (Modelo 1: coef. = 0,4406; $p < 0,000$ | Modelo 2: coef. = 0,4059; $p < 0,000$), confirmando que firmas maiores investem mais, em linha com a literatura que associa maior porte a menores restrições financeiras, menor assimetria de informação e maior capacidade de captar recursos (Almeida & Campello, 2007; Zimmerman, 1983).

O Fluxo de Caixa Operacional apresentou efeito negativo e estatisticamente significativo apenas no Modelo 1 (coef. = $-0,2108$; $p < 0,033$). No Modelo 2, embora o sinal tenha se mantido negativo (coef. = $-0,1448$), o resultado não foi estatisticamente significativo ($p = 0,140$). Esse comportamento, parcialmente robusto, pode ser interpretado à luz da teoria do free cash flow, de Jensen (1986), segundo a qual, na ausência de pressões externas, como restrições financeiras ou exigências de mercado, gestores tendem a reter liquidez e adiar decisões de investimento, mesmo com disponibilidade de caixa. A perda de significância no segundo modelo pode indicar que, quando a agressividade fiscal é medida com base nos tributos sobre o lucro (AF2), a relação entre caixa e investimento se torna menos clara, sugerindo que a proxy de elisão adotada afeta a dinâmica entre liquidez e alocação de capital.

A variável que representa o período da Grande Recessão Brasileira (2015–2016), apresentou coeficiente positivo e não significativo em ambos os modelos (Modelo 1: coef. = 0,0643; $p = 0,466$ | Modelo 2: coef. = 0,0710; $p = 0,412$). Isso

pode ser atribuído ao caráter nacional, gradual e setorialmente desigual dessa recessão, que, embora profunda, permitiu às empresas maior capacidade de adaptação e reestruturação ao longo do período. Em contraste, a variável COVID apresentou efeito negativo, porém expressivo e estatisticamente significativo em ambos os modelos (Modelo 1: coef. = $-0,3039$; $p < 0,000$ | Modelo 2: coef. = $-0,3203$; $p < 0,000$), confirmando que choques globais abruptos afetam de forma mais intensa e uniforme o comportamento de investimento, enquanto crises econômicas domésticas, ainda que severas, tendem a produzir efeitos menos homogêneos e mais difusos no curto prazo. Esse resultado reforça os achados de Chytis e Kourdoumpalou (2021) e Makin e Layton (2021), que observaram que eventos de crise global reduzem a propensão das empresas a investir, seja por incerteza macroeconômica, seja por restrições financeiras diretas.

Por fim, variáveis como rentabilidade e interação de setor beneficiado com agressividade fiscal não apresentaram significância estatística nos modelos, invalidando a Hipótese 2 (H2). Isso sugere que, durante o período de tramitação da reforma, não houve diferença significativa de comportamento de investimento entre setores mais ou menos favorecidos por regimes fiscais diferenciados.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo investigar os impactos da tramitação da Reforma Tributária brasileira (EC 132/2023) e da agressividade fiscal sobre os investimentos realizados pelas empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2014 a 2023, e, averiguar se os incentivos fiscais previstos para alguns segmentos teriam alguma relevância na decisão de investir. Utilizando modelos econométricos em painel com efeitos fixos, foram avaliadas variáveis de interesse e controle, com destaque para a interação entre o contexto regulatório tributário e estratégias fiscais corporativas.

Os principais resultados indicaram que a mera tramitação da reforma (representada pela variável REF) tem impacto negativo e estatisticamente significativo sobre o investimento das empresas, sinalizando que a incerteza normativa pode desestimular a alocação de capital produtivo, conforme alertam Desai e Hines. (2003) e Auerbach e Hines (1988). A agressividade fiscal, medida por indicadores consolidados na literatura, também apresentou relação negativa com os investimentos, indicando que estratégias focadas na redução da carga tributária podem limitar a propensão ao investimento, especialmente em contextos de elevado risco regulatório (Frank et al., 2009; Rego e Wilson, 2012).

No entanto, a interação entre as variáveis reforma e a agressividade fiscal (REF_AF1) revelou um efeito positivo, indicando que empresas com maior agressividade fiscal sobre o consumo podem se adaptar melhor ou buscar neutralizar os impactos negativos da reforma sobre sua estrutura de capital, como sugerem Desai e Dharmapala (2006) e Martinez e Silva (2018). Esses achados

evidenciam que a agressividade fiscal pode funcionar como uma estratégia reativa diante de alterações institucionais.

Por fim, as interações com setores beneficiados e com regimes diferenciados (SETORB_AF) não apresentaram significância estatística, não confirmando a Hipótese 2 (H2). Isso sugere que, no curto prazo, os incentivos setoriais não foram suficientes para alterar significativamente o comportamento de investimento das empresas durante o período de tramitação da reforma tributária.

Em síntese, os achados reforçam que o ambiente institucional e tributário exerce influência direta sobre as decisões de investimento, especialmente quando associado à percepção de risco e à exposição das firmas a regimes fiscais potencialmente alterados por reformas estruturais. A agressividade fiscal, nesse contexto, pode funcionar tanto como estratégia defensiva quanto como variável de risco, a depender da natureza da política tributária em discussão.

Além dos achados apresentados, é importante destacar alguns fatores que têm limitado os investimentos corporativos durante a transição para o novo sistema tributário. A tramitação da EC 132/2023, ao mesmo tempo em que trouxe a expectativa de simplificação e neutralidade, gerou um período de incerteza normativa que postergou decisões de alocação de capital, conforme indicado pelos resultados empíricos desta pesquisa. Esse ambiente de indefinição é reforçado pelo cronograma de implementação gradual do Imposto sobre Bens e Serviços (IBS) e da Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS), previsto para o período de 2026 a 2032, o que mantém elevado o grau de cautela dos agentes econômicos.

Outro fator relevante é a previsão de alíquotas elevadas para o novo IVA, ainda não fixadas de forma definitiva, mas com estimativas que indicam patamares

superiores à média internacional e ao aplicado atualmente sobre o consumo interno. Tal perspectiva aumenta a percepção de risco de majoração da carga tributária, reduzindo a atratividade dos investimentos no curto prazo e pressionando a competitividade das empresas brasileiras frente a players globais.

Os riscos regulatórios permanecem igualmente significativos, sobretudo pela necessidade de constante adaptação às regras de transição e aos regimes diferenciados. A própria EC 132/2023, art. 9º prevê reduções e isenções setoriais que dependem de regulamentação infraconstitucional, enquanto a LC 214/2025, detalha reduções de 30% e 40% para setores específicos, sem afastar a possibilidade de futuras revisões. Esse quadro gera insegurança jurídica, uma vez que a carga tributária efetiva pode variar conforme alterações legislativas ou decisões interpretativas da administração tributária. Tal risco é amplificado pelo potencial contencioso em torno da definição da cesta básica nacional de alimentos (EC 132/2023, art. 8º) e pela operacionalização de regimes especiais, como os de serviços financeiros e planos de saúde (EC 132/2023, art. 10º; LC 214/2025, arts. 181 a 243).

No que tange às etapas futuras, ressalta-se que a transição terá fases críticas, incluindo: (i) a instituição da CBS e do IBS em caráter experimental em 2026; (ii) a convivência entre o sistema atual e o novo modelo no período de 2027 a 2032; e (iii) a plena substituição dos tributos atuais pelo modelo dual de IVA a partir de 2033. Cada uma dessas etapas tende a produzir impactos distintos sobre os investimentos, tanto pelo efeito da duplicidade de regimes quanto pela adaptação dos sistemas empresariais de apuração e crédito tributário.

Assim, conclui-se que, embora a reforma tributária represente um avanço na racionalização do sistema, sua fase de transição é marcada por incertezas que têm restringido os investimentos. Os riscos regulatórios associados à complexidade da implementação, às previsões de alíquotas potencialmente elevadas e à possibilidade de alterações normativas reforçam a necessidade de estabilidade institucional e previsibilidade fiscal como condições indispensáveis para que a reforma cumpra plenamente seus objetivos de fomentar o crescimento econômico e estimular o investimento produtivo no país.

Do ponto de vista acadêmico, a presente dissertação contribui para a literatura ao integrar, de forma inédita no contexto brasileiro, tramitação da reforma tributária, comportamento fiscal corporativo e decisões de investimento. A análise empírica amplia o entendimento sobre como as empresas se comportam diante de incertezas regulatórias e lança luz sobre a importância de políticas fiscais mais previsíveis e equilibradas.

Como limitação, destaca-se a indisponibilidade de variáveis de natureza qualitativa, como a percepção dos gestores sobre o risco regulatório, bem como a ausência de uma delimitação mais precisa dos efeitos intertemporais da reforma, que ainda está em fase de implementação. Diante disso, sugere-se como agenda para pesquisas futuras, investigar o impacto das etapas posteriores da reforma tributária, incluindo a efetiva aplicação do IVA e as leis complementares que detalham o novo sistema; avaliar os efeitos diferenciados por setor econômico, especialmente considerando os segmentos com regimes tributários especiais;

Dessa forma, espera-se que os achados aqui apresentados possam subsidiar futuras discussões acadêmicas e decisões estratégicas de gestores,

formuladores de políticas públicas e demais *stakeholders* interessados na promoção de um ambiente tributário mais estável, competitivo e propício ao investimento.

REFERÊNCIAS

- Alcântara, H. M. B., Bispo, J. de. S., Rocha, J. S. da., & Silva, A. C. R. Da. (2023). Investimento estrangeiro e agressividade fiscal das companhias listadas no Brasil, bolsa, balcão. *Revista de Gestão e Secretariado*, 14(2), 1433-1449. <https://doi.org/10.7769/gesec.v14i2.1623>
- Allingham, MG, & Sandmo, A. (1972). Income tax evasion: A theoretical analysis. *Journal of public economics*, 1(3-4), 323-338. [https://doi.org/10.1016/0047-2727\(72\)90010-2](https://doi.org/10.1016/0047-2727(72)90010-2)
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Andrikopoulos, A. A., Brox, J. A., & Georgakopoulos, T. A. (1993). A short-run assessment of the effects of VAT on consumption patterns: the Greek experience. *Applied Economics*, 25(5), 617–626. <https://doi.org/10.1080/000368493000000006>
- Auerbach, A. J., & Hines Jr, J. R. (1988). Investment tax incentives and frequent tax reforms. *The American Economic Review*, 78(2), 211–216. <http://www.jstor.org/stable/1818125>
- Auriol, E., & Warlters, M. (2012). The marginal cost of public funds and tax reform in Africa. *Journal of Development Economics*, 97(1), 58-72. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2011.01.003>
- Balakrishnan, K., Core, J. E., & Verdi, R. S. (2014). The relation between reporting quality and financing and investment: Evidence from changes in financing capacity. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 1-36. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12031>
- Balassiano, M. G. (2018, dezembro 11-14). *Recessão Brasileira (2014-2016): Uma análise por meio do método do Controle Sintético do PIB, PIB per capita, Taxa de Investimento e Taxa de Desemprego*. XLVI Encontro Nacional de Economia, ANPEC, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review*, 81(5), 963–982. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.963>
- Boeters, S., Böhringer, C., Büttner, T., & Kraus, M. (2010). Economic effects of VAT reforms in Germany. *Applied Economics*, 42(17), 2165-2182. <https://doi.org/10.1080/00036840701857952>

- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. (2023) *Emenda Constitucional nº 132, de 20 de dezembro de 2023*. Altera o Sistema Tributário Nacional. Diário Oficial da União, de 21/12/2023, 1. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc132.htm
- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. (2025). *Lei Complementar nº 214, de 16 de janeiro de 2025*. Institui o Imposto sobre Bens e Serviços (IBS), a Contribuição Social sobre Bens e Serviços (CBS) e o Imposto Seletivo (IS); cria o Comitê Gestor do IBS e altera a legislação tributária.
- Cai, J., & Harrison, A. (2011). The value-added tax reform puzzle [Working Paper No.17532]. *National Bureau of Economic Research*.
- Cheng, M., Dhaliwal, D., & Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.03.001>
- Chytis, E., & Kourdounpalou, S. (2021, December 17-18). *Tax treatment of losses during the COVID-19 Crisis: a preliminary analysis of the commission recommendation 2021/801*. 20th Annual Conference of the Hellenic Finance and Accounting Association, Thessaloniki. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4005173>
- Cummins, J. G., Hassett, K. A., & Hubbard, R. G. (1996). Tax reforms and investment: A cross-country comparison. *Journal of Public Economics*, 62(1-2), 237-273. [https://doi.org/10.1016/0047-2727\(96\)01580-0](https://doi.org/10.1016/0047-2727(96)01580-0)
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145-179. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.02.002>
- Desai, M. A., & Hines Jr, J. R. (2003). Evaluating international tax reform. *National Tax Journal*, 56(3), 487-502. <https://doi.org/10.17310/ntj.2003.3.03>
- Di John, J. (2007): The political economy of taxation and tax reform in developing countries, In Ha-Joon. Chang, *Institutional Change and Economic Development* (pp. 135-1550). Anthem Press
- Djankov, S., Ganser, T., McLiesh, C., Ramalho, R., & Shleifer, A. (2010). The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(3), 31-64.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1987). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 141-206. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- Frank, M. M., Lynch, L. J., & Rego, S. O. (2009). Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*, 84(2), 467-496. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.2.467>
- Giles, C., & Johnson, P. (1994). Tax Reform in the UK and Changes in the Progressivity of the Tax System, 1985–95. *Fiscal Studies*, 15(3), 64-86. <https://doi.org/10.1111/j.1475-5890.1994.tb00204.x>

- Goh, B. W., Lee, J., Lim, C. Y., & Shevlin, T. (2016). The effect of corporate tax avoidance on the cost of equity. *The Accounting Review*, 91(6), 1647-1670. <https://doi.org/10.2308/accr-51432>
- Hanlon, M., & Slemrod, J. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public economics*, 93(1-2), 126-141. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2008.09.004>
- Homma, M. (1992). Tax reform in Japan. In T. Ito & A. O. Krueger, *The political economy of tax reform* (Vol.1 de National Bureau of Economic Research East Asia Seminar on Economics, pp. 69-95). University of Chicago Press
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60. <https://doi.org/10.2307/2937905>
- Howell, A. (2016). Firm R&D, innovation and easing financial constraints in China: Does corporate tax reform matter?. *Research Policy*, 45(10), 1996-2007. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2016.07.002>
- Hubbard, R. G. (1998). Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193-225. <http://www.jstor.org/stable/2564955>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Liu, Q., & Lu, Y. (2015). Firm investment and exporting: Evidence from China's value-added tax reform. *Journal of International Economics*, 97(2), 392-403. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2015.07.003>
- Makin, A. J., & Layton, A. (2021). The global fiscal response to COVID-19: Risks and repercussions. *Economic Analysis and Policy*, 69, 340-349. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2020.12.016>
- Marchesi, R. F., & Zanoteli, E. J. (2021). Agressividade fiscal e investimentos no mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 13(3), 065-083. <https://doi.org/10.14392/asaa.2020130304>
- Martinez, A. L., & da Silva, R. (2018). Restrição Financeira e Agressividade Fiscal nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 065-083. <https://asaa.emnuvens.com.br/asaa/article/view/395>
- McNichols, M. F., & S. R. Stubben. (2008). Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.6.1571>
- Minton, B. A., & C. Schrand. (1999). The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Costs of Debt and Equity Financing. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423-460. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00042-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00042-2)

- Oreiro, J. L. (2017). A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudos Avançados*, 31(89), 75-88. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890009>
- Rao, M. G. (2000). Tax reform in India: Achievements and challenges. *Asia Pacific Development Journal*, 7(2), 59-74.
- Rego, S. O., & Wilson, R. (2012). Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 775-810. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00438.x>
- Robinson, J. R., Sikes, S. A., & Weaver, C. D. (2010). Performance measurement of corporate tax departments. *The Accounting Review*, 85(3), 1035-1064. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.3.1035>
- Rodríguez, M., Robaina, M., & Teotónio, C. (2019). Sectoral effects of a green tax reform in Portugal. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 104, 408-418. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2019.01.016>
- Rossi, B. (2019). *Proposta de Emenda à Constituição nº 45, de 2019*. Altera o Sistema Tributário Nacional e dá outras providências. Câmara dos Deputados. <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2196833>
- Scholes, M. S., Wilson, G. P., & Wolfson, M. A. (1990). Tax planning, regulatory capital planning, and financial reporting strategy for commercial banks. *The Review of Financial Studies*, 3(4), 625-650. <https://doi.org/10.1093/rfs/3.4.625>
- Shackelford, D. A., & Shevlin, T. (2001). Empirical tax research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 321-387. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00022-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00022-2)
- Slemrod, J. (2004). The economics of corporate tax selfishness. *National Tax Journal*, 57(4), 877-899. <https://doi.org/10.17310/ntj.2004.4.06>
- Zhang, L., Chen, Y., & He, Z. (2018). The effect of investment tax incentives: evidence from China's value-added tax reform. *International Tax and Public Finance*, 25, 913-945. <https://doi.org/10.1007/s10797-017-9475-y>
- Zimmerman, J. L. (1983). Taxes and firm size. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 119-14. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90008-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90008-3)