

# I WORKSHOP

DE CONTABILIDADE E TRIBUTAÇÃO



## Como as empresas se financiam?

---

PROF. DR. AMAURY JOSE REZENDE – FEARP/USP

# Agenda

---

Motivações

Questão de Pesquisa

Objetivos

Metodologia

Métodos e Modelos

Resultados Empíricos

Considerações Finais

# Motivações

---

É possível supor que as empresas têm incentivos para utilizarem os tributos como parte de suas estratégias de financiamento e investimentos:

- I. A captação de recursos junto às instituições financeiras tem custos altos (devido às altas taxas). Medeiros e Daher (2005)
- II. Não há um mercado privado de crédito tão abundante, comparativamente com outros países;
- III. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) fomenta o desenvolvimento das empresas pela concessão de empréstimos com taxas de juros subsidiadas (Valle, 2008; Lucinda e Saito, 2002).
- IV. A concessão de crédito para as empresas realizarem investimentos depende de garantias reais.
- V. Não há crédito disponível para atender todas as demandas das empresas.

# Motivações

---

- I. Os governos (federal, estadual e municipal) têm institucionalizado uma prática política de parcelamento dos tributos (REFIS).
- II. Os programas de parcelamento têm custos inferiores aos custos dos recursos obtidos no mercado privado (dilatação de prazos e perdão dos juros e multas);
- III. O governo federal tem instituído políticas de desoneração fiscal;
- IV. Não há incentivos para pequenas e médias empresas captarem recursos no mercado de capitais;
- V. A captação de recursos no mercado de capitais tem custos: comissões pagas aos coordenadores da oferta, custos de registro, advogados, auditores e despesas com divulgação.

# Questão de pesquisa

---

Considerando que as evidências da literatura são poucas sobre o papel dos incentivos fiscais, a questão central desta pesquisa dedica-se ao estudo dos impactos dos benefícios fiscais sobre as decisões das empresas:

- I. A concessão de subvenções governamentais (incentivos fiscais) afeta (impacta) os indicadores de geração de valor das firmas?
- II. Se afirmativo, quais são os efeitos sobre os indicadores de destinação (políticas) de valor das firmas?

# Objetivos

---

## Geral

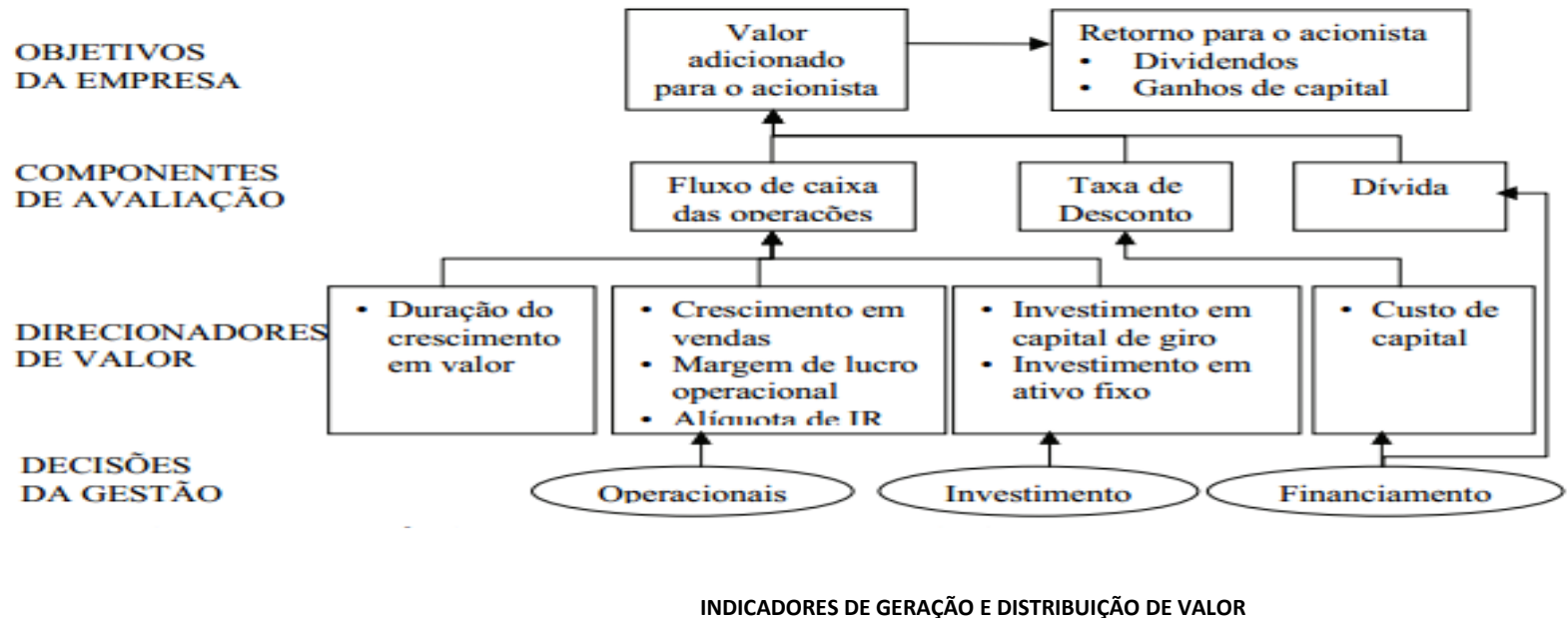
- I. **Investigar se existe alguma relação entre os benefícios fiscais (subvenções governamentais) e as decisões corporativas** (operacionais, de investimento, de financiamento e de distribuição de resultados).

## Específicos

- I. **Identificar quais são os benefícios fiscais** que são usufruídos pelas empresas brasileiras;
- II. **Analisar os impactos das políticas fiscais de parcelamento de tributos** (REFIS) e os programas governamentais de créditos subsidiados (BNDES) sobre as decisões e políticas corporativas das empresas;
- III. **Testar a aderência dos modelos propostos** na avaliação dos impactos dos benefícios fiscais sobre as decisões e políticas corporativas das empresas e
- IV. **Explorar a mensuração do nível de agressividade no planejamento tributário** das empresas pelo volume de passivos contingentes fiscais divulgados em notas explicativas.

# Base teórica

Processo de cálculo de valor e formulação de estratégias - Rappaport (2001)



# Modelo

$$IndValor(G/D)_{i,j,t} = \beta_1 SUBV_{i,t} + \beta_2 PT_{i,t} + \beta_3 Controles_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{it} + v_{i,j,t}$$

**MARGEM BRUTA** – avaliou se a criação de valor, pelas operações ordinárias, foi impactada positivamente pelos benefícios fiscais;

**MARGEM LÍQUIDA** – buscou avaliar se a criação de valor, pelas atividades financeiras e não recorrentes, foi impactada positivamente pelos benefícios fiscais;

**RETORNO SOBRE ATIVO TOTAL** – avaliou se a criação de valor pelas operações ordinárias e o crescimento das operações ponderado pelo ativo total foi impactada positivamente pelos benefícios fiscais;

**RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO** – avaliou se a criação de valor líquida, ponderada pelo patrimônio líquido e os aportes de recursos feitos pelos sócios, foi impactada positivamente pelos benefícios fiscais, e

**VALOR ADICIONADO BRUTO** – avaliou se a criação de valor agregada, ponderada pelo ativo total, foi impactada positivamente pelos benefícios fiscais.

**ROA** - lucro antes do resultado financeiro dividido pelo ativo total.

**ROE** - lucro líquido dividido pelo Patrimônio Líquido.

Indicadores  
de geração  
de valor





# Modelo

$$IndValor(G/D)_{i,j,t} = \beta_1 SUBV_{i,t} + \beta_2 PT_{i,t} + \beta_3 Controles_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{it} + v_{i,j,t}$$

Investimento de  
curto prazo



**CAPITAL CIRCULANTE LÍQUIDO** = avaliou se o capital de giro (CCL = AC-PC) da empresa foi impactado positivamente pelos benefícios fiscais;

**FLUXO DE CAIXA DAS OPERAÇÕES** = avaliou se as entradas e saídas do fluxo caixa foram impactadas positivamente pelos benefícios fiscais;

**SALDO FINAL DO FLUXO DE CAIXA TOTAL** = avaliou se o capital de giro disponível da empresa foi impactado positivamente pelos benefícios fiscais.

Investimentos de  
longo prazo em  
ativos fixos (estrutura  
operacional)



**FLUXO DE CAIXA DE INVESTIMENTO** = avaliou se as entradas e saídas do fluxo foram impactadas positivamente pelos benefícios fiscais;

# Modelo

$$IndValor(G/D)_{i,j,t} = \beta_1 SUBV_{i,t} + \beta_2 PT_{i,t} + \beta_3 Controles_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{it} + v_{i,j,t}$$

---

Políticas de  
financiamento



**FLUXO DE CAIXA DE FINANCIAMENTO** = avaliou se as entradas e saídas do fluxo foram impactadas positivamente pelos benefícios fiscais, e

**GRAU DE ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO** = avaliou se o grau de endividamento de longo prazo foi impactado negativamente pelos benefícios fiscais.

Políticas de  
remuneração dos  
acionais



**REMUNERAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO** = avaliou se os pagamentos divulgados na demonstração do valor adicionado foram impactados positivamente pelos benefícios fiscais.

# Metodologia de pesquisa

---

Análise documental das demonstrações contábeis e das respectivas notas explicativas

- CVM – Comissão de Valores Mobiliários,
- Período de 2011 a 2013
- Empresas que usufruem de subvenções (incentivos e benefícios fiscais), segmentação do tipo e natureza de benefícios fiscais usufruídos;
- Análise do nível de agressividade fiscal das empresas brasileiras,
  - Passivos fiscais contingentes (tributários), classificados como “riscos de perda provável, possível e remoto”.

Análise estatística dos dados

- Análise de dados em painel (GUJARATI, 2006; FÁVERO et al, 2009)
- Teste de LM de Breusch-Pagan
- Teste de Hausman

# Amostra de trabalho

---

Amostras	Empresas	Observações
Total de empresas	653	1959
Financeiras e não financeiras (1)	396	1188
Empresas não financeiras (2)	314	943
Empresas IBRX-100 (3)	108	324

(1) Foram eliminadas as empresas de participações (holding) e as empresas que apresentaram ausência de dados (ativos e receitas igual a "0"), mas não foram eliminados os *outliers*.

(2) Foram eliminadas as empresas financeiras e as de participações (holding).

(3) Consideraram-se apenas as empresas mais negociadas do IBRX-100.

# Ativo por tipo de atividade

Atividades	2013	2012	2011	Total
Comércio	679,049,863.00	1,148,785,306.00	850,678,623.00	2,678,513,792.00
Diversos	208,422,466.00	215,660,564.00	206,320,312.00	630,403,342.00
Indústria	3,823,716,683.00	3,458,152,719.00	2,929,655,769.00	10,211,525,171.00
Serviços	7,920,164,428.00	7,459,305,760.00	4,988,701,394.00	20,368,171,582.00
<b>Total Geral</b>	<b>12,631,353,440.00</b>	<b>12,281,904,349.00</b>	<b>8,975,356,098.00</b>	<b>33,888,613,887.00</b>
Taxa de Crescimento %	2.85%	36.84%	-	-

# Ativos das empresas pesquisadas – IBRX

Ramo	2011	2012	2013
Comércio	411,189,441.00	675,855,788.00	140,864,789.00
Diversos	51,159,085.00	67,451,103.00	69,176,851.00
Indústria	1,293,357,874.00	1,607,831,669.00	1,760,142,272.00
Serviços	3,234,188,971.00	3,762,086,786.00	4,078,380,302.00
<b>Total (IBRX)<sup>1</sup></b>	<b>4,989,895,371.00</b>	<b>6,113,225,346.00</b>	<b>6,048,564,214.00</b>
<b>Total Geral<sup>2</sup></b>	<b>8,975,356,098.00</b>	<b>12,281,904,349.00</b>	<b>12,631,353,440.00</b>
%	55.60%	49.77%	47.89%

# Análise descritivas

## (1800 notas explicativas)

---

- Das empresas analisadas constataram que :
  - 38% usufruem de algum tipo de incentivos fiscais;
    - Há mais de 80 tipos de incentivos fiscais, em mais de 15 Estados;
  - Mais de 50% possuem financiamentos com o BNDES;
  - Mais de 50% possuem Parcelamento Fiscal (REFIS);
  - 61% possuem Passivos Contingentes Fiscais (litígio)
    - Os Passivos fiscais totalizam R\$ 837 bilhões

# Análise descritivas (1800 notas explicativas)

## Diversidade tributária

Há mais de 80 tipos de benefícios fiscais no Brasil

### Relação de incentivos fiscais usufruídos pelas empresas brasileiras entre 2011 e 2013

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

42,3% das empresas pesquisadas tiveram acesso ao Refis entre 2011 e 2013

41,2% das empresas pesquisadas tiveram acesso a empréstimos do BNDES

38% das empresas eram beneficiadas por alguma renúncia fiscal

16% das empresas tiveram acesso ao "combo" BNDES, Refis e benefício tributário

# Relação dos incentivos fiscais identificados

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



# Passivos fiscais contingentes (milhões de reais)

Ano		2013	2012	2011	Média
Passivos C. Prováveis	R\$	125,998,013.07	141,343,871.30	125,999,555.77	131,113,813.38
	N.º Empresas	346	348	340	345
Passivos C. Possíveis	R\$	757,124,831.20	778,795,375.34	538,238,052.34	691,386,086.29
	N.º Empresas	335	307	303	315
Passivos C. Remoto	R\$	14,603,446.00	28,214,559.09	2,491,736.00	15,103,247.03
	N.º Empresas	32	80	29	47
Total	R\$	897,726,290.27	948,353,805.73	666,729,344.11	<u>837,603,146.70</u>
	N.º Empresas	403	396	384	394

# Modelos

---

Para realizar as análises empíricas foram utilizados três modelos:

1. Modelo de regressão logística – que teve como finalidade identificar se há características determinantes nas empresas que usufruem de subvenções governamentais;
2. Modelo de regressão de dados em painel (1) – que buscou analisar se há correlação entre os indicadores de geração de valor e as subvenções governamentais das empresas;
3. Modelo de regressão de dados em painel (2) – que buscou analisar se há correlação entre os indicadores de destinação de valor e as subvenções governamentais das empresas.

# Análise comparativa de correlação das variáveis

	Observações	1188	943	324
		<b>SUBV</b>	<b>SUBV</b>	<b>SUBV</b>
	SUBV	1.000	1.000	1.000
<b>Ind. Geração de Valor</b>	ROA	<b>0.1423*</b>	<b>0.1288*</b>	<b>0.1555*</b>
	ROE	<b>0.2708*</b>	<b>0.2564*</b>	<b>0.1434*</b>
	LB	<b>0.2515*</b>	<b>0.2545*</b>	<b>0.2370*</b>
	LL	<b>0.1591**</b>	<b>0.1468**</b>	<b>0.1525*</b>
	VAB	<b>0.3437*</b>	<b>0.3598*</b>	<b>0.3439*</b>
<b>Ind. Destinação de Valor</b>	CCL	0.0694	0.0465	-0.0102
	SFCX	-0.0585	-0.0831	0.0526
	FCXOP	<b>0.2912*</b>	<b>0.2876*</b>	<b>0.2659*</b>
	FCXINV	0.0252	0.052	<b>-0.1128**</b>
	FCXFIN	<b>-0.2693*</b>	<b>-0.2808*</b>	<b>-0.1299**</b>
	REMCP	<b>0.1681**</b>	<b>0.1550**</b>	<b>0.1496*</b>
	ENDLP	<b>-0.1477**</b>	<b>-0.2120*</b>	-0.0234
<b>Variáveis de Controle</b>	BTD	<b>0.1730**</b>	<b>0.2043**</b>	<b>0.1503*</b>
	BNDES	0.0613	0.0328	<b>0.2191*</b>
	REFIS	0.0339	0.0326	<b>0.0944***</b>
	PVFISCAL	0.108	0.1028	0.0812
	PCPSS	<b>0.1261***</b>	<b>0.1949**</b>	<b>0.1331**</b>
	TAM	0.0898	<b>0.1440**</b>	0.0871
	CTA	0.095	<b>0.1492**</b>	0.0657

## MODELO DE REGRESSÃO LOGÍSTICA

	<i>Pooled</i>	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos
	Coef.	Coef.	Coef.
<b>IDADE</b>	<b>0.015***</b>	<b>0.066*</b>	<b>3.033*</b>
	0.066	0.024	0.619
<b>BIG4</b>	<b>1.238*</b>	<b>3.365*</b>	
	0.005	0.745	
<b>TAM</b>	<b>0.155*</b>	<b>0.408*</b>	1.256
	3.365	0.148	1.192
<b>GIRO ATIVO</b>	<b>0.919**</b>	<b>1.398*</b>	<b>9.238**</b>
	0.000	0.360	3.937
<b>PFC</b>	<b>-0.680*</b>	<b>-0.771***</b>	1.812
	0.408	0.449	4.450
PTJSCP	27.055**	25.006	-136.255
	0.006	25.828	152.219
<b>REMCP</b>	<b>0.296***</b>	0.364	-13.285
	1.398	0.334	22.633
BTD	-0.057	-0.130	-0.600
	0.000	0.179	2.129
<b>BNDES</b>	<b>0.587*</b>	<b>1.280**</b>	
	-0.771	0.586	
REFIS	0.212	0.248	1.283
	0.086	0.492	13.753
ENDLP	-0.042	-0.064	<b>-8.886***</b>
	25.006	0.094	5.059
<b>PVFISCAL</b>	<b>0.550**</b>	0.984	<b>116.383**</b>
	0.333	0.656	52.721
PSSCONT	-0.056	-0.130	0.064
	0.364	0.218	3.081
<b>Cons</b>	<b>-4.028*</b>	<b>-10.664*</b>	
	-4.530	2.905	
<i>Dummy Setor</i>	Sim	Não	
<i>Dummy Controle acionário</i>	Sim	Não	
<i>Dummy Governança</i>	Sim	Sim	
N. Obs.	1159	1188	230
Estatística Wald Chi <sup>2</sup> (52)	277.500*	93.9*	
Estatística Chi <sup>2</sup> (11)			25,51*

Notas: (1) O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância dos coeficientes: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\*(10%);

# Considerações (Modelo de regressão logística )

Os resultados possibilitaram extrair as seguintes conclusões (abordagem “pooled” – regressão logística):

- A **IDADE DA EMPRESA** (maturidade e experiência) na execução das atividades operacionais é positivamente relacionada ao planejamento tributário (subvenções);
- Ser **AUDITADA POR UMA EMPRESA "BIG4"** é uma das características significativas;
- O **porte da empresa demonstra que o TAMANHO DAS OPERAÇÕES E DIVERSIFICAÇÃO REGIONAL** estão positivamente relacionados ao aproveitamento das oportunidades tributárias vigentes;
- Empresas que **POSSUEM MAIOR GIRO** representam um indicativo positivo. Se elas são competitivas obtêm mais ganhos tributários, via subvenção;
- A opção pelos juros sobre capital próprio e a remuneração do capital pelas empresas indica que **AQUELAS QUE POSSUEM SUBVENÇÕES TÊM DISTRIBUÍDO MAIS RESULTADOS, NO CURTO PRAZO;**
- **Financiamento do BNDES** está associado positivamente com o fato de ter **planejamento tributário** (subvenção);
- **Passivos fiscais contingentes** (classificados como prováveis) também estão **ASSOCIADOS POSITIVAMENTE ÀS SUBVENÇÕES USUFRUÍDAS,** e
- Ter saldo **DE PREJUÍZO FISCAL A COMPENSAR IMPACTA NEGATIVAMENTE A PROBABILIDADE** de a empresa usufruir de subvenções, pois a maioria dos programas de benefícios fiscais requerem das empresas, no momento da concessão, a quitação de débitos fiscais (certidões negativas).

# Modelo - Índice de Geração de Valor

	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>LB</b>	<b>LL</b>	<b>VAB</b>
	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>
<b>CONS</b>	-0.008	0.016	<b>0.052*</b>	<b>-0.017**</b>	0.058
	0.035	0.077	0.028	0.033	0.044
<b>SUBV</b>	<b>0.056*</b>	<b>0.111*</b>	<b>0.085*</b>	<b>0.049*</b>	<b>0.193*</b>
	0.018	0.041	0.019	0.016	0.034
<b>PT-BTD</b>	0.007	0.019	-0.007	<b>0.011**</b>	-0.003
	0.005	0.025	0.005	0.005	0.006
<b>BNDES</b>	0.002	-0.054	0.005	0.003	-0.010
	0.018	0.052	0.021	0.016	0.040
<b>REFIS</b>	0.004	<b>-0.088**</b>	-0.021	-0.001	-0.038
	0.014	0.036	0.019	0.013	0.029
<b>PVFISCAL</b>	<b>-0.733**</b>	<b>1.547*</b>	<b>-0.400*</b>	<b>-0.738**</b>	<b>2.351*</b>
	0.326	0.535	0.137	0.346	0.326
<b>PCPSS</b>	-0.009	-0.009	-0.001	-0.007	0.004
	0.007	0.013	0.009	0.005	0.013
<b>ENDLP</b>	-0.052	-0.012	<b>-0.256*</b>	<b>-0.108***</b>	<b>-0.137***</b>
	0.064	0.131	0.050	0.060	0.082
<b>TAM</b>	<b>0.004**</b>	0.006	<b>0.011*</b>	<b>0.004*</b>	<b>0.008**</b>
	0.002	0.008	0.002	0.002	0.004
n. Obs.	324	324	324	324	324
Estatística-F	4,5*	4,8*	18.58*	6.8*	19.02*
Estatística-Chi <sup>2</sup>					
R <sup>2</sup> ajust.	10,67%	8.82%	19.01%	14.97 %	28.43 %

Nota: O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância do coeficiente: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\*(10%).

# Modelo - Índice de Geração de Valor

	ROA	ROE	LB	LL	VAB
	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios
<b>CONS</b>	0.012	0.024	<b>0.071**</b>	<b>0.000**</b>	0.011
	0.043	0.101	0.031	0.040	0.052
<b>SUBV</b>	<b>0.050**</b>	0.081	<b>0.053*</b>	<b>0.044**</b>	<b>0.112*</b>
	0.022	0.052	0.013	0.020	0.024
<b>PT-BTD</b>	0.013	0.017	<b>0.014**</b>	<b>0.014***</b>	<b>0.027**</b>
	0.010	0.024	0.006	<b>0.009</b>	0.012
<b>BNDES</b>	0.001	-0.051	-0.026	0.004	-0.012
	0.028	0.066	0.033	0.024	0.054
<b>REFIS</b>	0.004	-0.083	-0.028	0.002	-0.050
	0.025	0.060	0.029	0.022	0.048
<b>PVFISCAL</b>	<b>-0.824*</b>	<b>1.545*</b>	<b>-0.551*</b>	<b>-0.818*</b>	<b>2.385*</b>
	0.207	0.483	0.128	0.185	0.234
<b>PCPSS</b>	-0.004	-0.004	0.019	-0.004	0.019
	0.019	0.045	0.012	0.017	0.022
<b>ENDLP</b>	-0.046	0.041	<b>-0.159*</b>	<b>-0.104***</b>	-0.081
	0.067	0.156	0.049	0.058	0.088
<b>TAM</b>	0.003	0.006	<b>0.010*</b>	0.003	<b>0.012*</b>
	0.003	0.007	0.002	0.003	0.003
n. Obs.	324	324	324	324	324
Estatística-F					
Estatística-Chi <sup>2</sup>	35.46*	25.16*	153.66*	52.52*	309.25*
R <sup>2</sup> ajust.	10,42%	8.59%	14.45%	14.81%	24.90%

Nota: O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância do coeficiente: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\* (10%).

# Modelo - Índice de Geração Valor

	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>LB</b>	<b>LL</b>	<b>VAB</b>
	<b>Ef. Fixos</b>	<b>Ef. Fixos</b>	<b>Ef. Fixos</b>	<b>Ef. Fixos</b>	<b>Ef. Fixos</b>
<b>CONS</b>	0.043	-0.116	<b>0.145*</b>	<b>-0.057</b>	0.060
	0.122	0.281	0.047	0.116	0.091
<b>SUBV</b>	0.032	-0.028	<b>0.046*</b>	0.021	<b>0.090*</b>
	0.036	0.082	0.014	0.034	0.026
<b>PT-BTD</b>	<b>0.040**</b>	0.012	0.020	<b>0.038**</b>	<b>0.039*</b>
	0.018	0.041	0.007	<b>0.017</b>	0.013
<b>BNDES</b>	-0.099	-0.111	<b>-0.233**</b>	0.054	-0.203
	0.249	0.573	0.096	0.236	0.184
<b>REFIS</b>	0.088	0.351	0.074	0.097	0.072
	0.171	0.394	0.066	0.162	0.127
<b>PVFISCAL</b>	<b>-1.206*</b>	0.785	<b>-0.619*</b>	<b>-1.295*</b>	<b>2.254*</b>
	0.369	0.850	0.143	0.349	0.274
<b>PCPSS</b>	0.012	0.014	0.019	0.009	0.017
	0.033	0.077	0.013	0.032	0.025
<b>ENDLP</b>	0.073	0.580	<b>-0.126**</b>	0.042	-0.007
	0.150	0.346	0.058	0.142	0.111
<b>TAM</b>	0.000	-0.005	<b>0.010*</b>	-0.001	<b>0.012*</b>
	0.004	0.010	0.002	0.004	0.003
n. Obs.	324	324	324	324	324
Estatística-F	3.43*	2.3**	18.59*	4.79*	36.58*
Estatística-Chi <sup>2</sup>					
R <sup>2</sup> ajust.	4,16%	1.8%	1.8%	6.64%	15.99%

Nota: O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância do coeficiente: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\*(10%).



# Modelo - Índice de Destinação de Valor

	CCL	SFFCX	FXC-OP	FCX-INV	FCX-FIN	REMCP	ENDIVLP
	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>
<b>CONS</b>	<b>0.047**</b>	0.015	0.009	-0.005	-0.008	-0.019	<b>-0.112*</b>
	0.019	0.014	0.014	0.012	0.017	0.033	0.031
<b>SUBV</b>	0.003	0.005	<b>0.042*</b>	<b>-0.018***</b>	<b>-0.025***</b>	<b>0.048*</b>	<b>-0.068*</b>
	0.018	0.009	0.011	0.010	0.014	0.016	0.019
<b>PT-BTD</b>	0.000	<b>-0.008*</b>	<b>0.005***</b>	0.006	<b>-0.010**</b>	0.010**	0.016
	0.008	0.002	0.003	0.004	0.005	0.005	0.011
<b>BNDES</b>	-0.021	<b>0.032*</b>	0.013	<b>-0.027**</b>	0.014	0.005	<b>0.102*</b>
	0.021	0.010	0.013	0.011	0.018	0.016	0.020
<b>REFIS</b>	-0.014	-0.014	<b>-0.024**</b>	0.008	0.017	0.005	0.004
	0.019	0.009	0.010	0.011	0.014	0.013	0.019
<b>PVFISCAL</b>	<b>-0.274**</b>	-0.065	0.060	<b>0.207***</b>	<b>-0.287*</b>	<b>-0.750**</b>	<b>1.623*</b>
	0.137	0.056	0.075	0.077	0.075	0.353	0.339
<b>PCPSS</b>	<b>-0.034*</b>	-0.006	<b>0.012**</b>	0.005	<b>-0.013*</b>	<b>-0.010**</b>	0.000
	0.009	0.006	0.005	0.005	0.005	0.005	0.022
<b>ENDLP</b>	-0.095**	-0.020	<b>-0.117*</b>	-0.034	<b>0.162*</b>	-0.093	
	0.048	0.027	0.029	0.027	0.035	0.060	
<b>TAM</b>	<b>0.010*</b>	<b>0.004*</b>	<b>0.004*</b>	<b>-0.002***</b>	<b>-0.003*</b>	<b>0.004**</b>	<b>0.025*</b>
	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.002	0.002
n. Obs.	324	324	324	324	324	324	324
Estatística-F	10.95*	7.32*	10.59*	3.99*	6.32*	5.78*	35.66*
Estatística-Chi <sup>2</sup>							
R <sup>2</sup> ajust.	8.76 %	7.73 %	14.44%	7.67%	9.35%	14.45%	42.28%

Nota: O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância do coeficiente: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\*(10%).

# Modelo - Índice de Destinação de Valor

	CCL	SFFCX	FXC-OP	FCX-INV	FCX-FIN	REMCPC	ENDIVLP
	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios	Ef. Aleatórios
<b>CONS</b>	<b>0.058***</b>	0.014	0.002	0.014	-0.024	0.003	-0.002
	0.031	0.018	0.021	0.021	0.030	0.039	0.033
<b>SUBV</b>	-0.002	0.003	<b>0.030*</b>	<b>-0.020***</b>	-0.011	<b>0.044**</b>	-0.017
	0.016	0.009	0.011	0.011	0.016	0.020	0.015
<b>PT-BTD</b>	0.000	0.001	<b>0.009***</b>	0.004	-0.011	0.013	-0.003
	0.008	0.004	0.005	0.005	0.007	0.009	0.008
<b>BNDES</b>	-0.028	<b>0.039**</b>	0.015	<b>-0.022*</b>	0.006	0.004	<b>0.062***</b>
	0.029	0.016	0.017	0.014	0.021	0.024	0.034
<b>REFIS</b>	-0.008	-0.013	<b>-0.026***</b>	0.011	0.016	0.006	-0.027
	0.026	0.014	0.015	0.013	0.019	0.022	0.030
<b>PVFISCAL</b>	<b>-0.380*</b>	-0.030	0.069	<b>0.263*</b>	<b>-0.390*</b>	<b>-0.835*</b>	<b>1.852*</b>
	0.151	0.085	0.106	0.101	0.146	0.184	0.108
<b>PCPSS</b>	<b>-0.024***</b>	0.001	0.015	0.005	-0.015	-0.007	0.016
	0.014	0.008	0.010	0.009	0.014	0.017	0.014
<b>ENDLP</b>	-0.054	-0.016	<b>-0.129*</b>	<b>-0.055***</b>	<b>0.205*</b>	-0.087	
	0.055	0.031	0.036	0.033	0.048	0.058	
<b>TAM</b>	<b>0.009*</b>	<b>0.004*</b>	<b>0.005*</b>	<b>-0.003***</b>	-0.003	0.002	<b>0.018*</b>
	0.002	0.001	0.001	0.001	0.002	0.003	0.001
n. Obs.	324	324	324	324	324	324	324
Estatística-F							
Estatística-Chi <sup>2</sup>	38.14*	25.78**	43.87*	25.78*	26.13*	50.62*	25.78*
R <sup>2</sup> ajust.	8.32%	5.8%	13.75%	7.05%	8.88%	14.27%	36.63%

Nota: O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância do coeficiente: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\*(10%).

# Modelo - Índice de Destinação de Valor

	CCL	SFFCX	FXC-OP	FCX-INV	FCX-FIN	REMCPC	ENDIVLP
	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos
CONS	0.066	-0.068***	0.016	-0.008	-0.100	0.037	<b>0.184*</b>
	0.064	0.037	0.052	0.057	0.080	0.115	0.055
<b>SUBV</b>	-0.005	0.006	0.016	-0.020	0.014	0.020	-0.007
	0.019	0.011	0.015	0.017	0.023	0.034	0.016
<b>BTD</b>	0.001	0.008	<b>0.016**</b>	-0.013	-0.004	<b>0.035*</b>	-0.011
	0.009	0.005	0.008	0.008	0.012	0.017	0.008
<b>BNDES</b>	-0.117	<b>0.162**</b>	-0.032	0.102	0.062	-0.077	<b>-0.194***</b>
	0.130	0.075	0.106	0.115	0.162	0.235	0.114
REFIS	0.087	-0.003	0.000	-0.011	0.022	0.099	-0.068
	0.089	0.051	0.073	0.079	0.112	0.161	0.079
<b>PVFISCAL</b>	<b>-0.479**</b>	-0.094	0.054	<b>0.693*</b>	<b>-0.898*</b>	<b>-1.300*</b>	<b>1.883*</b>
	0.193	0.111	0.157	0.171	0.241	0.348	0.109
<b>PCPSS</b>	-0.020	0.008	0.016	0.014	-0.028	0.007	0.016
	0.017	0.010	0.014	0.015	0.022	0.031	0.015
<b>ENDLP</b>	-0.004	0.030	<b>-0.127**</b>	<b>-0.231*</b>	<b>0.430*</b>	0.050	
	0.078	0.045	0.064	0.070	0.098	0.141	
<b>TAM</b>	<b>0.008*</b>	0.002	<b>0.006*</b>	-0.002	<b>-0.006**</b>	-0.002	<b>0.019*</b>
	0.002	0.001	0.002	0.002	0.003	0.004	0.002
n. Obs.	324	324	324	324	324	324	324
Estatística-F	3.88*	3.65*	3.45*	4.67*	2.71*	4.63*	90.83*
Estatística-Chi <sup>2</sup>							
R <sup>2</sup> ajust.	2.88%	3.13%	6.79%	0.00%	6.45%	6.58%	8.45%

Nota: O(s) asterisco(s) indica(m) o nível de significância do coeficiente: \*(1%), \*\*(5%) e \*\*\*(10%).

# Considerações

---

Confirmaram-se, portanto, as hipóteses de que:

- I. Hipótese 1: Há relação positiva entre os indicadores de geração de valor e as subvenções governamentais para as empresas brasileiras;
- II. Hipótese 2: Há relação positiva entre os indicadores de destinação de valor e as subvenções governamentais para as empresas brasileiras;
- III. Hipótese 3: Existe uma relação negativa entre subvenção governamental e o nível de endividamento de longo prazo das empresas.

# Considerações

---

- Os incentivos fiscais têm relação positiva com a geração de margens e o valor adicionado das empresas.
- As subvenções impactam positivamente o fluxo de caixa das operações e de investimentos, mesmo que no curto prazo.
- As empresas que mais remuneram os seus acionistas são as que mais usufruem de benefícios fiscais.
- Os efeitos dos incentivos fiscais são apenas no curto prazo.
- Há uma relação negativa entre incentivos fiscais e o nível de endividamento das empresas;
- As empresas que mais remuneram os seus acionistas são as que mais usufruem de benefícios fiscais.
- As evidências empíricas indicam os incentivos fiscais não alteram o modelo de gestão das empresas e, por consequência, os indicadores de valor, ao longo do tempo.
- Há um custo de agência entre os governos e a sociedade (uma assimetria de informação), uma vez que os benefícios fiscais não alteram os indicadores de geração e destinação valor, ao longo do tempo.
- As empresas que recebem incentivos fiscais (subvenções) já possuem bons indicadores.

# Limitações da pesquisa

---

1. Foi utilizado um número limitado de empresas brasileiras de capital aberto na pesquisada, contudo não foram estudadas as empresas fechadas.
2. A amostra foi selecionada de forma intencional e não probabilística
3. Os resultados da pesquisa não podem ser generalizados para a população como um todo.
4. Os resultados obtidos foram baseados numa análise utilizando variáveis *Dummies*.
5. As evidências e resultados encontrados podem ter sido influenciado pelas métricas utilizadas.