

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**DENIS DOS REIS OLIVEIRA**

**PARCELAMENTO DE TRIBUTOS FEDERAIS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS COM NEGOCIAÇÃO NA B3**

**UBERLÂNDIA-MG**

**2019**

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU  
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

048	Oliveira, Denis dos Reis, 1989-
2020	PARCELAMENTO DE TRIBUTOS FEDERAIS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS COM NEGOCIAÇÃO NA B3 [recurso eletrônico] / Denis dos Reis Oliveira. - 2020.
<p>Orientador: Lucimar Antônio Cabral de Ávila. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, Pós-graduação em Ciências Contábeis. Modo de acesso: Internet. Disponível em: <a href="http://doi.org/10.14393/ufu.di.2020.327">http://doi.org/10.14393/ufu.di.2020.327</a> Inclui bibliografia. Inclui ilustrações.</p>	
<p>1. Contabilidade. I. Ávila, Lucimar Antônio Cabral de, 1969- (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em Ciências Contábeis. III. Título.</p>	
CDU: 657	

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:  
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091  
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



## UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis  
Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 248 - Bairro Santa Monica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902  
Telefone: (34) 3291-5904 - [www.ppgcc.facic.ufu.br](http://www.ppgcc.facic.ufu.br) - [ppgcc@facic.ufu.br](mailto:ppgcc@facic.ufu.br)



### ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Ciências Contábeis				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico, número 078 - PPGCC				
Data:	17 de fevereiro de 2020	Hora de início:	09h00	Hora de encerramento:	10:42
Matrícula do Discente:	11812CCT003				
Nome do Discente:	Denis dos Reis Oliveira				
Título do Trabalho:	PARCELAMENTO DE TRIBUTOS FEDERAIS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS COM NEGOCIAÇÃO NA B3				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Contabilidade financeira				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	Contabilidade e Gestão Tributária				

Reuniu-se na sala 1F146, Campus Santa Mônica, da Universidade Federal de Uberlândia, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores Doutores: Marcelo Tavares (UFU); Jomar Miranda Rodrigues (UNB) e Lucimar Antônio Cabral de Ávila (UFU), orientador do candidato. O professor Jomar Miranda Rodrigues participou da banca por web conferência.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Dr. Lucimar Antônio Cabral de Ávila, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

APROVADO

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.

Documento assinado eletronicamente por **Lucimar Antônio Cabral de Avila, Presidente**, em 17/02/2020, às 10:43, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Tavares, Professor(a) do Magistério Superior**, em 17/02/2020, às 10:55, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.](#)



Documento assinado eletronicamente por **Jomar Miranda Rodrigues, Usuário Externo**, em 17/02/2020, às 19:04, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.](#)



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site  
[https://www.sei.ufu.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **1852828** e o código CRC **F66868D2**.

**DENIS DOS REIS OLIVEIRA**

**PARCELAMENTO DE TRIBUTOS FEDERAIS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS COM NEGOCIAÇÃO NA B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Contabilidade Financeira

**Orientador: Prof. Dr. Lucimar Antônio Cabral de Ávila**

**UBERLÂNDIA-MG**

**2019**

**DENIS DOS REIS OLIVEIRA**

**Parcelamento de tributos federais: uma análise sob a ótica da estrutura de capital das empresas com negociação na B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Uberlândia (MG), 17 de fevereiro de 2020.

**Banca de Avaliação**

---

Prof. Dr. Lucimar Antônio Cabral de Ávila (Orientador)  
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

---

Prof. Dr. Marcelo Tavares  
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

---

Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues  
Universidade de Brasília – UNB

## AGRADECIMENTOS

Inicialmente agradeço à Deus e toda corte celestial e espiritual, que me inspira e me ajuda a trilhar meus caminhos.

Ao meu companheiro, Diansley Raphael, pela paciência, estímulo e suporte para que eu possa continuar pela busca de conhecimento.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Lucimar Antônio Cabral de Ávila, pela orientação, atenção e compreensão.

Aos meus irmãos da Ordem Esotérica Cristã, por em tantos momentos me darem palavras de força para conseguir conciliar o trabalho diário e o bom desenvolvimento e andamento do mestrado.

À minha madrinha, Letícia Alves, por sempre me motivar e me ajudar a focar no que era preciso.

Aos amigos e familiares, pelo entendimento da ausência nesse período de dedicação ao curso.

Aos colegas do mestrado, sempre atenciosos, ajudando mutuamente e dando força nos momentos difíceis, possibilitando uma permanência no programa de forma mais tranquila e saudável.

Aos meus pais, Vivaldo e Neuzita, pela boa educação e motivação gerada desde minha infância pela busca de sabedoria e conhecimento.

À Universidade, a Faculdade de Ciências Contábeis e seu corpo docente, pela presteza e diligência na condução do programa de pós-graduação.

Ao meu irmão, Lucas, por me inspirar a buscar e compartilhar conhecimento.

À minha equipe, por entender os momentos que precisei me ausentar para as aulas e me dedicar à conclusão do mestrado.

*“Quem não sabe lidar com o dinheiro, a comida e o ódio, retém o que não é para ser retido.”*

*(BONDER, 2010).*

## RESUMO

Os parcelamentos especiais, instituídos pelo governo brasileiro no início do século XXI, serviram como uma alternativa não apenas para o aumento de receitas para os entes governamentais, mas também para redução da dívida de empresas junto à Administração de Tributos. Tais parcelamentos permitiram a negociação de altos passivos tributários e regularização de impostos pendentes, além de suscitem diversas discussões jurídicas. Nesse sentido, este estudo analisou os indicadores financeiros e as determinantes de estrutura de capital das empresas com negociação na B3, diferenciando aquelas que aderiram ao Programa Especial de Regularização Tributária (PERT) daquelas que não aderiram, sendo tal análise realizada por intermédio da teoria do *trade-off* e da estrutura de capital das referidas companhias. Dessa forma, buscou-se responder a seguinte questão: O PERT influenciou os indicadores financeiros e as determinantes de estrutura de capital das empresas brasileiras com negociações na B3? Para este estudo foi escolhido o método hipotético-dedutivo, no qual o problema e a conjectura são testados pela observação e experimentação. Ainda é possível afirmar que esta pesquisa tem caráter quantitativo-descritivo, uma vez que contempla a coleta de dados bibliográficos e documentais, além de procedimentos estatísticos, como análise de variância, teste de normalidade dos dados de Shapiro-Wilk, teste para amostras não pareadas de Wilcoxon-Mann-Whitney, análise de variância (ANOVA), teste de Kruskal-Wallis e teste post-hoc de Dunn. O estudo analisou 308 empresas e concluiu que: 37,34% delas aderiram ao PERT; e que com 10% de significância para o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney as empresas aderentes ao PERT demonstram capital de terceiros e tangibilidade superiores e nível de pagamento de imposto de renda inferiores em relação às companhias não aderentes ao programa. Observou-se também, por meio do teste post-hoc de Dunn, que para o indicador endividamento de curto prazo há decréscimo do ano de 2016 para o de 2018, já para o de imobilização dos recursos não correntes e o de nível de pagamento de imposto de renda há diferença significativa de 2016 para 2018, contudo sem diferença significativa de 2016 para 2017.

**Palavras-chave:** Parcelamentos. PERT. Passivos Tributários. Estrutura de capital.

## ***ABSTRACT***

*The special installments, instituted by the Brazilian government at the beginning of the 21st century, served as an alternative not only to increase revenues for government entities, but also to reduce corporate debt with the tax administration. These installments allowed the negotiation of high tax liabilities and settlement of pending taxes, in addition to raising several legal discussions. In this sense, this study analyzed the financial indicators and the capital structure determinants of companies trading in B3, differentiating those that adhered to PERT from those that did not, and this analysis was performed through the theory of trade-off and the structure of capital of these companies. Thus, we sought to answer the following question: Has the Special Tax Regularization Program (PERT) influenced the financial indicators and the capital structure determinants of Brazilian companies trading on B3? For this study was chosen the hypothetical-deductive method, where the problem and conjecture are tested by observation and experimentation, it is still possible to state that this research as Quantitative-Descriptive character, relying on bibliographic and documentary data collection and statistical procedures. , such as variance analysis, Shapiro-Wilk data normality test, Wilcoxon-Mann-Whitney test for unpaired samples, ANOVA, Kruskal-Wallis and Dunn post-hoc. The study analyzed 308 companies, and found that 37.34% of them adhered to the PERT - Special Tax Regularization Program, and that with 10% significance for the Wilcoxon-Mann-Whitney test, companies adhering to PERT demonstrate capital. higher third party and tangibility, and lower income tax payment level than non-program companies. It was also observed, through Dunn's post-hoc, that for the short-term debt indicator there is a decrease from 2016 to 2018, while for non-current assets immobilization and income tax payment level there is a significant difference from 2016 to 2018, however without significant difference from 2016 to 2017.*

**Keywords:** *Installments. PERT. Tax Liabilities. Capital structure.*

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

Quadro 1 - Parcelamentos Especiais Federais .....	25
Quadro 2 - Variáveis independentes utilizadas no estudo .....	41
Gráfico 1 - Gráfico de proporção para a comparação de empresas em relação à adesão ao PERT .....	44
Figura 1 - Valores medianos das variáveis em relação à adesão ao PERT .....	45
Figura 2 - Valores medianos das variáveis em relação aos anos observados.....	47

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Empresas por setor .....	43
Tabela 2 - Quadro de estatística descritiva.....	44
Tabela 3 - P-valor do teste de normalidade de Shapiro-Wilk para as variáveis em relação ao PERT .....	46
Tabela 4 - P-valores do Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney para comparação dos indicadores em relação à adesão ao PERT.....	46
Tabela 5 - P-valor residual da ANOVA para cada variável em relação aos anos observados .	48
Tabela 6 - P-valor do teste de Kruskal-Wallis em relação aos anos observados para as variáveis selecionadas .....	48
Tabela 7 - P-valor ajustado do teste de Dunn em relação aos anos observados para as variáveis selecionadas .....	49

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANOVA	Análise de variância
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
COFINS	Financiamento da Seguridade Social
CSLL	Contribuição Social do Lucro Líquido
CT	Capital de terceiros
CTN	Código Tributário Nacional
CV	Coeficiente de variação
DIAN	Direção Nacional dos Impostos e Alfândegas
ECP	Endividamento de curto prazo
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPL	Imobilização do PL
IRNC	Imobilização de recursos não correntes
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
JSCP	Juros sobre capital próprio
KW	Kruskal-Wallis
NPIR	Nível de pagamento de imposto de renda
OCDE	Organização para a Cooperação Econômica e Desenvolvimento
OCT	<i>Observatorio Cidadano de Transparencia</i>
PAES	Parcelamento Especial
PAEX	Parcelamento Excepcional
PERT	Programa Especial de Regularização Tributária
PERT	Programa Especial de Regularização Tributária
PGFN	Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PRT	Programa de Regularização Tributária
REFIS	Programa de Recuperação Fiscal
RET	Regime Especial de Tributação
RFB	Receita Federal do Brasil
ROA	Retorno do ativo
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

STN Sistema Tributário Nacional

TANG Tangibilidade

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>1.1</b>	<b>Contextualização e problematização .....</b>	<b>11</b>
<b>1.2</b>	<b>Problema de pesquisa e objetivo.....</b>	<b>14</b>
<b>1.3</b>	<b>Hipóteses do estudo.....</b>	<b>14</b>
<b>1.4</b>	<b>Delimitação do estudo.....</b>	<b>14</b>
<b>1.5</b>	<b>Relevância do tema e justificativa .....</b>	<b>15</b>
<b>1.6</b>	<b>Estrutura do estudo .....</b>	<b>16</b>
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....</b>	<b>17</b>
<b>2.1</b>	<b>Tributação: tipos e estudos .....</b>	<b>17</b>
<b>2.2</b>	<b>Parcelamentos fiscais .....</b>	<b>22</b>
<b>2.2.1</b>	<b>Programa Especial de Regularização Tributária (PERT) .....</b>	<b>28</b>
<b>2.3</b>	<b>Indicadores econômico-financeiros .....</b>	<b>30</b>
<b>2.4</b>	<b>Teoria do <i>trade-off</i> e as determinantes da estrutura de capital .....</b>	<b>34</b>
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>39</b>
<b>3.1</b>	<b>Delineamento metodológico, população, amostra e coleta de dados .....</b>	<b>39</b>
<b>3.2</b>	<b>Identificação das variáveis .....</b>	<b>40</b>
<b>3.3</b>	<b>Tratamento estatístico e descritivo .....</b>	<b>41</b>
<b>4</b>	<b>RESULTADOS E DISCUSSÕES.....</b>	<b>43</b>
<b>4.1</b>	<b>Análise descritiva dos dados .....</b>	<b>43</b>
<b>4.2</b>	<b>Comparação dos grupos em relação à adesão ao PERT .....</b>	<b>45</b>
<b>4.3</b>	<b>Comparação dos grupos em relação à adesão aos anos observados .....</b>	<b>47</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>50</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>52</b>
	<b>APÊNDICE A - Lista de empresas aderente ou não ao PERT .....</b>	<b>61</b>

## 1 INTRODUÇÃO

### 1.1 Contextualização e problematização

Desde 2015, o Brasil tem apresentado um cenário de retração econômica, tendo seu ápice no biênio de 2015 e 2016, com um recuo acumulado do produto interno bruto (PIB) de 7,2%, trazendo um impacto para todos os setores econômicos. Sendo que os setores da agropecuária (-6,6%), da indústria (-3,8%) e de serviços (-2,7%), que entram no cálculo do PIB, apresentaram retração em 2016 (CURY; SILVEIRA, 2017).

Diante desse cenário, para muitas empresas com dificuldades de honrar seus compromissos financeiros e tributários, uma das únicas saídas viáveis são os parcelamentos especiais de tributos. Tais parcelamentos, instituídos pelo governo brasileiro no início do século XXI, servem como alternativa não apenas para o aumento de receitas para os entes governamentais, mas também para redução da dívida de empresas junto à Administração de Tributos, pois permitem a negociação de altos passivos tributários e regularização de impostos pendentes, além de suscitarem diversas discussões jurídicas (PAES, 2014).

Sabe-se que a obrigação tributária é *ex lege*, ou seja, o tributo não pode ser estabelecido ou majorado sem lei que o institua. Do mesmo modo, a lei que disciplina os tributos também pode outorgar parcelamento tributário para que o sujeito passivo liquide seus débitos com a Fazenda Pública. Similarmente, Dexheimer (2014) ressalta que o Código Tributário Nacional (CTN), Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1996, no art. 155-A, parágrafo 1º, estabelece a regra geral de que o parcelamento estende o tempo de quitação, considerando a totalidade do montante tributário acrescido de juros e multas. Porém, a legislação permite a concessão de benefícios fiscais que diminuam o crédito de tributos.

Formigoni (2008) afirma que tais benefícios fiscais estão pautados para os tributos que são coletados pelo Estado e que financiam as atividades constitucionais por ele executadas em prol da população na área da saúde, educação, segurança, habitação, transporte e outros. Assim, visando fomentar a arrecadação, desde o ano 2000 foram instituídos vários parcelamentos especiais disponibilizados pela Receita Federal do Brasil. Esses parcelamentos fazem parte dos programas de parcelamento ou refinanciamento de tributos, geralmente denominado de Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) (BRASIL, 2018c).

Cronologicamente, o primeiro programa de parcelamento iniciou-se no ano 2000 com a Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000, que liberou o REFIS I e que permitiu parcelar impostos e contribuições ao Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) (BRASIL, 2000). Em 2003, houve

a promulgação da Lei nº 10.684, de 30 de maio de 2003, que liberou o parcelamento em 180 meses de débitos vencidos até 28 de fevereiro de 2003, que ficou conhecido como Parcelamento Especial (PAES) (BRASIL, 2003). Em 2006, instituiu-se o Parcelamento Excepcional (PAEX) ou REFIS 3, que permitiu dividir a dívida tributária das empresas em até 130 meses (BRASIL, 2018c).

Adiante, em 2009, a Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, permitiu parcelar mais dívidas federais com prazo de vencimento até 30 de novembro de 2008 (BRASIL, 2009). Esse parcelamento foi chamado de “REFIS da Crise” e posteriormente de “REFIS da Copa”, sendo reaberto em 2013 e 2014 (BRASIL, 2018c). Ainda em 2013, houve o REFIS dos Bancos, instituído pela Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, que parcelou a contribuição para o Programa de Integração Social (PIS) e a contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) em até 60 parcelas (BRASIL, 2013). Essa mesma lei permitiu o parcelamento do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social do Lucro Líquido (CSLL) de lucros advindos do exterior em até 120 prestações mensais (BRASIL, 2013).

Mais recentemente, em 2017, o governo liberou o Programa de Regularização Tributária (PRT), que foi estabelecido pela Medida Provisória nº 766, de 4 de janeiro de 2017 (BRASIL, 2017c). Contudo, ela foi revogada pouco tempo depois pela Lei nº 13.496, de 24 de outubro de 2017, que regulamentou o Programa Especial de Regularização Tributária (PERT) (BRASIL, 2017b). O PERT é utilizado como ponto de referência para esse estudo.

Esse recorte temporal possibilita observar que a economia influencia no processo de variação do mercado e reflete diretamente no desempenho das empresas e no cumprimento dos seus compromissos tributários, podendo desenvolver problemas internos ou externos que, dentre outros fatores, afeta seus resultados patrimoniais e financeiros. Nesse sentido, é possível ainda afirmar que tal influência permeia o cumprimento de suas obrigações tributárias, uma vez que pode dificultar o processo de expansão e sobrevivência em um meio cada vez mais competitivo.

O cenário descrito, visando analisar a capacidade de tais empresas de honrar seus passivos, possibilita aplicar a análise financeira, que tem como principal objetivo o uso de instrumentos e indicadores financeiros para analisar os números das demonstrações. Essas análises transformam os resultados obtidos em informações relevantes, objetivas e claras que podem ajudar as empresas a comparar o seu crescimento financeiro e patrimonial de um determinado período, o que auxilia nas tomadas de decisões gerenciais (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012).

A esse respeito, os indicadores de desempenho são de vasta conveniência no procedimento de análise da conjuntura econômico-financeira das empresas, uma vez que é a expertise do analista e a sua competência interpretativa que abonarão a propriedade e a eficácia da análise confiada (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012). Por exemplo, uma empresa que apresenta bons índices de liquidez terá boas condições de pagar suas dívidas, mas não estará, entretanto, obrigatoriamente pagando suas dívidas em dia, por questão do envolvimento de outras variáveis como prazos, renovação de dívidas, entre outras (MATARAZZO, 2010).

Entende-se, então, que a configuração da estrutura de capital das empresas remete a um panorama do ponto de vista de suas finanças para o mercado, ou seja, a capacidade de honrar compromissos está ligado às garantias que estas podem ofertar. Essa composição varia de empresa para empresa e está associada a parcela de capital próprio e de terceiros empregados em suas atividades.

Nos primeiros estudos sobre esse assunto, estimava-se que não havia qualquer influência do meio na estrutura de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1958), porém, isso posteriormente foi descartado tendo em vista o advento da teoria do *trade-off*. Damodaran (2004) elucida que a teoria do *trade-off* é como um arcabouço que explica a estrutura ótima de capital baseado na capacidade das empresas obterem benefícios a partir de endividamento com base nos fatores determinantes.

De maneira geral, o custo de capital de terceiros já revela para as empresas benefícios fiscais, bem como a busca por melhor competitividade, o que implica em investimento (STULZ, 1990). Já os fatores determinantes equacionam a relação custo benefício da dívida levando em consideração aspectos relacionados ao tamanho do empreendimento, à lucratividade, à tangibilidade de ativos, ao crescimento, entre outros parâmetros.

Nesse sentido, abrem-se possibilidades de pesquisa sobre a temática envolvendo a influência dos parcelamentos fiscais, bem como a percepção financeira das empresas que optaram pelos financiamentos de dívidas tributárias. Assim, este estudo será norteado afim de analisar se as empresas abertas que aderiram ao PERT diferenciam seus índices e determinantes de estrutura de capital diante daquelas que não aderiram ao referido programa, e também busca perceber se a adesão ao parcelamento especial de 2017 interfere nos índices e determinantes de estrutura de capital das empresas com negociação aberta na B3 entre os anos de 2016 e 2018.

## 1.2 Problema de pesquisa e objetivo

Esta pesquisa está norteada pela seguinte questão: O Programa Especial de Regularização Tributária (PERT), influenciou os indicadores financeiros e as determinantes de estrutura de capital das empresas brasileiras com negociações na B3?

Para isso, o objetivo geral é o de identificar se a adesão ao parcelamento especial de 2017, chamado de PERT, influenciou o comportamento dos indicadores financeiros e as determinantes de estrutura de capital das empresas com negociações na B3, entre os anos de 2016 e 2018.

## 1.3 Hipóteses do estudo

Visando responder ao problema de pesquisa apresentado e tendo como base os achados dos estudos supramencionados, que buscaram entender a eficiência do parcelamento fiscal perante a ação da arrecadação tributária; os motivos pelos quais os contribuintes deixaram de cumprir os acordos em busca de regularizar suas dívidas; e o tratamento dos refinanciamentos como fonte indireta de recursos, as seguintes hipóteses são enunciadas:

**H1:** Há diferença nos índices e determinantes de estrutura de capital entre as empresas aderente e não aderentes ao PERT; e

**H2:** Houve alteração dos índices e das determinantes de estrutura de capital das empresas aderentes ao PERT entre os anos de 2016 e 2018.

## 1.4 Delimitação do estudo

É essencial a busca por fontes de financiamento com custos mais baixos, sendo uma alternativa o parcelamento de tributos. Entretanto, a suposição é que as empresas ao parcelarem suas obrigações federais estarão, indiretamente, financiando-se por meio do Estado, podendo se beneficiar de um custo financeiro mais atrativo que o custo do capital das instituições financeiras, como indicado em estudos anteriores demonstrados nesta pesquisa no referencial teórico.

Diante disso, este trabalho foi embasado nas análises de tributos do Brasil, bem como nos indicadores econômicos financeiros das empresas abertas e de sua estrutura de capital acerca dos impactos dos parcelamentos fiscais nas organizações. Assim, faz-se necessário entender o comportamento das companhias diante dos financiamentos de tributos, uma vez que

pode influenciar diretamente os índices financeiros das organizações, o que leva o trabalho à reflexão quanto à influência de tal prática na estrutura de capital sob a premissa da teoria do *trade-off*.

A delimitação conceitual foi abordada em estudos sobre tributos e parcelamentos tributários, inclusive seus impactos nas empresas. Também foram utilizadas pesquisas acerca de índices de estrutura de capital e suas determinantes. Quanto à delimitação da amostra, a pesquisa se concentra nas empresas não financeiras que possuem negociações na B3 entre os anos de 2016 e 2018, pois busca-se comparar a adesão do parcelamento especial em 2017, contrastando os anos de 2016 a 2018.

Já em relação ao objeto de estudo, considerou-se o PERT de 2017, uma vez que a análise partiu da adesão ou não ao programa em seu ano de lançamento, comparando as companhias que aderiram ao programa daquelas não aderente ao refinanciamento de suas dívidas no ano já indicado. Tal escolha se justifica pelo fato de ser um parcelamento mais recente e com maior possibilidade de adesão por parte das empresas, devido as condições demonstradas no tópico sobre o tema neste trabalho.

## 1.5 Relevância do tema e justificativa

De acordo com Formigoni (2008), a arrecadação tributária brasileira é elaborada, de fácil contestação e, como em muitas outras áreas da ciência, discordante, podendo haver pleito por análises que forneçam dados e explicações. O autor ressalta que os tributos sensibilizam o resultado contábil e o patrimônio das empresas e, logo, os incentivos fiscais são indispensáveis no campo de pesquisa na área de Contabilidade e Gestão.

É possível afirmar que, no Brasil, há poucas pesquisas dos impactos dos incentivos tributários ou dos parcelamentos fiscais e seus efeitos nas organizações, conforme pesquisas realizadas desde o início dos anos 2000 nas bases da USP, Google, Research Gate, Scielo e outros. A análise do impacto dos incentivos tributários incluídos nos parcelamentos é de grande relevância para o âmbito acadêmico, empresarial, social e para a administração pública. Visto que é possível analisar os dados e sua influência, tanto positivos quanto negativos, além de possibilitar que a sociedade, as empresas ou o governo entendam seus reflexos.

Nesse contexto, a estrutura de capital das empresas exerce um papel preponderante pois diz respeito ao seu comportamento perante o mercado e quão estruturada ela se encontra neste sentido (SILVA, 2006). Visto que há inúmeras alternativas quanto as variações de estrutura de capital que objetivam a melhor estrutura quanto ao capital de terceiros, trabalhando dívidas de

curto e longo prazo, e de capital próprio, buscando a maximização do valor da empresa (SILVA, 2006).

Por fim, a relevância do estudo da influência dos parcelamentos fiscais das empresas com negociações abertas na B3 caracteriza-se pelo fato de que: a) os impulsos dos parcelamentos tributários na perspectiva dos indicadores econômico-financeiros das empresas são pouco conhecidos e, por consequência, tal conhecimento propiciará esclarecimento à teoria sobre os tributos e sobre os refinanciamentos de tributos; b) por meio dessa pesquisa as organizações terão mais informações para analisarem suas estratégias e até mesmo checarem se tais parcelamentos impactam a estrutura de capital sob a premissa da teoria do *trade-off*; e c) para o governo haverá contribuição quanto a análise dos passivos dessas empresas possibilitando a observação do cumprimento efetivo dos parcelamentos tributários.

## 1.6 Estrutura do estudo

Esta dissertação encontra-se dividida em cinco capítulos, afora das referências e apêndices, sendo esta introdução o Capítulo 1. Já o Capítulo 2 contempla a fundamentação teórica que apresenta o tema de acordo com a discussão dos parcelamentos fiscais e suas relevâncias no mercado, tanto para as empresas quanto para o governo. O Capítulo 3 explicita a metodologia adotada na pesquisa, no qual são apresentados os elementos de investigação empregados, as variáveis analisadas, os procedimentos de coleta de dados e as técnicas estatísticas aplicadas. No Capítulo 4, realiza-se a análise dos dados, a interpretação e a discussão dos resultados obtidos. Por fim, o Capítulo 5 destina-se às principais conclusões, contribuições, limitações do estudo e alusões para plausíveis investigações futuras.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Tributação: tipos e estudos

Tendo como base a necessidade do Estado em arrecadar recursos para sua manutenção e realização das obrigações com a sociedade, a Constituição Federal Brasileira de 1988 criou o Sistema Tributário Nacional (STN). O STN é uma estrutura tributária de cobranças que se sucedem de forma organizada e estruturada, com o propósito de dotar os entes públicos de recursos necessários para o atendimento de seus objetivos (HEIDEMANN; ALIEVI, 2012).

Oliveira (2013) define o STN como o conjunto dos tributos estruturados de forma lógica para compor o ordenamento jurídico, juntamente com as normas e princípios dispostos na Constituição Federal Brasileira de 1988. Fabretti e Fabretti (2002) indicam que o STN conduz o poder que é constitucionalmente concedido ao Estado para arrecadar tributos com a finalidade de realização do bem comum.

Nesse sentido, o poder de tributar é chamado de “soberania fiscal” e constitui parte da soberania financeira do Estado que, por sua vez, é parte da soberania geral do Estado. A soberania financeira abrange todo o sistema financeiro do Estado, o que inclui receitas e despesas públicas, enquanto a soberania fiscal diz respeito apenas a uma parte das receitas públicas tributárias (ROTHMANN, 1972).

Para que o Estado possa cumprir com suas finalidades de promover o atendimento das necessidades coletivas, ele precisa ser provido de recursos materiais. A obtenção, assim como a aplicação, dos recursos materiais necessários ao custeio dos serviços públicos constitui a chamada atividade financeira do Estado, que condiciona todas as demais atividades estatais. Por meio de sua soberania, o Estado se dirige aos cidadãos com o objetivo de lhes retirar uma parcela do seu patrimônio particular, exercendo o seu poder de mando (*ius imperii*) (ROTHMANN, 1972).

Para Oliveira *et al.* (2015), o tributo define-se como prestação pecuniária, pois deve ser pago em moeda corrente, descartando qualquer outra forma de pagamento, e compulsória, pela obrigatoriedade do recolhimento independente da vontade do contribuinte. Pêgas (2007) descreve que os tributos podem ser divididos em vinculados e não vinculados. Os vinculados são os tributos que têm relação entre a arrecadação e o serviço prestado ou a prestar pelo Estado, de modo que o valor arrecadado possui uma destinação específica. Já os não vinculados, não possuem vínculo entre a arrecadação e a destinação.

De acordo com Machado (2006), o tributo no ordenamento jurídico brasileiro é necessário porque o país segue a regra da liberdade de iniciativa na ordem econômica, sendo a atividade econômica de competência da iniciativa privada. Apenas em casos especialmente previstos na Constituição Federal Brasileira de 1988, é permitido ao Estado o exercício direto da atividade econômica, sendo eles quando necessário aos imperativos da segurança nacional ou em face de relevante interesse coletivo, conforme definidos no art. 173 da Constituição (MACHADO, 2006). Portanto, não é próprio do Estado o exercício da atividade econômica, sendo essa reservada ao setor privado, que é de onde o Estado obtém os recursos financeiros de que necessita, especialmente por meio dos tributos.

Sabbag (2017) define que um tributo: é prestação pecuniária; é compulsório; é instituído por meio de lei; não é multa; é cobrado mediante lançamento. Coêlho (2017) explica que o tributo se legitima e se diferencia das prestações pecuniárias e apropriações (como contratos celebrados pelo Estado, multas, indenizações e adjudicações) em função, precisamente, de sua “hipótese de fato” relacionada ao preceito. Se diferencia da multa porque essa, embora se encontre prevista em lei em favor do Estado, decorre de um fato ilícito, como exemplo, o sujeito que foi multado descumprir algum dever contratual ou legal.

Fabretti (2008) afirma que o tributo possui um fato gerador, também chamado de fato imponível, que é a concretização da hipótese de incidência tributária prevista em abstrato na lei. Em outras palavras, é aquilo que faz nascer a obrigação principal de pagar o tributo. O art. 114 do CTN (BRASIL, 1966) define que o fato gerador da obrigação principal é a situação definida em lei como necessária e suficiente à sua ocorrência.

A Constituição Federal Brasileira de 1988 (BRASIL, 1988) atribui a competência de criação de tributos federais à União e, no que diz respeito os Estados, à atribuição de criação de impostos a nível estadual, e assim sucessivamente. Soares Neto (2018) explica que, para prosseguimento do direito tributário, faz-se necessário a atividade legislativa de cada ente federativo por meio da edição de lei instituidora de tributos que, por consequência, ocorre devido ao fato gerador existente, previsto nos arts. 114 a 118 do CTN.

Batista Junior (2000) partiu do ponto de vista que desde os anos 1990 o país possui uma elevada carga tributária e que este perfil se estabilizou perante a sociedade, que é inconformada com as inúmeras obrigações exigidas pelo Estado, que, por sua vez, não controla suas despesas, gerando, consequentemente, problemas de crescimento da economia. Segundo o autor, a redundância tributária se relaciona à alta da evasão que dificulta a sistemática fiscal brasileira. Assim, Batista Junior (2000) afirma que o sistema tributário brasileiro possui alto gasto para a

condução dos contribuintes, visto que há muitos tributos, diversas alíquotas, bases de cálculos distintas e que em alguns momentos são inadequadas.

Gobeti e Orair (2017) expuseram que a carga tributária do Brasil é uma das mais altas entre os países em desenvolvimento, chegando a 33% do PIB. Esse percentual está próximo da média dos países que compõem a Organização para a Cooperação Econômica e Desenvolvimento (OCDE), mas em contraposição das economias desenvolvidas, a carga brasileira está mais concentrada nos impostos indiretos e regressivos, do que dos progressivos.

Para Oliveira *et al.* (2015), a obrigação tributária é a afinidade de Direito Público por meio da qual o Estado (sujeito ativo) pode ordenar do contribuinte (sujeito passivo) um estipêndio (objeto) conforme a lei (fato gerador). Um aspecto importante em relação ao tributo é o seu fato gerador, que corresponde à materialização da hipótese de incidência, representando o momento concreto de sua realização. Sendo que é o fato gerador que define a natureza jurídica do tributo, taxa, imposto ou contribuição de melhoria (SABBAG, 2017).

Schoueri (2018) afirma que, de acordo com o art. 113 do CTN, a relação jurídica que se estabelece entre o Estado e o particular, em relação ao pagamento de um tributo, existe a natureza de uma obrigação. Esta é uma garantia que é oferecida pelo sistema jurídico, que não deve passar despercebida, já que tal vínculo é obrigacional, portanto, são estabelecidos (e extinguidos) direitos e deveres na forma da lei. Dessa forma, pode-se entender que a relação tributária possui natureza obrigacional, na qual se identifica dois polos: o ativo (credor) representado pelos entes tributantes, isto é, pessoas jurídicas de direito público interno (União, Estados, Municípios e o Distrito Federal); e o polo passivo (devedor) representado por pessoas físicas e jurídicas, ou, mais precisamente, os chamados contribuintes.

Stoilova (2017) versa que as políticas fiscais contemporâneas almejam a diversidade dos objetivos políticos. Assim, a tributação não tem como objetivo apenas levantar os fundos necessários para as despesas do governo, mas também contribuir para a redistribuição de renda, estabilização econômica, alocação de recursos e, consequentemente, apoiar o crescimento econômico. Por sua vez, o sistema tributário é viabilizado para alcançar os fins da política orçamental da forma eximia, limitando e minimizando o custo da cobrança de impostos e a promoção do crescimento econômico, realizando uma eficiência da tributação que desempenha papel importante na obtenção de crescimento econômico e consolidação.

López (2016), em sua pesquisa, abordou o comércio internacional. A autora verificou que a doutrina do direito internacional em matéria tributária abrange o estudo de tributação internacional, expondo que o problema da tributação não é apenas de ordem nacional das economias, uma vez que há uma perspectiva global, pois identifica-se dificuldades em aplicar

impostos sobre pessoas e entidades econômicas estrangeiras que geram riqueza em territórios que não sejam os seus. Ocorrendo dupla tributação internacional em suas duas suposições legais e econômicas, derivadas da interação de diferentes sistemas tributários da mesma propriedade ou renda.

Além disso, López (2016) citou o nascimento de paraísos fiscais ou territórios de não tributação, nos quais pessoas físicas e jurídicas transferem seus benefícios para evitar o pagamento de impostos. O que caracteriza fraquezas em um planejamento fiscal agressivo estudado por corporações transnacionais, que desafiam os sistemas dos Estados onde operam, quando usam mecanismos para escapar de tais obrigações. Nesse sentido, Allingham e Sandmo (1972), numa análise teórica da ligação entre tributação e eminência de riscos, afirmam que há relação dos efeitos dos impostos nas decisões dos consumidores, contudo, ressaltam que existem as evasões fiscais que dificilmente proporcionam uma análise completa.

Espitia, Ferrari e Hernández (2017), em seu estudo, salientaram que em um contexto macroeconômico global muito complexo, especialmente para economias em desenvolvimento como a colombiana, a economia desacelera e as receitas fiscais diminuem. Isso ocorre por causa da queda nos preços internacionais das matérias-primas, o que reduz a renda cambial, desvaloriza a taxa de câmbio e aumenta o câmbio de preços dos bens e serviços transacionáveis, que é o que ocorreu na Colômbia, gerando um déficit fiscal em torno 20 bilhões de pesos.

Robayo e Herrera (2017) realizaram um estudo na Colômbia cuja meta era calcular a taxa efetiva de imposto de renda gerada por pessoas jurídicas, pertencentes a cada um dos setores da economia, utilizando as informações disponíveis nas declarações de renda da Direção Nacional dos Impostos e Alfândegas (DIAN), entre o período de 2000 a 2015. Entretanto, os resultados efetivos mostraram que o imposto de renda real líquido pago pelas pessoas não era tão alto quanto se acreditava, além de que os valores dessas taxas apresentam diferenças entre os setores econômicos, devido à existência de benefícios fiscais que os afetam de forma diferente, o que evidencia desigualdade horizontal do sistema tributário colombiano.

No Brasil, além da União, os Estados, os Municípios e o Distrito Federal também são pessoas políticas e legislam em matéria tributária. Isso faz com que estejam presentes no país, leis tributárias federais, estaduais, municipais e distritais, todas devendo conviver harmonicamente. Diante deste quadro, pode-se dizer que o tributo é o gênero, do qual o imposto, a taxa e a contribuição de melhoria são as espécies (CARRAZZA, 2013).

Com base nos estudos apresentados, é possível afirmar que os contadores possuem dificuldades quanto aos benefícios e problemas oriundos da legislação, gerando a elisão ou evasão fiscal, tanto no Brasil quanto em outros países. Dessarte, Borrego, Lopes e Ferreira

(2015) pesquisaram as dificuldades dos contabilistas portugueses com o tema e concluíram que as cinco principais áreas de complexidade fiscal identificadas pelos contadores certificados são a volatilidade da lei fiscal, a dispersão da lei fiscal, a preparação de informação contábeis com objetivos fiscais, o elevado número de exceções à regra e regimes de exceção e a ambiguidade presente na linguagem utilizada nos códigos fiscais. Enfatize-se que, dentre essas cinco áreas, quatro enquadram-se na complexidade legislativa.

Assim, Goerke e Runkel (2006) trataram da evasão fiscal, uma vez que ocorre porque as empresas ficam em melhores condições do que quando apresentam o verdadeiro cenário às autoridades fiscais, sendo que tal instituto afeta os *payoffs* das empresas e os ganhos de entrar no mercado. Porém, antes das decisões sobre o nível de atividade e a quantidade de evasão fiscal, as empresas optam por ingressar no mercado a custos positivos. No entanto, a evasão fiscal interfere no nível de produção de cada empresa e altera a produção agregada.

Nesse sentido, de acordo com o *Observatorio Cidadano de Transparencia de El Salvador* (OCT, 2016) é possível afirmar que a evasão fiscal é consciente e proposital, considerada uma fraude ao pagamento de um imposto ao Tesouro. Porém, dependendo das leis que são infringidas pela evasão, pode-se considerar uma infração fiscal ou infração penal. Embora o adjetivo “fiscal” da conceituação de evasão fiscal pareça abranger todos os tipos de impostos, nem sempre a legislação que prevê a sanção está de acordo com o seu caráter “tributário”.

É nesse cenário que há a chamada “economia de sombra”, citado por Torgler e Schneider (2006). Na maioria dos estudos, os autores notaram que a contribuição fiscal e encargos previdenciários são uma das principais causas da existência da economia paralela. Entretanto, os impostos que afetam as escolhas de trabalho e lazer são os que também estimulam a oferta de mão de obra na economia, a distorção da carga tributária geral é uma grande preocupação para os economistas. Quanto maior a diferença entre o custo total da mão de obra na economia oficial e os ganhos após impostos sobre folha, maiores são os incentivos para evitar essa diferença e trabalhar na “sombra econômica”.

Em contrapartida, a evasão é vista de outra forma. O OCT (2016) indica que, conceitualmente, evadir e eludir significa essencialmente o mesmo. Sendo que evadir significa evitar com habilidade e astúcia uma dificuldade, um compromisso ou um perigo; enquanto que eludir significa evitar uma dificuldade, obrigação, elidir e etc. Similarmente, na linguagem econômica, ambos os conceitos são sinônimos, de modo que entende-se que qualquer elusão fiscal é também uma evasão fiscal.

Na evasão fiscal não há fraude ao Tesouro reconhecido como tal pela legislação tributária, pois existe uma permissão regulamentar excepcional que permite certas pessoas, físicas ou jurídicas, não pagarem os impostos, e é excepcional porque acontece num âmbito de atividades sociais que, regra geral, estão sujeitas a imposições fiscais pelo Estado. No entanto, essa dicotomia conceitual expirou entre evasão e elisão fiscal, sendo adequado abordar um conteúdo mais substantivo desse último como um fenômeno econômico e social.

Segundo o estudo colombiano de Rodríguez e Ávila (2017), entre 2000 a 2014, a carga tributária total em seu país tendeu a aumentar. Porém, medindo a capacidade tributável pelo respectivo lucro líquido e após o fenômeno da tradução tributária<sup>1</sup>, fica claro que o aumento foi visível, tanto para o rendimento do trabalho como para o rendimento do capital. Ao longo do período, a relação entre a carga tributária dos trabalhadores e os donos de capital experimentou mudanças importantes. Além disso, notou-se que entre 2000 e 2013, a taxa efetiva sobre a renda do trabalho foi superior a correspondente à renda do capital, com uma diferença entre as duas taxas que se fechavam de forma tendencial.

Para Fuentes (2017), em vários textos da lei tributária chilena, e em alguns artigos especializados sobre o tema, o conceito de elisão relacionado ao verbo ou ação de anular a carga tributária apresentam dados antigos, evitando a melhoria do evento tributado ou diminuindo o lucro tributável do contribuinte, gerando impostos acumulados. Dessa forma, os contornos ou limites do conceito e cobertura da evasão fiscal podem ser explicados com certo “nivelamento”, pois existe um certo espaço onde esse comportamento elusivo se desenvolve, assim tais limites são os conceitos de evasão fiscal e planejamento.

Contudo, ao se debater sobre a evasão fiscal, presume-se que o evento tributado foi verificado, acrescido da obrigação de pagar o imposto, mas o contribuinte o torna oculto (FUENTES, 2017). Isso é uma violação voluntária, com a intenção precisa de não pagar, sendo a forma mais básica de resistência do contribuinte para cumprir seu dever. Portanto, situações de evasão fiscal são normalmente contrapostas por hipóteses infracionais, constituindo-se em evasão, conduta que se pode afirmar ser ilícita e antijurídica.

## 2.2 Parcelamentos fiscais

Para enfrentar crises, em momentos de dificuldade financeira das empresas, os órgãos públicos proporcionam condições facilitadoras para quitação dos débitos tributários. Desse

---

<sup>1</sup> Tradução tributária é um fenômeno explicado por Rodríguez e Ávila (2016), que ocorre quando os tributos não são necessariamente impostos ao capital por [formalmente] incidirem sobre esse.

modo, foi implementado no CTN (Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966) pela Lei Complementar 104, de 10 de janeiro de 2001, o parcelamento como modalidade de suspensão da exigibilidade do crédito tributário (art. 151, inc. VI) (ZANELLO, 2015).

Sakaue e Oliveira (2012) afirmam que a principal dificuldade que a iniciativa privada enfrenta no Brasil é, certamente, a alta carga tributária. Geralmente devido aos problemas de gestão e administração, principalmente por causa da falta de um planejamento tributário adequado e, também, em decorrência de questões econômicos e/ou comerciais, muitas empresas acabam passando por graves problemas de fluxo de caixa, levando empresários a deixarem de cumprir com algumas obrigações financeiras. Entre elas, normalmente, as obrigações tributárias estão entre as primeiras a não serem cumpridas pelas empresas em dificuldade.

O não pagamento dos tributos gera notificações, autuações, inscrição de débitos em dívida ativa da união e as consequências que uma execução fiscal, o que certamente pode tornar qualquer empresa economicamente inviável. Essas dificuldades são passíveis de acontecer com qualquer um que explore a atividade econômica. Acontece que não interessa ao Estado que a iniciativa privada feche suas portas. Em situações como essas, seja qual for o motivo da inviabilidade econômica das empresas, a União não terá seus tributos pagos. Além disso, o mercado irá sofrer um consequente aumento nos índices de desemprego e terá sua circulação econômica diminuída, o que não interessa ao Estado.

Borges e Quintana (2008) esclarecem que a escolha de parcelar os débitos tributários deve ser assumida mediante o diagnóstico de muitas variantes constantes na realidade financeira, econômica e gerencial de cada empresa. Desse modo, quando o planejamento tributário se faz presente na organização não há dúvidas em afirmar que o parcelamento tributário pode ser um aliado.

De acordo com Zanello (2015), quando se fala em débitos fiscais, dependendo do ponto de vista que se assume, está se falando de créditos fiscais. Para o CTN, o parcelamento trata-se como crédito tributário, já para o contribuinte, de débito. Assim, optou-se por usar o termo parcelamento de débitos ao fazer referência aos atos de iniciativa do contribuinte, pois, apenas ele decide em aderir ou não ao parcelamento.

Paes (2014) afirma que os programas de parcelamento tributário têm consequências além do acerto dos débitos entre governo e empresas. O autor intuiu que esses programas enfraquecem a cultura do pagamento espontâneo dos tributos no prazo, visto que os contribuintes acreditam que ao deixar de pagar suas obrigações terão, no futuro, um parcelamento benéfico com uma boa redução a valor presente. Morais, Macedo e Borges (2011)

ressaltam que a resolução eficaz de uma dívida fiscal em decorrência da aderência aos parcelamentos é um cenário raro, sendo possível perceber que, na prática, os devedores transitam entre os diversos refinanciamentos, sem solucionar seus passivos tributários.

Em sua pesquisa, Marques (2008) mensurou a eficiência da arrecadação tributária entre os anos de 1998 e 2006, utilizando a fronteira estocástica em um painel de dados com o modelo econômico proposto. O autor verificou o desempenho da arrecadação de impostos e contribuições federais, considerando os parcelamentos fiscais, dívida ativa e fiscalização como fatores que influenciam a eficiência da arrecadação. Os resultados mostram que os parcelamentos especiais impactam de forma negativa na eficácia da arrecadação federal (MARQUES, 2008). Por fim, é conclusivo que devido aos constantes perdões concedidos pela Receita Federal, os contribuintes não se preocupam com o que devem e, por consequência, não pagam suas dívidas tributárias e tem suas penalidades minimizadas.

Morais, Macedo e Borges (2011) demonstram que os parcelamentos tributários são ineficientes do ponto de vista da arrecadação, uma vez que 90% do estoque parcelado não é pago. Essa diminuição decorre da adesão aos novos parcelamentos que são instituídos trienalmente e, mais recentemente, a cada dois anos. De acordo com os autores, a cobrança administrativa de débitos tributários tem relação negativa com as sucessivas reaberturas de parcelamentos. O que impacta na diminuição dos índices de recuperação de crédito tributário no Brasil.

Baracho (2013) buscou entender se o instituto do parcelamento tributário cria a suspensão da exigibilidade e extingue a punibilidade na esfera criminal e, também, tratou a ferramenta como Poder Político com objetivo de melhorar a arrecadação tributária, pois possibilita ao contribuinte pagar sua dívida parcelada. Nesse contexto, o autor salientou que o Estado vale-se do direito penal como forma de garantir a cobrança de crédito tributário, mas que diante dos parcelamentos ocorre: a suspensão da exigibilidade do crédito tributário; a suspensão da pretensão punitiva, enquanto persistir o parcelamento do débito; a interrupção do prazo prescricional, na assiduidade do parcelamento; e a destruição da punibilidade, no momento em que o débito é totalmente honrado.

Por fim, para um melhor entendimento acerca dos parcelamentos tributários, Paes (2014) ressalta que na literatura é comum a falta de tratamento adequado para a questão da política tributária de tais mecanismos, uma vez que não trata os pontos negativos do cumprimento espontâneo da arrecadação, da ineficiência ou do baixo retorno ao governo. Da mesma forma, o autor enfatiza que até o ano 2000 os governos não recorriam com constância

aos parcelamentos especiais a fim de aumentarem receitas, mas que após tal ano, as renegociações tornaram-se recorrentes, acontecendo, aparentemente, a cada três anos.

Nesse sentido, procurando resolver o problema da evasão fiscal, o governo desenvolveu mecanismos jurídicos para o parcelamento dos débitos com o Fisco, no intuito de fornecer meios aos empresários para quitar suas dívidas. O art. 155-A do CTN (BRASIL, 1966) prevê que o parcelamento pode ser concedido na forma e condição estabelecidas em lei próprias. Nesse sentido, Rocha e Santiago (2012) asseveram que, frequentemente, são concedidos parcelamentos especiais tanto a entes públicos como a empresas privadas, além de pessoas físicas, somando-se às já existentes modalidades de parcelamento comum em 60 meses, que independem de momento específico.

Ao criar os programas de parcelamento, o Estado busca colaborar na solução de um problema que ele mesmo criou, já que a alta carga tributária é um dos principais fatores que fazem com que a iniciativa privada passe por tais dificuldades (SAKAUE; OLIVEIRA, 2012). Para as pessoas físicas e jurídicas de direito privado, os principais tipos de parcelamentos existentes, desde 2000, foram o REFIS. O programa teve 4 edições: REFIS I; REFIS II ou PAES; REFIS III ou PAEX; e REFIS IV ou “Refis da Crise”, visto ter sido editado logo após o estouro da bolha financeiro-imobiliária dos Estados Unidos da América (EUA), provocando repercussões por todo o mundo. Já para as pessoas jurídicas de direito público, a lista de privilégios fiscais é bem mais extensa (ROCHA; SANTIAGO, 2012).

Quadro 1 - Parcelamentos Especiais Federais

(continua)

Parcelamento	Ano	Lei	Descrição dos débitos permitidos
PERT - Simples Nacional	2018	Lei Complementar nº 162, de 6 de abril de 2018	Simples Nacional vencidos até 29 de dezembro de 2017.
PRR - Programa de Regularização Tributária Rural	2018	Lei nº 13.606, de 9 de janeiro de 2018	Débitos de responsabilidade de pessoas físicas e jurídicas rurais vencidos até 30 de agosto de 2017.
PERT - Programa Especial de Regularização Tributária	2017	Lei nº 13.496, de 24 de outubro de 2017	Débitos tributários federais vencidos até 30 de abril de 2017.
PRT - Programa de regularização Tributária	2017	Medida Provisória nº 766, de 4 de janeiro de 2017	Débitos tributários federais vencidos até 30 de novembro de 2016.
REFIS – Programa de Recuperação Fiscal	2000	Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000	Regularização de créditos da União, decorrentes de débitos de pessoas jurídicas, relativos a tributos e contribuições, administrados pela Secretaria da Receita Federal e pelo Instituto Nacional do Seguro Social – INSS, com vencimento até 29 de fevereiro de 2000

Quadro 1 - Parcelamentos Especiais Federais

(conclusão)

Parcelamento PIS/COFINS – Lei nº 12.865/2013	2013	Lei nº 12.865, de 09 de outubro de 2013	Autoriza o pagamento de subvenção econômica aos produtores da safra 2011/2012 de cana-de-açúcar e de etanol que especifica e o financiamento da renovação e implantação de canaviais com equalização da taxa de juros
Parcelamento Especial – PAES (REFIS II)	2003	Lei nº 10.684, de 30 de maio de 2003	Débitos junto à Secretaria da Receita Federal ou à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, com vencimento até 28 de fevereiro de 2003
Opções da Lei nº 11.941/2009	2009	Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009	Os débitos de qualquer natureza junto à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN) ou à Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB), vencidos até 30 de novembro de 2008, que não estejam nem tenham sido parcelados até o dia 27 de maio de 2009.

Fonte: Compilado de Brasil (2000, 2003, 2009, 2013, 2017b, 2017c, 2018a, 2018b).

Os parcelamentos de impostos são dotados de incentivos e renúncias fiscais. De forma geral, Formigoni (2008) aponta que o que há de comum entre benefício fiscal e incentivo fiscal é que ambos pertencem a matérias tributárias e agem no sentido de atenuar ou eliminar os efeitos da tributação. A diferença é que o benefício é concedido para resolver resultados danosos passados enquanto o incentivo almeja criar resultados positivos futuros. Como exemplo de benefícios, têm-se a anistia e o parcelamento, e como exemplo de incentivos, têm-se a isenção e a redução da base de cálculo.

Segura, Formigoni e Grecco (2012) analisam que as empresas em débito com o Estado podem passar por sérias dificuldades de operação, o que pode limitar sua capacidade de geração de lucros e, por fim, gerar um círculo vicioso que a leve a encerrar as suas atividades. Entretanto, a situação é tão ruim para o empresário que se encontra em atraso com suas obrigações fiscais, quanto para o Estado e para a sociedade, pois o encerramento das atividades da empresa gera a redução de postos de trabalho e o aumento dos gastos sociais como, por exemplo, o seguro-desemprego. Dessa forma, facilitar o pagamento de tributos incentiva as empresas a regularizarem a sua situação fiscal, mantém os postos de trabalho e incentiva a economia do país.

Os autores Faber e Silva (2016) salientam que a instituição de programas de parcelamentos tributários especiais pelo governo federal tem como meta a recuperação de dívidas vencidas em caráter administrativos e judiciais, sendo que a permissão reiterada desses programas, no entanto, é muitas vezes questionada por simbolizar um apoio para o não pagamento tempestivo de tributos. Os autores investigaram do ponto de vista econômico, questões de como os parcelamentos podem influenciar nas decisões dos contribuintes e quais

os impactos na arrecadação. Por meio dos três cenários e modelos, analisaram que a espera para a abertura de um parcelamento e tais adesões posteriores afetam negativamente a arrecadação.

A pesquisa de Lima, Wilbert e Serrano (2017) investigou como o parcelamento de tributos federais pode se equiparar como fonte de financiamento indireto das empresas, verificando a vantagem em relação à captação no mercado e o impacto na estrutura de capital. Os autores fizeram uma comparação do custo do parcelamento com o custo de captação de crédito com instituições financeiras, assim como, em estudo de caso, simulou-se o impacto na estrutura de capital. Concluíram que o custo do parcelamento de tributos é menor do que o de arrecadação, sendo possível perceber que o parcelamento de tributos é vantajoso quanto à estrutura de capital, mas não reconheceu a relação entre o custo de financiamento, seja por parcelamento ou por captação, e os saldos de parcelamento e de crédito financeiro.

Formigoni (2008) realizou um estudo que teve como foco ponderar os efeitos dos incentivos fiscais frente à estrutura de capital e a rentabilidade das empresas brasileiras não financeiras. Para tal, foram analisadas 590 empresas abertas, com negociações na B3 - Bolsa de Valores de São Paulo, compreendendo os anos de 1995 a 2007. No estudo, o autor concluiu que os resultados apontaram não haver correlação estatística significativa entre o incentivo fiscal e indicadores de estrutura de capital, mas encontrou correlação relevante entre incentivo fiscal e rentabilidade das empresas.

Já Cavalcante (2010) analisou a relação entre os parcelamentos tributários com a arrecadação da União, utilizando os anos de 2005 a 2010, e indicou que há relação pessimista entre a arrecadação convencional daquela coletada com os parcelamentos especiais. Por outro lado, também demonstrou que a arrecadação oriunda dos parcelamentos se pauta na atividade econômica do país mensurada pela produção industrial, concluindo que há ineficiência da utilização dos parcelamentos tributários na cobrança de créditos do governo federal.

Morais, Macedo e Borges (2011) examinou o motivo que levou parte dos contribuintes a saíram dos programas de parcelamento, pois, segundo os autores, 85% das opções no REFIS foram encerrados por rescisão na perspectiva de 2011, já no PAES o percentual caiu para 62% e no PAEX é de 53%. Os autores afirmam que a maioria dos encerramentos se deve à inadimplência, o que leva o contribuinte apenas a trocar de parcelamento. Os dados mostram que apenas 6% dos optantes do REFIS liquidaram seus passivos, o que permite concluir que os sucessivos parcelamentos dificultam o sucesso na cobrança administrativa do ente federal.

Em seu estudo, Segura, Formigoni e Grecco (2012) buscaram conhecer se as empresas abertas que aderiram ao REFIS apresentavam capital de giro líquido distante das que não entraram no refinanciamento, considerando uma amostra de 176 empresas, com 1760

observações de empresas da B3 entre o período de 2000 a 2009. O tratamento dos dados foi feito por meio do teste não paramétrico de comparação entre médias Kruskal Wallis e o Modelo Fleuriet. Como resultado, identificou-se situação financeira excelente e sólida para os setores Financeiro, Bens industriais e Eletroeletrônicos, já os demais setores demonstraram situação financeira insatisfatória, péssima ou muito ruim diante da amostra coletada e analisada.

Já em um contexto mais ligado à legislação e regras, Dexheimer (2014) analisou as leis federais, estaduais e municipais que implantaram os programas de parcelamento de tributos. A autora estudou os benefícios fiscais autorizados pelos entes públicos e pesquisou as regras de adesão dos programas instituídos aos contribuintes. Assim, checou-se a validade tributária e do papel que a manifestação de vontade do devedor pode encarar, bem como ponderou a validade e os efeitos da confissão irrevogável e irretratável da dívida parcelada, por fim levantou-se as condições de desistência e renúncia do débito parcelado.

Lima (2015) analisou se a aderência aos parcelamentos tributários federais como forma de financiamento indireto das atividades da empresa é mais competitiva que a captação de recursos em instituições financeiras, checou o impacto na estrutura de capital da entidade, especialmente em relação à liquidez, ao desempenho econômico e à dinâmica do capital de giro. O autor buscou entender quando é possível estabelecer um parcelamento e seu custo, comparou o custo de capital de um banco com o parcelamento fiscal e, então, simulou o impacto na estrutura de capital das empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Por fim, Lima (2015) contrapôs a taxa média das operações de crédito com o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) e revelou que os parcelamentos fiscais têm menor custo que o capital financeiro.

Paes (2014) avaliou o impacto que os programas de parcelamento tributário exercem sobre o comportamento do contribuinte e sobre a arrecadação. Sem a concessão de parcelamentos, o hiato tributário alcança 30%, expandindo-se para 34% em vista dos parcelamentos concedidos. O autor concluiu pelo estímulo negativo e reiterado dos sucessivos parcelamentos exercidos sobre a espontaneidade do contribuinte. Os resultados de seus estudos permitem afirmar que o parcelamento é inadequado como mecanismo de aumento de arrecadação e de incentivo aos contribuintes.

### 2.2.1 Programa Especial de Regularização Tributária (PERT)

A Medida Provisória nº 783, de 31 de maio de 2017, convertida na Lei nº 13.496, de 24 de outubro de 2017, foi publicada pelo Governo Federal e instituiu o PERT (BRASIL, 2017d).

Foi regulamentada pela Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil (RFB) nº 1.711, de 16 de junho de 2017 (BRASIL, 2017a) e pela Portaria da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN) nº 690, de 29 de junho de 2017 (BRASIL, 2017e). Este Programa teve por objeto viabilizar a quitação de débitos administrados pela RFB de pessoas físicas e jurídicas, sendo que tais obrigações poderiam estar ou não inscritas em dívida ativa na RFB ou na PGFN até a data de adesão ao programa, de natureza tributária ou não tributária, vencidas até 30 de abril de 2017 (SILVA; MACIEL, 2018).

Os débitos que puderam ser parcelados foram os vencidos até 30 de abril de 2017, constituídos ou não, provenientes de parcelamentos anteriores rescindidos ou ativos ou em discussão administrativa ou judicial, devidos por pessoa física ou pessoa jurídica de direito público ou privado, inclusive aquelas que se encontravam em recuperação judicial. Ou ainda, os débitos provenientes de lançamentos de ofício efetuados após 31 de maio de 2017, desde que o requerimento de adesão se dê no prazo e o tributo lançado tivesse vencimento legal até 30 de abril de 2017.

Em contrapartida, havia exceção de débitos que não poderiam participar do programa. Como aqueles apurados na forma do Simples Nacional, apurados na forma do Simples Doméstico, aqueles provenientes de tributos passíveis de retenção na fonte, de desconto de terceiros ou de sub-rogação, devidos por pessoa jurídica com falência decretada ou por pessoa física com insolvência civil decretada, devidos pela incorporadora optante do Regime Especial de Tributação (RET), e os constituídos mediante lançamento de ofício efetuado em decorrência da constatação da prática de crime de sonegação, fraude ou conluio.

Conforme disposto nos incisos I a III do art. 2º da Medida Provisória nº 783, 31 de maio de 2017, o contribuinte poderia optar por apenas uma dentre as modalidades, por âmbito, e ele teria no máximo duas modalidades do Programa com a RFB, sendo uma previdenciária e uma chamada de demais débitos (BRASIL, 2017d). Nesse sentido, o programa de regularização dispôs que poderiam ser utilizados os montantes de prejuízo fiscal e de base de cálculo negativa da CSLL, existentes até 31 de dezembro de 2015 e declarados até 29 de julho de 2016 e que o saldo remanescente poderia ser parcelado em até 60 prestações adicionais.

Assim, concretiza-se a primeira modalidade sem redução de multas e juros, cujo pagamento deveria ser realizado à vista e em espécie de, no mínimo, 20% do valor da dívida consolidada, sem redução, em 5 parcelas, vencíveis de agosto a dezembro de 2017, e do restante com utilização de créditos de prejuízo fiscal e base de cálculo negativa da CSLL ou com outros créditos próprios relativos a tributo administrado pela RFB (BRASIL, 2017b).

Já na segunda modalidade, haveria a redução de multas e juros, com pagamento da dívida consolidada em até 120 prestações mensais e sucessivas, calculadas mediante aplicação de percentuais mínimos até à 36<sup>a</sup> parcela, sendo que da 1<sup>a</sup> à 12<sup>a</sup> prestação ocorreria o pagamento de 0,4% da dívida, já 13<sup>a</sup> à 24<sup>a</sup> prestação aplicou-se o percentual de 0,5%, e da 25<sup>a</sup> à 36<sup>a</sup> prestação seriam de 0,6% e, por fim, a partir da 37<sup>a</sup> parcela seriam aplicados o percentual correspondente ao saldo remanescente em até 84 mensalidades sucessivas (BRASIL, 2017b).

Em relação as modalidades com redução, havia a exigência do pagamento à vista e em espécie de, no mínimo, 20% do valor da dívida consolidada, sem redução, em 5 parcelas mensais e sucessivas, vencíveis de agosto a dezembro de 2017. Para o devedor com dívida total, sem redução, igual ou inferior a R\$ 15.000.000,00, havia a redução do valor do pagamento à vista e em espécie para, no mínimo, 7,5% do valor da dívida consolidada, sem redução (BRASIL, 2017b).

Sendo pago a entrada, o restante poderia ser: liquidado integralmente em janeiro de 2018, em parcela única, com redução de 90% dos juros de mora e de 50% das multas de mora, de ofício ou isoladas; parcelado em até 145 parcelas mensais e sucessivas, vencíveis a partir de janeiro de 2018, com redução de 80% dos juros de mora e de 40% das multas de mora, de ofício ou isoladas; ou parcelado em até 175 parcelas mensais e sucessivas, vencíveis a partir de janeiro de 2018, com redução de 50% dos juros de mora e de 25% das multas de mora, de ofício ou isoladas. Sendo cada parcela calculada com base no valor correspondente a 1% da receita bruta da pessoa jurídica, referente ao mês imediatamente anterior ao do pagamento, não podendo ser inferior a 1/175 do total da dívida consolidada (SILVA; MACIEL, 2018).

Após o pedido do parcelamento, a consolidação ocorreu mediante ato normativo que publicado pela Receita Federal do Brasil, com todas as informações necessárias para apresentação da documentação e cálculos para consolidação. Por outro lado, na PGFN, a consolidação ocorreu automaticamente no momento da adesão ao PERT.

### 2.3 Indicadores econômico-financeiros

Para se realizar uma análise econômico-financeira de uma empresa, Silva (2010) explica que é necessário um exame minucioso dos dados financeiros/contábeis disponíveis sobre a organização, assim como sobre as condições endógenas e exógenas que a afetam financeiramente, tendo como o objetivo verificar sua performance econômico-financeira.

Segundo Soares (2006), para essa análise, são utilizados indicadores de desempenho. Um indicador de desempenho é um grau numérico como porcentagem, índice, quociente, taxa,

ou checagem diversa, que é avaliada em escalas e confrontada a diversos pontos. Nesse sentido, considera-se que a análise econômico-financeira das demonstrações contábeis é um método que estabelece a responsabilidade do analista, pois são muitos os indicadores disponíveis, o que faz com que o profissional avalie a importância de cada um para entender os fundamentais quocientes.

As demonstrações contábeis ou análise de balanços ou, ainda, análise financeira, têm por objetivo sumarizar o desempenho histórico da empresa por meio de índices e/ou indicadores. Existem três grupos de índices que são considerados tradicionais, sendo os Índices de Liquidez, de Rentabilidade e de Estrutura de Capital (ou índice de endividamento). De acordo com Matarazzo (2003), os índices de liquidez e de estrutura de capital têm por objetivo evidenciar aspectos relacionados com a situação financeira da empresa, enquanto os de rentabilidade buscam evidenciar aspectos relacionados com sua situação econômica.

Em relação aos índices de liquidez, Martins, Diniz e Miranda (2014) indicam que esses índices demonstram a situação financeira de uma empresa diante das obrigações financeiras admitidas. Em outras palavras, representam a condição de honrar seus compromissos e a condição de sua continuidade. Dessa forma, a análise da liquidez de uma empresa tem por objetivo avaliar sua capacidade de financiamento em relação a suas exigibilidades. Sendo que, a análise interna de sua liquidez se constitui em um dos instrumentos mais valiosos de controle financeiro, principalmente quando é realizada em períodos curtos, por exemplo, semanais, quinzenais ou mensais.

Na opinião de Matarazzo (2010), uma empresa que apresenta bons índices de liquidez terá boas condições de pagar suas dívidas, mas não estará, entretanto, obrigatoriamente pagando suas dívidas em dia, por questão do envolvimento de outras variáveis como prazos, renovação de dívidas, entre outras.

Conforme Bruni (2011), os índices de estrutura de capital é a relação existente entre a participação dos capitais de terceiros sobre recursos totais da empresa e demonstra a percentagem do ativo total que se encontra financiado com os recursos de terceiros. O autor afirma que esse é um dos mais importantes aspectos relacionados com a análise das demonstrações contábeis, pois se refere ao estudo da evolução do endividamento ou da estrutura de capital da empresa.

Neste trabalho, adotou-se como estudo os índices de estrutura de capital, compostos pelos indicadores de endividamento, composição do endividamento, imobilização do patrimônio líquido e imobilização dos recursos não correntes (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2014). O índice de endividamento busca apresentar o quanto a empresa possui de dívidas

relacionando o capital de terceiros com o capital próprio. Já a composição de endividamento busca apresentar quanto de dívida total com terceiros é exigida no curto prazo. O indicador de imobilização do patrimônio líquido apresenta o quanto de capital próprio está aplicado em ativos de baixa liquidez. Por fim, o índice de imobilização dos recursos não correntes representa o percentual de recursos de longo prazo apostos nas contas de ativos de baixa liquidez (imobilizado, investimento e intangível).

Diferentemente dos índices apresentados anteriormente, que tinham ênfase nas demonstrações contábeis, os índices de rentabilidade, segundo Martins, Diniz e Miranda (2014), passam a ter um enfoque numa visão mais econômica das análises. Dessa forma, via de regra, tais índices se pautam nos resultados alcançados pela empresa com determinado valor que propague a sua extensão, pois concede uma melhor visão do desempenho econômico da empresa.

Na opinião de Piotroski (2005), o processo de análise de demonstrações contábeis se baseia na premissa de que investidores mais apurados possuem a capacidade de utilizar as informações financeiras repassadas pela a empresa de forma a elaborar estratégias de investimento mais lucrativas, ou seja, que por meio de uma análise criteriosa e detalhada de demonstrações contábeis históricas da empresa é possível reunir informações relevantes para a tomada de decisões futuras.

Assaf Neto (2010) corrobora ao afirmar que a análise de demonstrações contábeis objetiva relatar, baseando-se nas informações contábeis das empresas, qual a sua posição econômico-financeira atual, quais as causas que determinaram a evolução que se apresenta e quais as tendências futuras. Em outras palavras, essa análise permite que sejam extraídas informações sobre a posição passada, a posição atual e, ainda, fornece subsídios para realizar uma projeção da posição futura da empresa.

A análise econômico-financeira da empresa pode assinalar entraves e dificuldades, porém, quando manipulada corretamente, pode apresentar recursos preventivos aos seus usuários. Dessa forma, as limitações das investigações e aplicações da análise de balanços são naturalmente financeiras. Soares (2006) afirma que tratando, trabalhando e analisando as informações das demonstrações contábeis, pode-se adicionar e dilatar a astúcia de possíveis deficiências das demonstrações contábeis.

Os indicadores de desempenho, como os índices citados (liquidez, rentabilidade e endividamento), são de vasta conveniência no procedimento de análise da conjuntura econômico-financeira das empresas. Embora, para que tal ação seja precisa, é necessária precaução à abrangência e interpretação dos dados, do que somente ao cálculo. Para Martins,

Diniz e Miranda (2012) é a expertise do analista e a sua competência interpretativa que abonarão a propriedade e a eficácia da análise confiada.

Soares (2006) afirma que as análises retiradas das demonstrações contábeis têm distintas aplicações nas companhias e atuam, principalmente, como validação de desempenho. Ademais, as análises sacadas das informações contábeis ainda são úteis para usuários, indivíduos e organizações externos à empresa, incluindo credores ou fornecedores, investidores, acionistas, instituições financeiras diante da análise de concessão de crédito e outros clientes ou consumidores em potencialidade.

Nesse sentido, Martins, Diniz e Miranda (2014), citam três etapas primordiais para uma boa análise dos indicadores, sendo compreendida em: observação, exame e interpretação. Tais qualidades formam o acróstico OEI – Observação, Exame e Interpretação –, uma vez que observação é o passo inicial para uma análise virtuosa, pois é nesse momento que se deve ater aos fatos que chamam à atenção. Num segundo passo há a formalidade do exame, que haverá a tentativa de responder aos quesitos da forma de estruturação das informações afim de um sentido lógico. Por fim, a interpretação requer que o analista insista no significado e conclusões de sua observação e exame.

Enfatiza-se que os cenários externos influenciam as análises das demonstrações contábeis, uma vez que, para preparar um relatório de análise de demonstrações, não basta apenas conhecimento de contabilidade, mas sim conhecer a situação na qual a empresa está inserida e o comportamento da economia. Silva (2008) cita que as atividades empresariais sofrem influência do macroambiente (governo, conjuntura nacional e internacional, concorrentes, globalização, natureza, ecologia). Um exemplo do alcance político, é a tributação que pode alterar a atividade empresarial (positivamente ou negativamente).

Martins, Diniz e Miranda (2012) explicam que as dificuldades em torno da análise das demonstrações contábeis estão pautadas inicialmente nas informações contábeis que os índices necessitam, pois, as técnicas de “embelezamento” dos demonstrativos contábeis atrapalham cálculos assertivos e confrontáveis. Nesse sentido, podem ocorrer falhas na elaboração matemática dos índices (cenário de que as demonstrações contábeis trabalham com posições estáticas, a querela de temporalidades dos dados patrimoniais, insuficiência dos indicadores de deterem a sazonalidade das companhias, problemas de categorização das contas patrimoniais).

Contudo, percebe-se que as gamas de aplicação da contabilidade estão em diversos segmentos. Lames e Miranda (2017) indicam que a contabilidade está inserida em distintas áreas de mercado, responde a intentos específicos de negócios comerciais, industriais, de

serviços, financeiras e securitização. Dessa forma, os profissionais que elaboram as demonstrações contábeis devem se pautar a demonstrar favoravelmente o que se propõe.

Frente ao entendimento da aplicação da análise das demonstrações contábeis ou econômico-financeira, em torno dos índices de estrutura de capital e ponderação quanto à situação econômica do mercado, firma-se que o presente estudo analisou se há diferenças nos índices de estrutura de capital das empresas com negociações na B3 que aderiram ao PERT daquelas que não optaram pelo programa de parcelamento. Analisou-se também se tais índices sofreram alterações entre os anos de 2016 e 2018 para as empresas aderentes ao programa.

## 2.4 Teoria do *trade-off* e as determinantes da estrutura de capital

O termo *trade-off* é uma expressão de origem inglesa cujo significado literal remete a troca. No mundo dos negócios, o termo tem sido utilizado para escolher algo em situações conflitantes e que requerem uma avaliação da conjuntura, de modo que os indivíduos necessitem fazer uma opção cuja tratativa pode implicar em algum resultado (PAIVA *et al.*, 2004). Faria e Costa (2008) explica que quando um gestor busca a melhor decisão para a companhia e observa diversas informações interdependentes, cujas respostas mudam de acordo com as possibilidades, ele se depara com o *trade-off*.

Nazari, Kline e Herremans (2006) ressaltam que este termo tem sido uma das estratégias mais usadas nas ciências sociais para capturar as características e as relações das variáveis. Diante desse aspecto, pode-se afirmar que é um ponto determinante nas decisões, pois essas apresentam valor e influenciam diretamente no resultado das empresas. Meireles *et al.* (2009) ressaltam que o conceito de *trade-off* está associado à percepção de quando se faz uma escolha, no sentido de se ter uma coisa ou outra.

Contabilmente, a estrutura de capital diz respeito à parcela de capital próprio e de terceiros que a empresa utiliza em suas atividades. De maneira conservadora as empresas tendem a maximizar o uso de capital próprio em detrimento a recursos de terceiros (OLIVEIRA *et al.*, 2012), porém há fatores que ressaltam os benefícios do endividamento por questões fiscais, tributárias e de competitividade (STULZ, 1990). De acordo com Graham (2000), existe um ponto em que este endividamento maximiza resultados, porém, deve-se atentar para o risco financeiro.

Inicialmente, é possível apresentar o que foi realizado na área de finanças desde que Modigliani e Miller (1958) trataram da teoria de estrutura de capital, uma vez que afirmaram que diante de certos cenários, a estrutura de financiamento tomada por uma empresa não

causaria danos ao seu valor, contudo suas decisões de investimento teriam maior relevância no valor das empresas. Estes estudos, em um primeiro momento, estavam pautados em um cenário ideal sem a incidência de impostos, o que implicaria em uma estagnação de sua estrutura de capital.

Nakamura *et al.* (2007) salientam que com os avanços dos estudos de Modigliani e Miller, em 1963, passou-se a dar maior atenção para a importância dos impostos nas análises de estrutura de capital, sendo que tal percepção dos aspectos tributários contribuiu para a melhora das teorias sobre estrutura de capital e para maiores detalhamentos e cruzamentos de informações. Após as inserções de Modigliani e Miller, surgiram outros estudos sobre a estrutura de capital, havendo uma forte contribuição teórica com a teoria do *trade-off*.

A teoria do *trade-off* estabelece que uma empresa terá uma estrutura de capital otimizada suportada pela relação balanceada dos impostos sobre as dívidas e dos custos de falência associados à alavancagem. Brito e Lima (2005) destacam que a teoria foi proposta em virtude do questionamento de como as empresas efetivamente podiam estabelecer uma relação entre suas dívidas e recursos próprios em sua estrutura de capital.

Segundo Myers (1984), as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento. Damodaran (2004) explica que o uso de capital de terceiros visa equilibrar as imperfeições do mercado. Desta forma, o correto endividamento dar-se até o ponto em que o benefício fiscal marginal gerado sobre a dívida adicional adquirida é compensado pelo aumento do valor presente da empresa.

Modigliani e Miller (1958) demonstram que, sob a hipótese de mercados perfeitos e na ausência de impostos, o valor da firma não é influenciado por sua estrutura de financiamento, isto é, independe do balanceamento entre capitais de terceiros e capital próprio. Alguns anos após essa demonstração, Modigliani e Miller (1963) reconhecem que a existência do imposto de renda da pessoa jurídica altera as conclusões delineadas no estudo de 1958.

Assim como reforçado por Tarantin Junior (2013), o benefício fiscal gerado pelo uso do capital de terceiros, dada a dedutibilidade dos juros no cálculo do imposto de renda da pessoa jurídica, faz com que a empresa aumente de valor substituindo capital próprio por capital de terceiros e que o aumento de valor seria dado pelo valor presente do benefício fiscal gerado pelo uso do capital de terceiros.

Tarantin Junior (2013) ainda ressalta que os dois estudos de Modigliani e Miller são a referência inicial de grande parte dos trabalhos que visam explicar quais são os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas. A argumentação inicial de que a forma de financiamento não importa, ou seja, que não afeta o valor da empresa e a posterior verificação

do contrário, motivou o surgimento de teorias que se utilizaram de elementos da realidade empresarial para explorar os determinantes da forma de financiamento das empresas.

Nesse sentido, de acordo com Bastos e Nakamura (2009), a moderna teoria de estrutura de capital surgiu com o celebre trabalho de Modigliani e Miller (1958), que apontou na direção de que, em certas condições, a forma de financiamento das firmas é irrelevante. Desde então, diversas pesquisas sobre o tema foram conduzidas, tendo como ponto de partida as conclusões de Modigliani e Miller. Ainda segundo Bastos e Nakamura (2009), dentre os assuntos abordados pela teoria de finanças corporativas, a parte relativa à estrutura de capital é uma das mais complexas e polêmicas. Contudo, não obstante de haver uma série de pesquisas teóricas e empíricas, tal assunto não possui uma resposta pronta e unânime sobre qual é a melhor ou mais adequada estrutura de capital para uma organização.

Forte (2007) indica que a teoria do *trade-off* se fundamenta na observação das economias fiscais frente ao uso de dívidas e aos custos de falência esperados, procurando diminuir o custo total da dívida. Diante desse cenário, auferem acuidades em relação às variáveis que anunciam o proveito das dívidas com o objetivo de economia fiscal e também em relação às variáveis que demonstrem a proporção dos custos de problemas financeiros aguardados, por exemplo: liquidez corrente, custos de falência acreditados, volatilidade dos retornos operacionais e potencial de crescimento da empresa.

Para Tarantin Junior (2013), tal teoria busca explicar a estrutura de capital das empresas, por meio da ponderação entre o benefício fiscal gerado pelo uso das dívidas e os custos de dificuldades financeiras advindos de altos graus de endividamento. Tal teoria, apoia-se no fato de que os juros das dívidas são despesas dedutíveis para o cálculo do imposto de renda da pessoa jurídica, ou seja, a despesa com os juros reduz o lucro tributável. O autor ainda explica que a redução do lucro tributável diminui o montante de tributo a pagar, exigindo, neste sentido, uma menor saída de caixa da empresa. Assim, essas conseguem uma economia no pagamento de tributos, comparativamente ao caso de quando são financiadas inteiramente com capital próprio. Por este motivo, a empresa conseguiria aumentar seu valor substituindo o capital próprio pelo capital de terceiros.

Nesse sentido, pela teoria do *trade-off*, as empresas teriam um nível de endividamento ótimo, no qual a vantagem com o uso dos capitais de terceiros ainda não foi extinguida pelas desvantagens de seu uso. Myers (1984) afirma que a teoria do *trade-off* justifica níveis moderados de endividamento e que a firma emprestará até o ponto no qual o valor marginal dos benefícios fiscais de dívidas adicionais seja compensado pelo aumento no valor presente de

possíveis custos de dificuldades financeiras. Desta forma, há a necessidade de equacionar o *trade-off* entre o equilíbrio do endividamento e financiamento.

Assim, para Bastos e Nakamura (2009), apesar do robusto embasamento teórico, as pesquisas empíricas, de forma geral, divergem quanto aos determinantes da estrutura de capital a luz da teoria do *trade-off*. As variáveis tamanho, tangibilidade e benefício fiscal (amplamente citadas pela literatura) devem ter uma relação positiva com o endividamento, ao passo que as variáveis risco operacional e benefício fiscal não relativo a dívidas devem estar, negativamente, relacionadas com o grau de alavancagem financeira.

De acordo com Rocha e Amaral (2007), os modelos de capital não levam em consideração os custos de transação, tanto na emissão quanto na retirada de dívida e capital próprio, bem como não há estrutura de capital estática que não sofra variações com o passar do tempo em decorrência de fatores macroeconômicos. No Brasil, por exemplo, em relação aos benefícios fiscais não relativos à dívidas existe a figura dos juros sobre capital próprio (JSCP), que é uma remuneração paga aos acionistas de natureza semelhante a dividendos, sendo que é dedutível para fins de cálculo de imposto de renda e, sendo assim, poderia influenciar para menos o grau de endividamento da empresa e consequentemente em sua estrutura de capital.

Autores como Shyam-Sunder e Myers (1999) e Fama e French (2002), já haviam pontuado tal modelo intitulado *trade-off* dinâmico. Este tipo de abordagem visa exatamente corrigir falhas na análise avaliando o real custo benefício do endividamento, conforme destaca Flannery e Rangan (2006), em seus estudos que abordam que variáveis como: tipo de empresa, período considerado, nível de endividamento, valor de mercado, entre outras, precisam ser levadas em consideração.

Rajan e Zingales (1995) citam que grandes empresas tendem a possuir um nível de endividamento maior, assim como empresas que possuem altas proporções de ativos fixos em relação aos seus ativos totais apresentam maior nível de endividamento. Isto é devido a tangibilidade dos ativos e uma maior lucratividade destas companhias, porém, empresas menos rentáveis e com ativos intangíveis tendem a utilizar mais o seu patrimônio líquido (BREALEY; MYERS, 2006).

Assim, Brito, Corrar e Batistella (2007), considerando empresas brasileiras, indicaram que risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento das vendas são fatores determinantes das estruturas de capitais das empresas, sendo que somente a variável tamanho está em linha com a teoria do *trade-off*. Nesse mesmo sentido, Oliveira *et al.* (2012) destaca variáveis como lucratividade e volatilidade dos resultados como determinantes da estrutura de capital.

Dentre os fatores determinantes nos estudos de estrutura de capital, bem como da teoria *trade-off*, a variável tamanho remete a estrutura das empresas, logo empresas maiores tem mais acesso ao financiamento e, consequentemente, ao endividamento (BASTOS; NAKAMURA, 2009). Porém empresas maiores têm mais possibilidade de atrativos junto às financiadoras, uma vez que apresentam menos chances e custos de falir, além de mais tempo no mercado, o que demonstra solidez.

A lucratividade é outro fator associado à teoria, pois está ligada diretamente a um menor risco de falência e está relacionada a competitividade das empresas que, por vez, buscam recursos para estarem no topo e, assim, garantir retorno aos seus *stakeholders* (HIJJAR, 2000). Já a estrutura de ativos, refere-se diretamente a tangibilidade dos seus recursos, isto é, o patrimônio da empresa é utilizado como forma de garantia nos empréstimos, o que diminui os custos de falência e eleva o poder de endividamento.

Nessa última abordagem, o trabalho teve como objetivo respaldar as duas hipóteses que se baseiam nas determinantes e na influência que elas têm na estrutura de capital. Assim, este estudo analisou se as empresas com negociações na B3 possuem diferenças nas determinantes de estrutura de capital entre as empresas aderente ao PERT frente às não optantes pelo programa de parcelamento. Analisou-se também se tais determinantes sofreram alterações entre os anos de 2016 e 2018 para as empresas aderentes ao programa.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Delineamento metodológico, população, amostra e coleta de dados

Na pesquisa das Ciências Sociais, nas quais a Contabilidade está inserida, as formas metodológicas de pesquisa são amplas, contudo, necessita de embasamento procedural e técnico (RAUPP; BEUREN, 2003).

Nesta pesquisa, utilizou-se o método estatístico, que é um procedimento de análise que permite obter, a partir de conjuntos complexos, representações simples e constatar se essas verificações simplificadas têm relações entre si. Em Contabilidade, o uso da estatística se configura como uma ferramenta imprescindível para compreender o fenômeno patrimonial nos seus aspectos quantitativos, com suas possíveis utilizações. Por isso, é um dos mais importantes instrumentos utilizados pela Ciência Contábil (SILVA, 2017).

Neste trabalho, as análises estatísticas foram utilizadas para responder a hipótese do estudo, o que configura essa pesquisa como de caráter quantitativo-descritivo. Silva (2017) descreve esse tipo de pesquisa como uma investigação empírica cuja a principal finalidade é o delineamento ou análise das características de fatos ou fenômenos, a avaliação de programas ou o isolamento de variáveis principais ou chave, além dos procedimentos de fins documentais e gráficos.

Para embasar a pesquisa, também foi feita uma coleta de dados bibliográficos e documentais que, como explica Mattos (2015), possui dois propósitos: a construção de uma contextualização para o problema; e a análise das possibilidades presentes na literatura consultada para a concepção do referencial teórico da pesquisa. Portanto, nesse tipo de metodologia, o material reunido pelo levantamento bibliográfico é organizado pelo pesquisador, seja ele proveniente de fontes científicas (artigos, teses, dissertações) ou fontes de divulgação de ideias (livros, revistas, sites, vídeos etc.). Após a análise desse material, o pesquisador faz a elaboração de ensaios que favorecem a contextualização e problematização do tema, bem como uma primeira validação do quadro teórico a ser utilizado na investigação empreendida.

Para a coleta dos dados, adotou-se um recorte longitudinal entre 2016 e 2018, devido à adesão ao PERT ter acontecido em 2017. Rajulton (2001) explica que o recorte é eficaz quando se deseja checar a afinidade de condições, atuando durante um determinado espaço de tempo, sempre com os mesmos dados.

A população objeto desse estudo é composta pelas empresas abertas brasileiras com negociação na B3, com exceção das empresas financeiras. Tal escolha foi orientada pelo interesse de analisar os impactos dos parcelamentos no índices econômico-financeiros sobre a estrutura de capital e suas determinantes das empresas com negociação aberta na B3. Ressalta-se que as empresas financeiras não fazem parte da população por possuírem aspectos específicos em suas operações. A amostra é composta na totalidade dos 9 setores de empresas da B3 (excluindo o setor financeiro), que possui 308 empresas ativas com negociações abertas (APÊNDICE A).

Diante da amostra, as informações utilizadas nesta pesquisa foram coletadas do banco de dados da B3, buscando ciência das empresas que optaram pelo PERT no ano de 2017. Tal checagem foi realizada mediante levantamento das demonstrações contábeis de cada empresa no ambiente virtual da B3, sendo consultado as notas explicativas afim de tomar ciência se a empresa aderiu ou não ao PERT em 2017, sendo aplicado uma média de 30 horas para o levantamento dessa informação. Após esse procedimento, foram coletados os dados secundários do Economática®, sendo que tal levantamento foi realizado por meio das demonstrações contábeis com dados finalizados entre os anos de 2016 a 2018, com o objetivo de coletar no mesmo sistema as informações necessárias para o cálculo dos indicadores financeiros de estrutura de capital e seus determinantes.

Assim, com a utilização dos dados (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício) das companhias da amostra, resumiram-se os demonstrativos contábeis, extraíndo deles os indicadores econômico-financeiros (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2014) e as determinantes de estrutura de capital, possibilitando a investigação da relação do PERT quanto à sua adesão ou não.

### **3.2 Identificação das variáveis**

Para se estabelecer a relação entre os indicadores econômico-financeiros das empresas e os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas em relação ao PERT, são demonstrados nesta seção os grupos de variáveis empregados nesta dissertação.

Desta forma foram analisados os índices de estrutura de capital e as variáveis conforme Quadro 2 abaixo. Sendo que há dois grupos de indicadores, os de estrutura de capital e suas determinantes. Quanto aos indicadores, pode-se afirmar com base em Martins, Miranda e Diniz (2014) que o Capital de Terceiros (CT) é representando pela soma do passivo circulante e não circulante dividido pelo ativo total, já o Endividamento de Curto Prazo (ECP) é o resultado da

divisão passivo não circulante e soma do passivo circulante e não circulante, o índice de Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL) é quantidade de imobilizado em relação ao PL, e por fim o Imobilização de Recursos não Correntes é o quociente de imobilização da empresa em torno da soma de passivo não circulante e patrimônio líquido.

As determinantes de estrutura de capital foram definidas com base no estudo de Bastos e Nakamura (2009), sendo que a Tangibilidade (TANG) é o resultado da divisão entre a soma de imobilizado e estoques pelo ativo total, já o Retorno do Ativo é o quociente do EBITDA pelo ativo total, e por fim o Nível de Pagamento de Imposto de Renda (NPIR) é o valor de imposto de renda demonstrado dividido pelo EBITDA.

Quadro 2 - Variáveis independentes utilizadas no estudo

Índices de estrutura de capital		Determinantes de estrutura de capital	
CT	Capital de terceiros	TANG	Tangibilidade
ECP	Endividamento de curto prazo	ROA	Retorno do ativo
IPL	Imobilização do PL	NPIR	Nível de pagamento de imposto de renda
IRNC	Imobilização de recursos não correntes		

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 3.3 Tratamento estatístico

Inicialmente, foram realizadas análises descritivas dos dados das empresas. Para comparar a adesão ao PERT, verificou-se o valor mediano de cada variável do grupo aderente e não aderente ao programa, além do valor mediano de cada variável no decorrer dos anos observados. Adiante, para comparar os indicadores analisados, das empresas com negociações na B3 entre os anos de 2016 a 2018, entre aquelas que aderiram ao PERT contra as que não fizeram a opção ao referido programa, foram realizadas análises descritivas e testes estatísticos para comparação de grupos.

Derivado dos indícios de assimetria dos dados e comparação entre média e mediana, justificou-se a escolha da mediana como medida comparativa em relação ao efeito da adesão ao PERT e dos anos avaliados em cada variável selecionada, pois de acordo com Morettin e Bussab (2010) a mediana é uma medida robusta, sendo que a média não o é, em específico para dados muito assimétricos ou que possui valores atípicos, assim pode-se dizer que a mediana é resistente, pois não é tão afetada por valores discrepantes.

Inicialmente, aplicou-se uma análise gráfica das medianas dos índices pesquisados, comparando-os entre as empresas aderentes e não aderentes ao PERT. Em seguida, a suposição de normalidade foi testada a fim de determinar qual teste seria aplicado, paramétrico ou não

paramétrico, sendo que a análise descritiva forneceu indícios de não normalidade dos dados, aplicando o teste de Shapiro-Wilk com nível de significância adotado de 10%, devido à alta variabilidade dos dados. Na sequência, utilizou-se o Teste de Mann-Whitney-Wilcoxon para amostras não pareadas, a 10% de significância, afim de testar se na população os grupos diferem entre si.

Então, para comparar os índices entre os anos, aplicou-se uma análise gráfica da mediana levando em consideração cada ano que compõe esse estudo (2016 a 2018). Após a percepção gráfica, realizou-se a análise de variância (ANOVA) para testar se algum ano difere dos demais para cada variável analisada. Após tal análise, aplicou-se o teste de ANOVA, depois executou-se o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis (KW) e, por fim, o pós-teste de Dunn.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

### 4.1 Análise descritiva dos dados

Inicialmente, apresenta-se a análise descritiva dos dados gerais das empresas que compõem a amostra. A Tabela 1 apresenta o panorama da amostra pelo setor no qual está inserida. Das 308 empresas pesquisadas, checou-se que 115 empresas fizeram a adesão ao PERT e 192 não aderiram ao programa, e apenas 1 empresa ainda não possuía seus balanços divulgado na B3 no ano de 2017. Dessa forma, pode-se afirmar que 37,34% das companhias optaram pelo parcelamento especial. A Tabela 1 evidencia o panorama das empresas aderentes por setor.

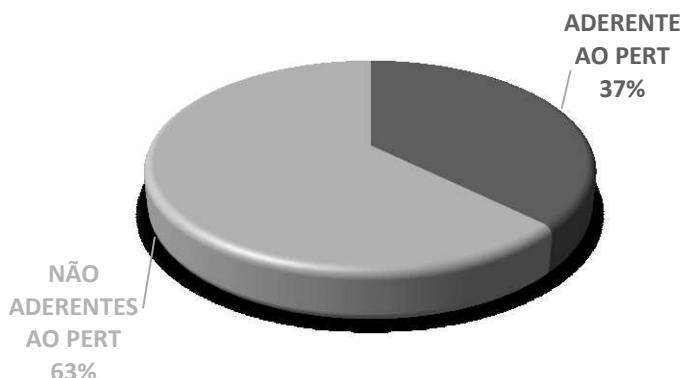
Tabela 1 - Empresas por setor

Empresas por grupo	Quantidade	% Grupo	Quantidade Aderentes ao PERT	% Aderentes em relação ao Grupo
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	3%	7	70%
Bens Industriais	72	23%	28	39%
Saúde	18	6%	6	33%
Utilidade Pública	66	21%	22	33%
Comunicações	6	2%	3	50%
Consumo não Cíclico	24	8%	10	42%
Consumo Cíclico	76	25%	21	28%
Materiais Básicos	30	10%	16	53%
Tecnologia da Informação	6	2%	2	33%
<b>TOTAL</b>	<b>308</b>	<b>100%</b>	<b>115</b>	<b>37%</b>

Fonte: Elaborador pelo autor.

No tocante, do total dos 915 índices analisados, identificou-se que 342 (37,38%) deles são oriundos de empresas aderentes ao PERT e 573 (62,62%) de companhias não optantes ao parcelamento especial, conforme apresentado no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Gráfico de proporção para a comparação de empresas em relação à adesão ao PERT



Fonte: Elaborador pelo autor.

Diante dos dados, analisou-se o coeficiente de variação (CV), que é usado para analisar a dispersão em termos relativos a seu valor médio quando duas ou mais séries de valores apresentam unidades de medida diferentes. Pode-se afirmar que o CV é uma forma de expressar a variabilidade dos dados em termos relativos (%) excluindo a influência da ordem de grandeza da variável. Quanto menor for o valor do coeficiente de variação, mais homogêneos serão os dados, ou seja, menor será a dispersão em torno da média. Tendo como base essa explicação, é possível observar tal aspecto na Tabela 3

Tabela 2 - Quadro de estatística descritiva

Variáveis	Média	CV	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Mínimo	Máximo
CT	0,97	286%	0,49	0,66	0,8	0,05	46,12
ECP	0,49	48%	0,30	0,48	0,67	0,00	1,00
IPL	2,51	3103%	0,01	0,35	0,99	-663,43	2218,17
IRNC	0,65	965%	0,01	0,27	0,56	-28,87	167,13
TANG	0,33	78%	0,07	0,32	0,52	0,00	0,95
ROA	0,07	437%	0,05	0,1	0,14	-6,24	2,22
NPIR	0,10	379%	0,00	0,06	0,16	-2,82	5,38

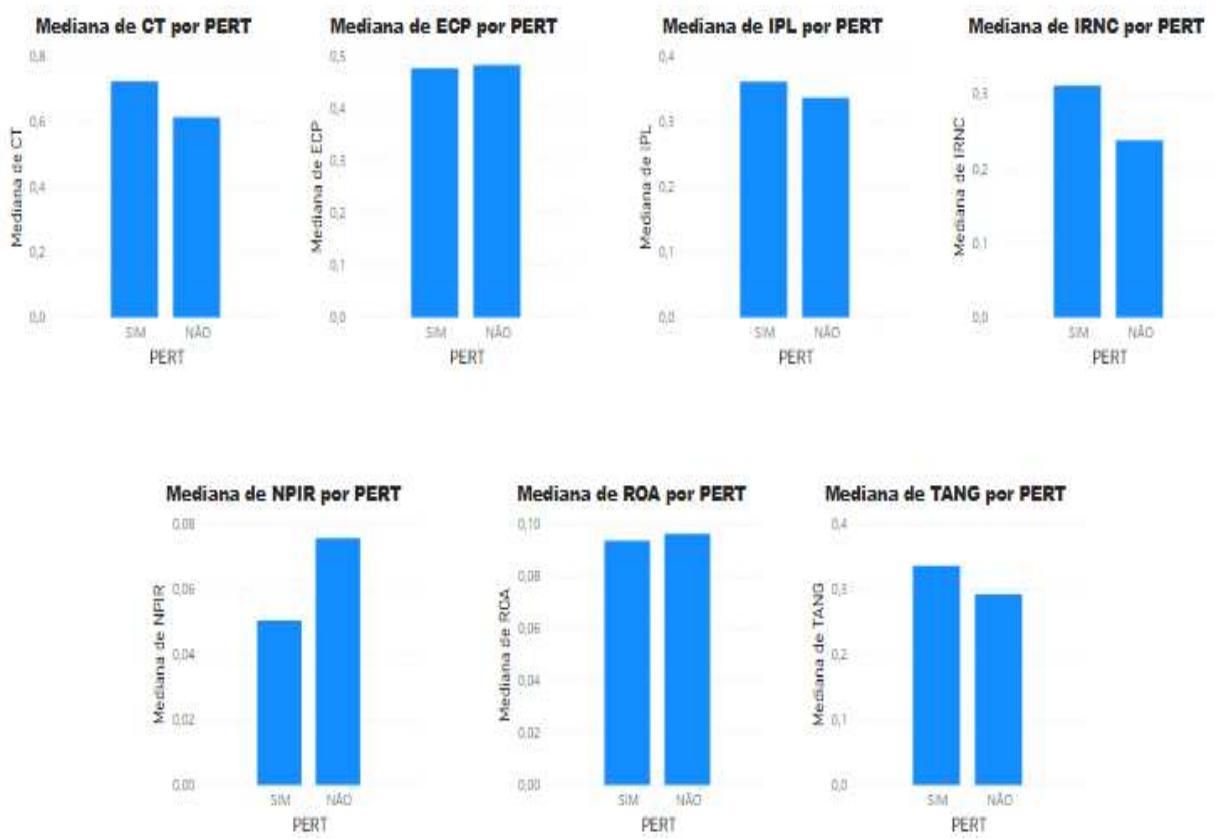
Fonte: Elaborador pelo autor.

A Tabela 3 demonstra que o menor CV amostral foi de 48%, indicando uma alta dispersão dos dados em todas as variáveis consideradas. Outra característica observada na amostra é o indício de assimetria dos dados, justificado pela diferença observada entre média e mediana, sendo esta última não afetada por valores extremos. Na amostra, somente ECP e TANG apresentaram média e mediana com valores próximos. Devido ao alto grau de variabilidade observado em todas as variáveis e da diferença entre média e mediana na maioria das variáveis, optou-se por considerar a mediana como medida comparativa e de resumo dos dados avaliados.

## 4.2 Comparação dos grupos em relação à adesão ao PERT

Inicialmente para comparar os grupos índices em relação à adesão ao PERT mensurou-se via gráfico a mediana dos dados, conforme indicado pela análise descritiva dos dados. Na Figura 1 é possível identificar as diferenças amostrais medianas dos índices devido a adesão ou não ao PERT. Assim, visualmente, percebe-se que o indicador do CT em casos de adesão do PERT é mais elevado que os casos de não adesão. Já para o ECP a diferença é mínima, contudo, ainda persiste maior alcance nos casos de não adesão. Para as medianas de IPL, IRNC, TANG possuíram índices maiores para os casos de adesão. Já para o NPIR, nos casos de não adesão ao PERT há um nível maior de pagamento de IR, o que contribui para a teoria do *trade-off*. Por fim, para o ROA fica maior nos casos de não adesão.

Figura 1 - Valores medianos das variáveis em relação à adesão ao PERT



Fonte: Elaborador pelo autor.

Para inferir sobre a diferença entre dois grupos de dados (adesão ao PERT e não adesão) utiliza-se o teste t para comparação de dois grupos em relação ao tratamento avaliado (adesão ao PERT), no entanto, exige-se que os valores amostrais sejam normalmente distribuídos. Dessa

forma, para testar a hipótese de que os dados seguem distribuição normal foi utilizado o teste de Shapiro-Wilk com 10% de significância, conforme demonstrado na Tabela 4.

Tabela 3 - P-valor do teste de normalidade de Shapiro-Wilk para as variáveis em relação ao PERT

Variáveis	Com Adesão ao PERT	Sem adesão ao PERT
CT	0,0000	0,0000
ECP	0,0001	0,0000
IPL	0,0000	0,0000
IRNC	0,0000	0,0000
TANG	0,0000	0,0000
ROA	0,0000	0,0000
NPIR	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborador pelo autor.

O p-valor resultante do teste de Shapiro-Wilk não forneceu evidências de normalidade em nenhuma das variáveis avaliadas considerando a adesão ao PERT (p-valor < 10%, logo, rejeita-se a hipótese de normalidade dos dados). Assim, percebeu-se a necessidade de utilização de um teste não paramétrico para avaliar se existe diferença entre os grupos com e sem PERT na população de empresas em relação a cada atributo selecionado.

O teste de Wilcoxon-Mann-Whitney foi selecionado para a aplicabilidade da análise, pois é um teste não paramétrico utilizado para amostras não pareadas e testa a hipótese de que duas populações diferem entre si dado um determinado atributo, sendo que nesta pesquisa utilizou o nível de significância de 10%.

Tabela 4 - P-valores do Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney para comparação dos indicadores em relação à adesão ao PERT

Variável	P-valor teste de Wilcoxon-Mann-Whitney
CT	0,0000
ECP	0,3198
IPL	0,5036
IRNC	0,3022
TANG	0,0567
ROA	0,4919
NPIR	0,0060

Fonte: Elaborador pelo autor.

Com base na Tabela 5, é possível perceber que os resultados do teste forneceram evidências de significância estatística para diferença entre os grupos aderentes e não aderentes ao PERT somente para as variáveis CT, TANG e NPIR (p-valor < 10%). A diferença foi verificada também a nível amostral, conforme Figura 1. Assim, é possível concluir que

empresas aderentes ao PERT demonstram CT e TANG superiores e NPIR inferior em comparação às empresas não aderentes, segundo o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney.

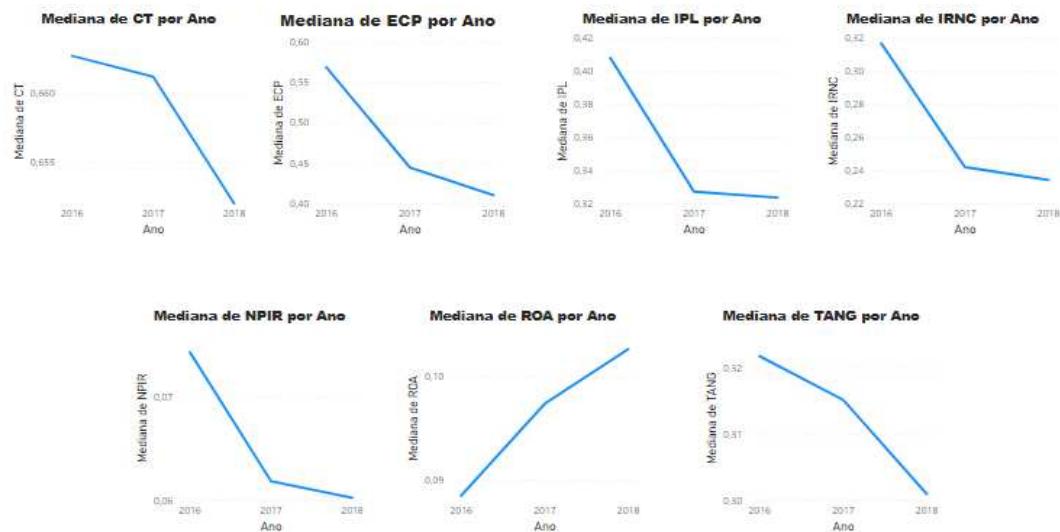
Diante de tal resultado, é possível entender o que há fatores que ressaltam os benefícios do endividamento por questões fiscais e tributárias e de competitividade (STULZ, 1990), pois as empresas aderente ao PERT possuem menor nível de pagamento de imposto de renda. Adiante, é possível perceber que as empresas aderentes ao PERT possuem maior nível de endividamento devido possuírem maior índice de CT, demonstrando maior dependência de recursos de terceiros (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012).

Por fim, ficou evidenciado que as empresas optantes pelo PERT possuem tangibilidade maior que as que não aderiam ao programa, dessa forma Martins, Diniz e Miranda (2012), ressaltam que quanto mais alto o investimento em recursos de baixa liquidez, menos sobrará para investir em ativos circulantes, havendo a necessidade de busca de capital de terceiros.

#### 4.3 Comparação dos grupos em relação à adesão aos anos observados

Diante da hipótese de comparação dos indicadores antes e depois da adesão do PERT, é possível perceber via gráfico, apresentados da Figura 2, que a maioria dos índices caíram após o ano de 2016. Analisando sob a ótica do parcelamento especial ora estudado, percebe-se queda dos anos de 2016 para 2018 dos indicadores de CT, ECP, IPL, IRNC, NPIR e TANG. Já o indicador ROA demonstra crescimento.

Figura 2 - Valores medianos das variáveis em relação aos anos observados



Fonte: Elaborador pelo autor.

Em seguida, aplicou-se a ANOVA One-Way, um teste paramétrico que busca verificar se há diferenças entre as médias de determinada variável (resposta) em relação a um tratamento com dois ou mais níveis categóricos (variável preditora). Perante tal análise, verificou-se os pressupostos da ANOVA: amostras independentes, homogeneidade de variâncias entre grupos e resíduos normalmente distribuídos. No entanto, observou-se que não existem evidências de que os resíduos da ANOVA são normalmente distribuídos em qualquer uma das variáveis em estudo em relação aos anos de 2016, 2017 e 2018, segundo o teste de Shapiro-Wilk com 10% de significância ( $p$ -valor  $< 10\%$ , logo, rejeita-se  $H_0$ ), conforme pode ser observado na Tabela 6.

Tabela 5 - P-valor residual da ANOVA para cada variável em relação aos anos observados

Variável	P-valor residual da ANOVA
CT	0,0000
ECP	0,0000
IPL	0,0000
IRNC	0,0000
TANG	0,0000
ROA	0,0000
NPIR	0,0000

Fonte: Elaborador pelo autor.

Como o pressuposto de normalidade dos resíduos da ANOVA não foi atendido, fez-se necessário utilizar um teste não paramétrico para verificar se existem diferenças significativas na população entre os anos observados para cada variável em estudo. Assim, foi aplicado o teste de KW que avalia a hipótese de que os índices em estudo seguem a mesma distribuição no decorrer dos anos, ou seja, não apresentam diferenças significativas entre si.

Tabela 6 - P-valor do teste de Kruskal-Wallis em relação aos anos observados para as variáveis selecionadas

Variável	P-valor teste K-W
CT	0,8808
ECP	0,0000
IPL	0,1771
IRNC	0,0742
TANG	0,4048
ROA	0,3954
NPIR	0,0683

Fonte: Elaborador pelo autor (2019)

Verificou-se, conforme Tabela 7, que existem diferenças entre os índices a nível populacional em pelo menos um dos anos observados para as variáveis ECP, IRNC e NPIR (p-valor < 10%, logo, rejeita-se  $H_0$ ), segundo o teste de KW com uma significância de 10%.

Para finalizar, aplicou-se o post-hoc de Dunn, utilizado para investigar qual grupo difere dos demais, se e somente se o teste de KW permite rejeitar  $H_0$ . Os valores do p-valor ajustado, segundo o método de Dunn, com uma significância de 10% são demonstrados na Tabela 8.

Tabela 7 - P-valor ajustado do teste de Dunn em relação aos anos observados para as variáveis selecionadas

Variável	2016-2017	2016-2018	2017-2018
ECP	0,0001	0,0000	0,0005
IRNC	0,2274	0,0781	0,5119
NPIR	0,1180	0,0903	0,9508

Fonte: Elaborador pelo autor.

Diante da Tabela 8 e da aplicação do teste de Dunn, constatou-se que existem evidências estatísticas de que, em relação à variável ECP, todos os anos diferem entre si. Na Figura 2 é possível constatar um decréscimo mediano desse atributo durante o período de 2016 a 2018. Nesse sentido, pode-se citar o que Assaf Neto (2010) retrata sobre a análise das demonstrações contábeis, pois baseando-se nos dados contábeis das empresas pode-se observar sua posição atual, sendo que no caso dessa análise estatística pode-se perceber que as empresas aderentes ao PERT teve redução em seu índice de endividamento de curto prazo, podendo ser uma das explicações que determinaram a evolução que se apresenta e as tendências futuras das companhias.

Já em relação às variáveis IRNC e NPIR, verificou-se uma diferença significativa considerando somente os anos de 2016 e 2018. Por mais que a Figura 2 sugira um decréscimo dessas variáveis durante os três anos, não foi verificada uma diferença significativa entre os anos de 2016 e 2017 para IRNC e NPIR. Para o caso do IRNC, é possível perceber a influência do influência do macroambiente (governo, conjuntura nacional e internacional, concorrentes, globalização, natureza, ecologia) conforme destacado por Silva (2008). Já no caso do NPIR, percebe-se a atuação do trade-off, pois Forte (2007) indica que tal teoria se fundamenta na nota das economias fiscais ancorada ao uso de dívidas, buscando suavizar o custo total da dívida.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo empregou um recorte longitudinal entre 2016 e 2018 visando perceber se os parcelamentos de tributos influenciam as determinantes e índices de estrutura de capital das empresas que compõem a população desta pesquisa. Sendo ela composta pelas companhias abertas brasileiras com negociação na B3, distribuídas em 9 setores econômicos, totalizando 308 empresas ativas analisadas. Diante dos dados levantados no site da B3 e do Economática®, percebeu-se que do total de empresas analisadas, 115 são aderentes ao PERT e representa 37,34% da população.

Verificou-se por meio da análise de variância que os dados possuem alta dispersão, pois o menor CV foi de 48% para o indicador ECP, seguido do TANG com 78%, já os demais índices variam entre 286% e 3103%. Para verificação da primeira hipótese, foi necessário observar se há diferença nos índices e determinantes de estrutura de capital entre as empresas aderentes e não aderentes ao PERT. Para tal, aplicou-se uma análise gráfica das medianas, sendo que para os indicadores CT, IPL, IRNC e TANG, as medianas são maiores nos casos de adesão.

Em seguida, aplicou-se o teste de Shapiro-Wilk para verificar a normalidade dos dados, contudo, a um nível de 10% de significância, observou-se que os dados não seguiam distribuição normal. Dessa forma, aplicou-se o teste Wilcoxon-Mann-Whitney, concluindo que as empresas aderentes ao PERT demonstram CT e TANG superiores e NPIR inferiores em relação às companhias não aderentes ao programa. Percebe-se também que as empresas que participam do programa de regularização tributária possuem maiores níveis de passivo circulante e não circulante em relação ao seu ativo total e menores níveis de pagamento de imposto de renda, estando em sintonia com a teoria do *trade-off*.

A segunda hipótese teve como objetivo verificar se houve alteração dos índices e das determinantes de estrutura de capital das empresas aderentes ao PERT entre os anos de 2016 e 2018. Por via de gráfico, constatou-se que a maioria dos índices caíram depois do ano de 2016 e, quando analisando sob a ótica do parcelamento especial ora estudado, percebe-se que houve queda do ano de 2016 para o de 2018 dos indicadores de CT, ECP, IPL, IRNC, NPIR e TANG, já o indicador ROA demonstra crescimento.

Todavia, para afirmar tal percepção, aplicou-se o teste de ANOVA One-Way, porém, o pressuposto do teste não foi satisfeito. Por isso, partiu-se para aplicação do teste de Kruskal-Wallis, observando que apenas as variáveis ECP, IRNC e NPIR possuem diferenças entre os anos analisados, dessa forma aplicou-se o teste post-hoc de Dunn e verificou-se que para o ECP há decréscimo de 2016 para 2018, já para IRNC e NPIR há diferença significativa de 2016 para

2018, não havendo diferença significativa entre os anos de 2016 e 2017. Nesse sentido, uma possível percepção é de que as empresas com o parcelamento ativo diminuíram seu nível de pagamento de imposto de renda, bem como reduziu seu passivo não circulante frente ao total de exigíveis, o que pode ser influenciado pelo prazo estendido que o PERT concede para as empresas quitarem suas dívidas tributárias.

Para pesquisas futuras, sugerem-se: a realização de pesquisa com empresas fechadas para ampliar a amostra; analisar a influência de parcelamentos anteriores nos indicadores e nas determinantes de estrutura de capital; replicar a pesquisa com outros indicadores e determinantes de estrutura de capital.

Este estudo contribui com o governo, com os investidores e com os analistas das demonstrações contábeis de empresas de capital aberto. O governo pode se atentar para o que foi tratado nesta pesquisa e procurar entender se os programas de parcelamento estão favorecendo a saúde da estrutura de capital das empresas. Por sua vez, os analistas poderão se atentar aos parcelamentos de tributos das companhias, pois é possível que haja interferência na condição de pagamento e na disponibilidade de honrar seus compromissos financeiros mediante intermédio do quadro de capital das organizações.

## REFERÊNCIAS

- ALLINGHAM, M. G.; SANDMO, A. Income tax evasion: a theoretical analysis. **Journal of Public Economics**, Pennsylvania, v. 1, n. 1, p. 323-338, 1972. DOI: [https://doi.org/10.1016/0047-2727\(72\)90010-2](https://doi.org/10.1016/0047-2727(72)90010-2). Disponível em: <http://www3.nccu.edu.tw/~klueng/tax%20paper/1.pdf>. Acesso em: 9 nov. 2018.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- BARACHO, F. L. O parcelamento da dívida tributária como forma de extinção da punibilidade. **Revista da Faculdade Mineira de Direito**, Belo Horizonte, v. 16, n. 32, p. 303-320, 2013. DOI: <https://doi.org/10.5752/P.2318-7999.2013v16n32p303>. Disponível em: <http://periodicos.pucminas.br/index.php/Direito/article/view/5732>. Acesso em: 5 out. 2018.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200006>.
- BATISTA JUNIOR, P. N. **Fiscalização tributária no Brasil**: uma perspectiva macroeconômica. São Paulo: IEA/USP, 2000. Disponível em: <http://www.iea.usp.br/publicacoes/textos/batistajrfiscalizatributos.pdf>. Acesso em: 5 out. 2018.
- BONDER, N. **A cabala do dinheiro**. Rio de Janeiro: Rocco, 2010.
- BORGES, F. D.; QUINTANA, A. C. Gestão de tributos: um enfoque na economia tributária. **Revista CRCRS**, Porto Alegre, n. 6, p. 1, abr. 2008.
- BORREGO, A. C.; LOPES, C.; FERREIRA, C. Percepção dos contabilistas certificados sobre a complexidade fiscal: o caso português. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 3, p. 66-83, 2016. DOI: <https://doi.org/10.12660/rgplp.v15n3.2016.78401>.
- BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.Htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.Htm). Acesso em: 18 out. 2018.
- BRASIL. **Instrução Normativa RFB nº 1711, de 16 de junho 2017**. Brasília, DF: Receita Federal do Brasil, 2017a. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=83853>. Acesso em: 10 dez. 2019.
- BRASIL. **Lei Complementar nº 162, de 6 de abril de 2018**. Brasília, DF: Congresso Nacional, 2018a. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp162.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp162.htm). Acesso em: 24 jan. 2020.

**BRASIL. Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 1966. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L5172.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L5172.htm). Acesso em: 1 set. 2018.

**BRASIL. Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 2000. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L9964.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9964.htm). Acesso em: 1 set. 2018.

**BRASIL. Lei nº 10.684, de 30 de maio 2003.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 2003. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/2003/L10.684.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2003/L10.684.htm). Acesso em: 10 dez. 2019.

**BRASIL. Lei nº 11.941, de 27 de maio 2009.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 2009. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2009/Lei/L11941.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L11941.htm). Acesso em: 1 set. 2018.

**BRASIL. Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 2013. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2013/Lei/L12865.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12865.htm). Acesso em: 1 set. 2018.

**BRASIL. Lei nº 13.496, de 24 de outubro de 2017.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 2017b. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/l13496.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/l13496.htm). Acesso em: 1 set. 2018.

**BRASIL. Lei nº 13.606, de 9 de janeiro de 2018.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 2018b. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2018/Lei/l13606.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Lei/l13606.htm). Acesso em: 24 jan. 2020.

**BRASIL. Medida Provisória nº 766, de 4 de janeiro 2017.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 2017c. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2017/Mpv/mpv766.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Mpv/mpv766.htm). Acesso em: 10 dez. 2019.

**BRASIL. Medida Provisória nº 783, de 31 de maio 2017.** Brasília, DF: Congresso Nacional, 2017d. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2017/Mpv/mpv783.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Mpv/mpv783.htm). Acesso em: 10 dez. 2019.

**BRASIL. Parcelamentos especiais.** Brasília: [s. n.], 2018c. Disponível em: <http://receita.economia.gov.br/orientacao/tributaria/pagamentos-e-parcelamentos/parcelamentos-especiais>. Acesso em: 31 dez. 2018.

**BRASIL. Portaria PGFN nº 690, de 29 de junho 2017.** Brasília, DF: Receita Federal do Brasil, 2017e. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=84173>. Acesso em: 10 dez. 2019.

**BREALEY, R.; MYERS, S. Principles of corporate finance.** 8. ed. Nova York: McGraw-Hill, 2006.

**BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D.** Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**,

São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34211>. Acesso em: 10 dez. 2019.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 177-208, abr./jun. 2005. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0034-71402005000200002>.

BRUNI, A. L. **Análise das demonstrações contábil e financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

CARRAZZA, R. A. **Curso de direito constitucional tributário**. 29. ed. Revista, ampliada e atualizada até a Emenda Constitucional n. 721/2013. São Paulo: Malheiros Editores, 2013.

CAVALCANTE, R. **Estudo exploratório acerca da influência do parcelamento de débitos sobre a arrecadação tributária da União**. 2010. Monografia (Especialização em Orçamento Público) - Instituto Serzedello Corrêa, Tribunal de Contas da União, São Paulo, 2010. Disponível em: <http://portal2.tcu.gov.br/portal/pls/portal/docs/2293025.PDF>. Acesso em: 1 out. 2018.

COÊLHO, S. C. N. O Código Tributário Nacional, o conceito de tributo e de suas espécies. **GenJurídico**, São Paulo, 05 jan. 2017. Disponível em: [http://genjuridico.com.br/2017/01/05/o-codigo-tributario-nacional-o-conceito-de-tributo-e-de-suas-espécies/#\\_ftnref13](http://genjuridico.com.br/2017/01/05/o-codigo-tributario-nacional-o-conceito-de-tributo-e-de-suas-espécies/#_ftnref13). Acesso em: 6 mai. 2019.

CURY, A.; SILVEIRA, D. PIB recua 3,6% em 2016, e Brasil tem pior recessão da história. **G1**, [S. l.], 2017. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/pib-brasileiro-recua-36-em-2016-e-tem-pior-recessao-da-historia.ghtml>. Acesso em: 10 dez. 2019.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas - teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DEXHEIMER, V. G. **Parcelamento tributário e direitos fundamentais**: análise das cláusulas de confissão, de desistência e de renúncia. 2014. 165 f. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: [http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-21082017-105353/publico/Dissertacao\\_Vanessa\\_Dexheimer\\_versao\\_parcial.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-21082017-105353/publico/Dissertacao_Vanessa_Dexheimer_versao_parcial.pdf). Acesso em: 18 out. 2018.

ESPITIA, J.; FERRARI, C.; HERNÁNDEZ, G. Sobre la reforma tributaria estructural que requiere Colombia. **Revista de Economía Institucional**, Bogotá, v. 19, n. 36, p. 149-174, 2017. DOI: <https://doi.org/10.18601/01245996.v19n36.06>. Disponível em: [http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0121-50512017000400091&lang=pt](http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0121-50512017000400091&lang=pt). Acesso em: 18 out. 2018.

FABER, F. I. L; SILVA, J. P. R. F. M. Parcelamentos tributários – análise de comportamento e impacto. **Revista da Receita Federal**: estudos tributários e aduaneiros, Brasília, v. 3, n. 1-2, p. 161-187, jan./dez. 2016. Disponível em: <http://receita.economia.gov.br/publicacoes/revista-da-receita-federal/revistarfbv3.pdf>. Acesso em: 18 out. 2018.

FABRETTI, L. C. **Contabilidade tributária e societária para advogados.** 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

FABRETTI, L. C.; FABRETTI, D. R. **Direito tributário para os cursos de administração e ciências contábeis.** São Paulo: Atlas, 2002.

FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 60, p. 3-43, 2001. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1).

FARIA, A. C.; COSTA, M. F. G. **Gestão de custos logísticos:** custeio baseado em atividades (ABC), balanced scorecard (BSC) e valor econômico agregado (EVA). São Paulo: Atlas, 2008.

FLANNERY, M. J.; RANGAN, K. P. Partial adjustment toward target capital structures. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 79, n. 3, p. 469-506, 2006. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.004>.

FORMIGONI, H. **A Influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras.** 2008. 192 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: [http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-13012009-155610/publico/Henrique\\_Formigoni\\_Tese.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-13012009-155610/publico/Henrique_Formigoni_Tese.pdf). Acesso em: 1 set. 2018.

FORTE, D. **Estudo sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras no período pós Plano Real (1995-2005).** 2007. 204 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007. Disponível em: <http://tede.mackenzie.br/jspui/bitstream/tede/786/1/Denis%20Forte.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2018.

FUENTES, M. M. La elusión tributaria y su sanción en la Ley N° 20.780. Hacia un concepto de negocio jurídico elusivo. **Ius et praxis**, Chile, v. 23, n. 1, p. 67-90, 2017. DOI: <https://doi.org/10.4067/S0718-00122017000100003>. Disponível em: [https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0718-00122017000100003&lang=pt](https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0718-00122017000100003&lang=pt). Acesso em: 18 out. 2018.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. Taxation and distribution of income in Brazil: new evidence from personal income tax data. **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 37, n. 2, p. 267-286, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1590/0101-31572017v37n02a01>. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572017000200267#aff1](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572017000200267#aff1). Acesso em: 18 out. 2018.

GOERKE, L.; RUNKEL, M. Profit tax evasion under oligopoly with endogenous market structure. **National Tax Journal**, Munique, v. 59, n. 4, p. 851-857, 2006. DOI: <https://doi.org/10.17310/ntj.2006.4.06>. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/ntj/journl/v59y2006i4p851-57.html>. Acesso em 18 out. 2018.

GRAHAM, J.R. How big are the tax benefits of debt? **The Journal of Finance**. [S. l.], v. 55, n. 5, p. 1901-1942, 2000. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>. Disponível em: <https://faculty.fuqua.duke.edu/~jgraham/HowBigFinalJF.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2019.

HEIDEMANN, M. G.; ALIEVI, V. L. **Direito tributário**. Ijuí: Unijuí, 2012.

HIJJAR, M. F. Segmentação de mercado para diferenciação dos serviços logísticos. In: FLEURY, P. F.; WANKE, P.; FIGUEIREDO, K. F. (coord.). **Logística empresarial: a perspectiva brasileira**. São Paulo: Atlas, 2000.

LAMES, E. R.; MIRANDA, G. J. Contabilidade como representação da realidade: coerência com The Conceptual Framework For Financial Reporting. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 20., 2017, São Paulo. **Anais** [...] São Paulo: SEMEAD, 2017. Disponível em [http://login.semead.com.br/20semead/anais/resumo.php?cod\\_trabalho=1711](http://login.semead.com.br/20semead/anais/resumo.php?cod_trabalho=1711). Acesso em: 9 nov. 2018.

LIMA, B. R. T. **O parcelamento de tributos federais como forma de financiamento indireto das empresas**. 2015. 41 f. Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Universidade de Brasília, Brasília, DF, 2015. DOI: <https://doi.org/10.18593/race.v16i3.13405>. Disponível em: <http://www.bdm.unb.br/handle/10483/15315>. Acesso em: 9 nov. 2018.

LIMA, B. R. T.; WILBERT, M. D; SERRANO, A. L. M. Parcelamento de tributos federais como forma de financiamento indireto. **RACE**, Joaçaba, v. 16, n. 3, p. 1079-1108, set./dez. 2017. Disponível em: <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race/article/view/13405>. Acesso em: 9 nov. 2018.

LÓPEZ, M. La lucha del derecho internacional tributario contra la planeación fiscal agresiva. **Anuario Mexicano de Derecho Internacional**, México, v. 16, p. 525-548, 2016. DOI: <https://doi.org/10.22201/ijj.24487872e.2016.16.535>. Disponível em: [http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1870-46542016000100525&lang=pt](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1870-46542016000100525&lang=pt). Acesso em: 18 out. 2018.

MACHADO, H. B. **Curso de direito tributário**. 27.ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

MARQUES, M. S. M. **Eficiência da arrecadação de impostos e contribuições federais: uma abordagem com o uso de fronteiras estocásticas**. 2008. 56 f. Dissertação (Mestrado em Economia do Setor Público) - Universidade de Brasília, Brasília, DF, 2008. Disponível em: <http://repositorio.unb.br/handle/10482/5278>. Acesso em: 18 out. 2018.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATTOS, P. C. **Tipos de revisão de literatura.** Botucatu: UNESP, 2015.

MEIRELES, M.; SORDI, J. O. de; SANCHES, C.; MARIETTO, M. Uso da matriz trade-off para identificação de preferências dos clientes de um supermercado de pequeno porte. **eGesta**, Santos, v. 5, n. 2, p. 94-125, abr./jun. 2009.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 53, n. 3, p. 433-43, 1963.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. E. The cost of capital, corporation finance and the theory of Investment. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 48, p. 261-297, 1958. Disponível em: [https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra\\_-\\_the\\_cost\\_of\\_capital\\_corporation\\_finance.pdf](https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf). Acesso em: 28 ago. 2018.

MORAIS, C. N. L. de; MACEDO, L. C. S. de; BORGES, R. T. M. P. **O resultado arrecadatório do REFIS, do PAES e do PAEX e seu impacto na sensação de risco subjetivo pelos devedores.** Monografia (Curso de Administração Tributária) - Escola de Administração Fazendária, Brasília, DF, Brasil, 2011.

MORETTIN, P.A.; BUSSAB, W.O. **Estatística Básica.** 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, [s. l.], v. 39, p. 575-592, Jul. 1984. DOI: <https://doi.org/10.2307/2327916>.

NAKAMURA, W.; MARTIN, D.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A.; COSTA, A.; AMARAL, A. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007>. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772007000200007&script=sci\\_abstract&tlang=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772007000200007&script=sci_abstract&tlang=pt). Acesso em: 10 dez. 2019.

NAZARI, J.; KLINE, T.; HERREMANS, I. **Conducting survey research in management accounting.** In: HOQUE, Z. *Methodological issues in accounting research: theories and methods.* London: Spiramus, 2006.

OBSERVATÓRIO CUIDADANO DE TRANSPARENCIA. **Informe de análisis sobre la evasión y elusión fiscal en El Salvador.** San Salvador: [s. n.], 2016. Disponível em: <https://library.fes.de/pdf-files/bueros/fesamcentral/13021.pdf>. Acesso em: 9 nov. 2018.

OLIVEIRA, G. P. **Contabilidade tributária.** 4. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2013.

OLIVEIRA, G. R.; TABAK, B. M.; RESENDE, J. G. de L.; CAJUEIRO, D. O. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica, **Trabalhos para discussão do Banco Central**, Brasília, n. 272, p. 1-37, mar. 2012.

OLIVEIRA, L. M. de; CHIREGATO, R.; PEREZ JUNIOR, J. H.; GOMES, M. B. **Manual de contabilidade tributária: textos e teses com as respostas.** 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

PAES, N. Os efeitos dos parcelamentos sobre a arrecadação tributária. **Revista Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 44, n. 2, p. 323-350, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-41612014000200004>. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/ee/article/view/47002/85395>. Acesso em: 9 nov. 2018.

PAIVA, E. L.; CARVALHO, J. M.; FENSTERSEIFER, J. A. **Estratégia de produção e de operações**. Porto Alegre: Bookman, 2004.

PÊGAS, P. H. **Manual de contabilidade tributária**. 5. ed. Rio de Janeiro: Fretas Bastos, 2007.

PIOTROSKI, J. D. Discussion of separating winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis. **Review of Accounting Studies**, [S. l.], v. 10, n. 2/3, p. 171-184, 2005. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-005-1527-3>.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **Journal of Finance**, [S. l.], v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>.

RAJULTON, F. The fundamentals of longitudinal research: an overview. **Canadian Studies in Population**, [S. l.], v. 28, n. 2, p. 169-185, 2001. DOI: <https://doi.org/10.25336/P6W897>.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003.

ROBAYO, V. J. O.; HERRERA, Q. C. J. Tasas efectivas del impuesto de renta para sectores de la economía colombiana entre el 2000 y el 2015. **Innovar**, Bogotá, v. 27, n. 66, p. 91-108, 2017. DOI: <https://doi.org/10.15446/innovar.v27n66.66805>. Disponível em: [http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0121-50512017000400091&lang=pt](http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0121-50512017000400091&lang=pt). Acesso em: 9 nov. 2018.

ROCHA, F. D.; AMARAL, H. F. A Explicação da escolha da estrutura de capital por modelos de ajuste parcial: uma aplicação no Brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31. 2007, Rio de Janeiro. **Anais** [...]. Rio de Janeiro: Encontro da ANPAD, 2007.

ROCHA, M. F. L.; SANTIAGO, N. E. A. Crimes tributários, parcelamentos e extinções de punibilidade: ataque à Constituição Federal? **Scientia Iuris**, Londrina, v. 16, n. 2, p. 199-216, 2012. DOI: <https://doi.org/10.5433/2178-818.2012v16n2p199>.

RODRÍGUEZ, J. A.; ÁVILA, J. La carga tributaria sobre los ingresos laborales y de capital en Colombia: el caso del impuesto sobre la renta y el IVA. **Cuadernos de Economía**, Bogotá, v. 36, n. 72, p. 99-138, 2017. DOI: <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v36n72.65877>. Disponível em: [http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0121-47722017000300099&lang=pt](http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0121-47722017000300099&lang=pt). Acesso em: 9 nov. 2018.

ROTHMANN, G. W. O princípio da legalidade tributária. **Revista da Faculdade de Direito**, São Paulo, v. 67, p. 231-268, 1972. DOI: <https://doi.org/10.11606/issn.2318-8235.v67i0p231-268>.

SABBAG, E. **Manual de direito tributário**. 9.ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

SAKAUE, J. T.; OLIVEIRA, E. F. Parcelamento de débitos tributários das empresas. **Encontro de Iniciação Científica**, Presidente Prudente, v. 8, n. 8, p. 1-29, 2012.

SCHOUERI, L. E. **Direito tributário**. 8.ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

SEGURA, L.C.; FORMIGONI, H.; GRECCO, M.C.P. Um estudo sobre a relação entre adesão das companhias abertas ao REFIS e o seu capital de giro líquido. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 5, n. 3, p. 427-446, 2012. DOI: <https://doi.org/10.14392/ASAA/2012050306>. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/284456080\\_Um\\_estudo\\_sobre\\_a\\_relacao\\_entre\\_ade\\_sao\\_das\\_companhias\\_abertas\\_ao\\_REFIS\\_e\\_o\\_seu\\_capital\\_de\\_giro\\_liquido](https://www.researchgate.net/publication/284456080_Um_estudo_sobre_a_relacao_entre_ade_sao_das_companhias_abertas_ao_REFIS_e_o_seu_capital_de_giro_liquido). Acesso em: 9 nov. 2018.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 51, n. 2, p. 219-244, Feb. 1999.

SILVA, A. A. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, A. C. R. **Metodologia da pesquisa aplicada a contabilidade**. Salvador: UFBA, Faculdade de Ciências Contábeis, 2017.

SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, J. P. **Gestão e análise de risco de crédito**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SILVA, M. H. R.; MACIEL, L. P. A previsão dos programas de regularização tributária no ordenamento jurídico brasileiro. **Encontro de iniciação científica**, Presidente Prudente, v. 14, n. 14, p. 1-21, 2018.

SOARES NETO, P. B. O. Espécies tributárias no ordenamento jurídico brasileiro. **Boletim Jurídico**, Uberaba, ano 13, n. 1562, 2018. Disponível em: <https://www.boletimjuridico.com.br/doutrina/artigo/4717/especies-tributarias-ordenamento-juridico-brasileiro>. Acesso em: 26 nov. 2018.

SOARES, M. A. **Análise de indicadores para avaliação de desempenho econômico-financeiro de operadoras de planos de saúde brasileiras**: uma aplicação da análise fatorial. 2006. 122 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-15122006-121519/pt-br.php>. Acesso em: 9 nov. 2018.

STOILOVA, D. Tax structure and economic growth: Evidence from the European Union. **Contaduría y administración**, Coyoacán, v. 62, n. 3, p. 1041-1057, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cya.2017.04.006>. Disponível em: [http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0186-10422017000301041&lang=pt](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0186-10422017000301041&lang=pt). Acesso em: 9 nov. 2018.

STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economic*, [S. l.], v. 26, n. 1, p. 3-27, 1990. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N). Disponível em:  
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.605.3647&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 10 dez. 2019.

TARANTIN JUNIOR, W. **Estrutura de capital**: o papel das fontes de financiamento nas quais as companhias abertas brasileiras se baseiam. 2013. 111f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-04022014-162610/pt-br.php>. Acesso em: 10 dez. 2019.

TORGLER, B.; SCHNEIDER, F. G. Shadow economies and corruption all over the world: what do we really know? **IZA Discussion Paper**, Bonn, n. 2315, 2006. Disponível em: <http://ftp.iza.org/dp2315.pdf>. Acesso em: 18 out. 2018.

ZANELLO, C. **Parcelamento de débitos tributários das empresas**. 4. ed. Curitiba: Juruá, 2015.

## APÊNDICE A - Lista de empresas aderente ou não ao PERT

EMPRESA	PERT?
<b>COSAN S.A.</b>	SIM
<b>ELECTRO ACO ALTONA S.A.</b>	SIM
<b>ADVANCED DIGITAL HEALTH MEDICINA PREVENTIVA S.A.</b>	NÃO
<b>RGE SUL DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.</b>	NÃO
<b>AES TIETE ENERGIA SA</b>	NÃO
<b>AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A</b>	NÃO
<b>ALGAR TELECOM S/A</b>	NÃO
<b>SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.</b>	NÃO
<b>RUMO MALHA NORTE S.A.</b>	NÃO
<b>RUMO MALHA PAULISTA S.A.</b>	NÃO
<b>CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.</b>	NÃO
<b>ALPARGATAS S.A.</b>	NÃO
<b>ALUPAR INVESTIMENTO S/A</b>	NÃO
<b>AMBEV S.A.</b>	NÃO
<b>AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.</b>	NÃO
<b>ANIMA HOLDING S.A.</b>	SIM
<b>AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.</b>	NÃO
<b>CONC SIST ANHANG-BANDEIRANT S.A. AUTOBAN</b>	NÃO
<b>AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.</b>	SIM
<b>AZUL S.A.</b>	SIM
<b>B2W - COMPANHIA DIGITAL</b>	NÃO
<b>BAHEMA EDUCAÇÃO S.A.</b>	NÃO
<b>BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS</b>	SIM
<b>BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.</b>	SIM
<b>BAUMER S.A.</b>	NÃO
<b>BBM LOGISTICA S.A.</b>	SIM
<b>BICICLETAS MONARK S.A.</b>	NÃO
<b>BIOMM S.A.</b>	NÃO
<b>BIOSEV S.A.</b>	NÃO
<b>BIOTOSCANA INVESTMENTS S.A.</b>	NÃO
<b>BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES SA</b>	SIM
<b>BOMBRIL S.A.</b>	SIM
<b>BRADESCPAR S.A.</b>	NÃO
<b>BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS</b>	NÃO
<b>BRASKEM S.A.</b>	SIM
<b>BRF S.A.</b>	SIM
<b>BRQ SOLUCOES EM INFORMATICA S.A.</b>	SIM
<b>CACHOEIRA PAULISTA TRANSMISSORA ENERGIA S.A.</b>	NÃO
<b>CAMBUCI S.A.</b>	SIM
<b>CAMIL ALIMENTOS S.A.</b>	NÃO
<b>ATACADÃO S.A.</b>	NÃO
<b>CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN</b>	NÃO
<b>CCR S.A.</b>	SIM
<b>CIA ENERGETICA DE BRASILIA</b>	SIM
<b>CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA</b>	SIM
<b>CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D</b>	SIM
<b>CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT</b>	NÃO
<b>CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG</b>	NÃO
<b>CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.</b>	SIM

EMPRESA	PERT?
CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGPAR	NÃO
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	SIM
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	NÃO
CELULOSE IRANI S.A.	SIM
EQUATORIAL MARANHÃO DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.	NÃO
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	NÃO
CEMIG DISTRIBUICAO S.A.	NÃO
CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.	NÃO
GRUPO SBF SA	SEM INFORMAÇÃO
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	SIM
CIA HERING	NÃO
CINESYSTEM S.A.	SIM
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	NÃO
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	NÃO
CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	SIM
CONC AUTO RAPOSO TAVARES S.A.	NÃO
CONC RIO-TERESOPOLIS S.A.	NÃO
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDBERG S.A.	NÃO
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	NÃO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	SIM
COSAN LOGISTICA S.A.	NÃO
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	NÃO
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	NÃO
CPFL ENERGIA S.A.	NÃO
CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	NÃO
CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ	NÃO
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	NÃO
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	NÃO
TRONOX PIGMENTOS DO BRASIL S.A.	SIM
CSU CARDSYSTEM S.A.	NÃO
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	NÃO
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	NÃO
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	SIM
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	SIM
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	NÃO
DOHLER S.A.	NÃO
DOMMO ENERGIA S.A.	NÃO
DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	SIM
DURATEX S.A.	SIM
EDP SÃO PAULO DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA S.A.	SIM
ECORODOVIAS CONCESSÕES E SERVIÇOS S.A.	NÃO
EMPRESA CONC RODOV DO NORTE S.A.ECONORTE	NÃO
CONC ROD AYRTON SENNA E CARV PINTO S.A.-ECOPISTAS	NÃO
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	SIM
CONC ECOVIAS IMIGRANTES S.A.	NÃO
ELEKEIROZ S.A.	SIM
ELEKTRO REDES S.A.	NÃO
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	NÃO
ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	SIM
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	NÃO
EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	NÃO
EMBRAER S.A.	SIM

EMPRESA	PERT?
EMBRAER S.A.	SIM
ENAUTA PARTICIPAÇÕES S.A.	NÃO
EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR	NÃO
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	SIM
ENERGISA S.A.	SIM
ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S/A	SIM
ENERGISA MATO GROSSO DO SUL - DIST DE ENERGIA S.A.	SIM
ENEVA S.A	NÃO
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	NÃO
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	SIM
EDP ESPIRITO SANTO DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA S.A.	SIM
MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	SIM
ETERNIT S.A.	NÃO
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	SIM
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	NÃO
EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.	NÃO
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	NÃO
FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A.	NÃO
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	NÃO
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	NÃO
FERREIRA GOMES ENERGIA S.A.	NÃO
FLEURY S.A.	NÃO
FLEX GESTÃO DE RELACIONAMENTOS S.A.	NÃO
TAURUS ARMAS S.A.	SIM
FRAS-LE S.A.	SIM
GAFISA S.A.	NÃO
RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.	NÃO
GERDAU S.A.	NÃO
METALURGICA GERDAU S.A.	NÃO
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	SIM
GPC PARTICIPACOES S.A.	SIM
GRAZZIOTIN S.A.	NÃO
GRENDENE S.A.	NÃO
CONC DO AEROPORTO INTERNACIONAL DE GUARULHOS S.A.	NÃO
GUARARAPES CONFECCOES S.A.	NÃO
HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	NÃO
HAPVIDA PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS SA	NÃO
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	NÃO
HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES	SIM
HOTEIS OTHON S.A.	NÃO
HYPERA S.A.	NÃO
IGUA SANEAMENTO S.A.	NÃO
INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	SIM
INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTACAO S.A.	NÃO
CIA INDUSTRIAL CATAGUASES	NÃO
INDUSTRIAS ROMI S.A.	NÃO
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUCOES	NÃO
INTER CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	NÃO
NOTRE DAME INTERMEDICA PARTICIPACOES SA	NÃO
INVESTIMENTOS E PARTICIP. EM INFRA S.A. - INVEPAR	NÃO
IOCHPE MAXION S.A.	NÃO
ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.	NÃO

EMPRESA	PERT?
J. MACEDO S.A.	NÃO
JBS S.A.	SIM
JHSF PARTICIPACOES S.A.	NÃO
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	SIM
JOSAPAR-JOAQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	NÃO
JSL S.A.	SIM
KARSTEN S.A.	SIM
KEPLER WEBER S.A.	SIM
KLABIN S.A.	NÃO
KROTON EDUCACIONAL S.A.	NÃO
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	NÃO
LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	SIM
LIGHT S.A.	SIM
LINX S.A.	NÃO
LIQ PARTICIPAÇÕES S.A.	NÃO
LITEL PARTICIPACOES S.A.	NÃO
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	NÃO
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	NÃO
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	SIM
LOJAS AMERICANAS S.A.	NÃO
MARISA LOJAS S.A.	NÃO
LOJAS RENNER S.A.	SIM
LUPATECH S.A.	SIM
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	NÃO
MAESTRO LOCADORA DE VEICULOS S.A.	NÃO
MAGAZINE LUIZA S.A.	SIM
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	SIM
MARCOPOLO S.A.	SIM
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	SIM
CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	SIM
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	NÃO
METALGRAFICA IGUACU S.A.	SIM
MAHLE-METAL LEVE S.A.	NÃO
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	SIM
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	NÃO
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	NÃO
MINASMAQUINAS S.A.	NÃO
MINERVA S.A.	SIM
MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	SIM
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	NÃO
MOVIDA PARTICIPACOES SA	NÃO
MRS LOGISTICA S.A.	NÃO
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	NÃO
MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	SIM
NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	NÃO
NATURA COSMETICOS S.A.	SIM
NEOENERGIA S.A.	NÃO
NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.	NÃO
NORTEC QUÍMICA S.A.	NÃO
NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	NÃO
CONSERVAS ODERICH S.A.	NÃO
ODONTOPREV S.A.	NÃO

EMPRESA	PERT?
OI S.A.	SIM
OMEGA GERAÇÃO S.A.	NÃO
OSX BRASIL S.A.	NÃO
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.	SIM
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	SIM
PANATLANTICA S.A.	NÃO
PARANAPANEMA S.A.	SIM
CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	NÃO
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	SIM
REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.	SIM
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	SIM
PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A	SIM
PETRO RIO S.A.	SIM
PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	NÃO
PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	SIM
POMIFRUTAS S/A	SIM
PORTO SUDESTE V.M. S.A.	NÃO
PBG S/A	SIM
POSITIVO TECNOLOGIA S.A.	SIM
PRATICA KLIMAQUIP INDUSTRIA E COMERCIO SA	NÃO
PRINER SERVIÇOS INDUSTRIAIS S.A.	NÃO
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	SIM
PRODUTORES ENERGET.DE MANSO S.A.- PROMAN	NÃO
QUALICORP CONSULTORIA E CORRETORA DE SEGUROS S.A.	SIM
QUALITY SOFTWARE S.A.	NÃO
RAIA DROGASIL S.A.	NÃO
RAIZEN ENERGIA S.A.	NÃO
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	SIM
RECRUSUL S.A.	SIM
REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	SIM
RENOVA ENERGIA S.A.	NÃO
METALURGICA RIOSULENSE S.A.	SIM
RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	NÃO
RODOVIAS DAS COLINAS S.A.	NÃO
CONC RODOVIAS DO TIETÊ S.A.	NÃO
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	SIM
CONC ROTA DAS BANDEIRAS S.A.	NÃO
RUMO S.A.	NÃO
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	NÃO
SALUS INFRAESTRUTURA PORTUARIA SA	NÃO
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	NÃO
SANESALTO SANEAMENTO S.A.	SIM
SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	SIM
CIA TECIDOS SANTANENSE	NÃO
SANTHER FAB DE PAPEL STA THEREZINHA S.A.	SIM
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	NÃO
SAO MARTINHO S.A.	NÃO
SARAIVA LIVREIROS S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	NÃO
SCHULZ S.A.	SIM
SER EDUCACIONAL S.A.	NÃO
CIA SIDERURGICA NACIONAL	NÃO
SINQIA S.A.	NÃO

EMPRESA	PERT?
SLC AGRICOLA S.A.	SIM
SMARTFIT ESCOLA DE GINÁSTICA E DANÇA S.A.	SIM
SMILES FIDELIDADE S.A.	NÃO
SONDOTECHNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	SIM
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	NÃO
SAO PAULO TURISMO S.A.	NÃO
STAR A S.A. - INDÚSTRIA DE IMPLEMENTOS AGRÍCOLAS	NÃO
STATKRAFT ENERGIAS RENOVAVEIS S.A.	SIM
SANTO ANTONIO ENERGIA S.A.	NÃO
SUZANO HOLDING S.A.	SIM
SUZANO S.A.	NÃO
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	NÃO
TECHNOS S.A.	SIM
TECNISA S.A.	NÃO
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	NÃO
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	NÃO
TEKA-TECELAGEM KUEHNRICH S.A.	NÃO
TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	NÃO
TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS	NÃO
TELEFÔNICA BRASIL S.A	SIM
CONSTRUTORA TENDA S.A.	SIM
TERMELÉTRICA PERNAMBUCO III S.A.	SIM
TERMOPERNAMBUCO S.A.	NÃO
TERRA SANTA AGRO S.A.	NÃO
TEXTIL RENAUDVIEW S.A.	SIM
TIM PARTICIPACOES S.A.	NÃO
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	NÃO
TOTVS S.A.	NÃO
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	SIM
TREVISI INVESTIMENTOS S.A.	NÃO
TRIÂNGULO DO SOL AUTO-ESTRADAS S.A.	NÃO
TRISUL S.A.	NÃO
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	SIM
TUPY S.A.	NÃO
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	SIM
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	NÃO
UNIDAS S.A.	NÃO
UNIPAR CARBOCLORO S.A.	SIM
UPTICK PARTICIPACOES S.A.	NÃO
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	SIM
VALE S.A.	NÃO
VALID SOLUÇÕES S.A.	SIM
CONC ROD.OESTE SP VIAOESTE S.A	NÃO
VIA VAREJO S.A.	SIM
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	NÃO
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	SIM
WEG S.A.	NÃO
WETZEL S.A.	SIM
WHIRLPOOL S.A.	NÃO
WILSON SONS LTD.	SIM
WLM PART. E COMÉRCIO DE MÁQUINAS E VEÍCULOS S.A.	NÃO
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	SIM