

A Relação do Parcelamento Tributário na Estrutura de Capital das Companhias Abertas Brasileiras

The Relationship of the Tax Installment in the Capital Structure of Brazilian Public Companies

Artigo recebido em: 19/06/20 e aceito em: 08/07/21

Osmar Pereira de Moraes Filho

Goiânia – GO
Mestrando em Ciências Contábeis pela UFG¹
osmarfilho06@gmail.com

Paulo Junior Pereira de Moura

Goiânia – GO
Mestrando em Ciências Contábeis pela UFG
Paulo-moura@outlook.com

Moisés Ferreira da Cunha

Goiânia – GO
Doutor em Controladoria e Finanças pela UFG
moises.cunha2807@gmail.com

RESUMO

No ambiente nacional um fator a ser considerado como possível influente na forma de financiamento das empresas são os parcelamentos tributários. Normalmente, estes têm custos menores que os recursos obtidos no mercado privado, além de promoverem um prolongamento nos prazos de pagamentos com o perdão dos juros e multas. O objetivo foi verificar a relação do parcelamento tributário na estrutura de capital das companhias abertas no Brasil. A amostra final foi composta por 37 entidades, classificadas como aderentes à *Pecking Order Theory*, e que divulgaram o valor dos parcelamentos tributários em notas explicativas durante o período de 2009 a 2018, totalizando 339 observações. Os resultados confirmam a relação negativa entre parcelamento tributário e dívida (principalmente as dívidas de longo prazo), sugerindo que as empresas estão utilizando os parcelamentos tributários como forma de financiamento. Assim, a atual conjuntura das políticas fiscais altera a hierarquia das fontes originalmente proposta e provoca vantagens dos parcelamentos tributários sobre a emissão de dívida, com relação aos custos de agência. O resultado também corrobora com pesquisas anteriores que há uma necessidade de revisão da política fiscal de parcelamentos tributários, uma vez que a finalidade destes não é o financiamento das atividades dos contribuintes, mas a redução do estoque de dívida e litigância judicial e administrativa dos processos tributários. Desta forma, esta pesquisa auxilia, tanto os contribuintes, quanto o estado na utilização dos parcelamentos tributários para maximização da utilidade.

Palavras-chave: Parcelamento tributário, estrutura de capital, *Pecking Order Theory*.

ABSTRACT

In the national environment a factor to be considered as

possible influential in the form of financing companies are the tax installments. Usually, these have lower costs than the resources obtained in the private market, in addition to promoting an extension of payment deadlines with the forgiveness of interest and fines. The objective was to verify the relationship of the tax installment in the capital structure of public companies in Brazil. The final sample consisted of 37 entities, classified as adherents to *Pecking Order Theory*, and who disclosed the value of tax installments in explanatory notes during the period from 2009 to 2018, totaling 339 observations. The results confirm the negative relationship between tax installments and debt (especially long-term debts), suggesting that companies are using tax installments as a form of financing. Thus, the current conjuncture of fiscal policies changes the hierarchy of sources originally proposed and causes advantages of tax installments over debt issuance, in relation to agency costs. The result also corroborates with previous research that there is a need to review the tax policy of tax installments, since the purpose of these is not to finance the activities of taxpayers, but the reduction of debt stock and judicial and administrative litigation of tax proceedings. Thus, this research helps both taxpayers and the state in the use of tax installments to maximize utility.

Keywords: Tax installment, capital structure, *Pecking Order Theory*

1 INTRODUÇÃO

Ao longo dos anos o anseio em compreender o processo de financiamento das firmas motivou pesquisas relacionadas à estrutura de capital. Desde o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958) diversos outros trabalhos se propuseram a explicar as determinantes das decisões de financiamento. Embora este assunto seja recorrente e atual, o mesmo ainda se mantém controverso, permanecendo como um desafio para a academia e para os agentes do mercado em geral (Iara, 2013; Santos, 2013; Bernado, Albanez e Securato, 2018).

No intuito de descrever e compreender este tema, teorias foram desenvolvidas durante os anos. Myers (2001) elucida que as teorias desenvolvidas até então não conseguiram apresentar um alinhamento em suas conclusões. De maneira geral, elas têm por propósito enfatizar custos específicos e benefícios das diferentes estratégias de financiamento.

Dentre as teorias destacam-se as teorias de *Trade-Off* (Myers & Majluf, 1984) e *Pecking Order* (Myers, 1984). Santos (2013) explica que a primeira tem por base os impostos: as empresas buscam endividar-se ao ponto de garantir o melhor benefício fiscal, mas conciliando os riscos do endividamento e a assimetria informacional. A segunda

¹ UFG- Universidade Federal de Goiás -CEP. 74690-900 Goiânia - Goiás.

detém uma preferência quanto à origem da fonte do financiamento. Além dos impostos e assimetria informacional estas teorias têm, ainda, os conflitos de agência, mediante o alinhamento de interesses dos diversos agentes organizacionais.

Bernardo, Albanez e Securato (2013) abordam que os estudos existentes a respeito da estrutura de capital, em maioria, observam fatores específicos ou intrínsecos às empresas. Entretanto, condições institucionais relacionadas ao ambiente em que a empresa está inserida podem influenciar seu modo de decisão, seja pela disponibilidade e oferta de recursos, seja pela existência de linhas de financiamento específicas do mercado.

No ambiente nacional um fator a ser considerado como possível influente na forma de financiamento das empresas são os parcelamentos tributários, originalmente destinados à redução do estoque da dívida e da litigância judicial e administrativa dos processos tributários (Faber & Lima, 2016). Conforme explicado por Rezende, Dalmácio & Rathke (2018) esse tipo de parcelamento normalmente tem custos menores que os recursos obtidos no mercado privado, além de promover um prolongamento nos prazos de pagamentos com o perdão dos juros e multas. A Receita Federal do Brasil (RFB) juntamente com evidências da literatura verificaram uma cultura e incentivo do não pagamento dos contribuintes, pois há expectativa de novo parcelamento tributário e estes têm praticado o rolamento dos débitos tributários (RFB, 2017; Faber & Lima, 2016; Paes, 2014; Paes, 2012)

Desta forma, a presente pesquisa aborda o seguinte problema de pesquisa: qual a relação do parcelamento tributário na estrutura de capital das companhias abertas no Brasil? Diante disto, **o objetivo foi verificar a relação do parcelamento tributário na estrutura de capital das companhias abertas no Brasil.** Estudos desta natureza são relevantes, devido às particularidades encontradas no ambiente tributário nacional, como a complexidade da legislação tributária que, por vezes, induz as empresas a utilizarem a gestão do pagamento de tributos como parte de suas estratégias de financiamento e investimentos.

Esta pesquisa é relevante por incrementar a teoria da hierarquia das fontes, demonstrando que a dinâmica da conjuntura fiscal dos países pode alterar a hierarquia originalmente proposta. Os resultados da pesquisa contribuem tanto para as empresas, ao planejar o financiamento de projetos, quanto para o governo, na percepção do impacto de suas políticas fiscais, haja visto que os programas de parcelamento tributário não foram criados com o intuito de financiar as atividades empresariais.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Teoria convencional, *trade off* e *pecking order*

As empresas geram valor por meio de seus investimentos. Os recursos para investir são obtidos de duas fontes, ou por meio dos acionistas, detentores dos títulos patrimoniais (capital próprio), ou por meio dos credores, detentores dos títulos de dívida (capital de terceiros). Os últimos são remunerados pelo pagamento de juros, e os primeiros são remunerados pelo lucro apurado pela contabilidade. O retorno requerido por ambos representa o custo de oportunidade ajustado ao risco que cada um assume.

Assim, o retorno dos investimentos feitos deve superar

o custo do capital tomado. Esse spread pode ser aumentado de duas maneiras, ou pelo aumento do retorno ou pela redução do custo de capital. Isso remete a uma questão: há uma combinação ideal das duas fontes de financiamento? Esta pergunta foi a força motriz para os estudos realizados sobre estrutura de capital.

A teoria convencional ou tradicionalista, exposta principalmente por Durand (1952), preconiza que a estrutura de capital influencia o valor da empresa. Normalmente o custo da dívida é menor do que o retorno exigido pelos acionistas, então esta deve ser utilizada até o ponto em que o risco de falência começa a ser significativo, aumentando os juros. Este seria o ponto em que o custo de capital total seria o mínimo, configurando então uma estrutura ótima que maximiza o valor da firma.

Modigliani e Miller (1958), em sua obra seminal, propõem uma visão diferente, a qual fomentou a discussão sobre o tema, onde os autores argumentam que a estrutura de capital é irrelevante para determinar o valor das empresas. Posteriormente, Modigliani e Miller (1963), reconheceram o impacto dos tributos na estrutura de capital. Geralmente, os sistemas tributários dos países permitem a dedutibilidade dos juros da dívida na base de cálculo dos impostos, o que não acontece com a remuneração dos acionistas. Assim, firmas mais alavancadas têm um maior benefício fiscal, e este provoca um aumento no valor daquelas.

Uma década depois, Miller (1977) identificou que a presença dos tributos pessoais impacta o benefício fiscal dos juros, pois credores pagam tributos sobre os seus ganhos e dessa maneira irão requerer maiores taxas de juros para compensar os tributos pagos, consequentemente aumentando o custo da dívida. Também é preciso considerar que firmas muito alavancadas têm uma porção maior dos seus fluxos de caixa comprometidos com pagamento de dívidas, o que aumenta o risco de falência e consequentemente o custo da dívida.

Os custos de falência reduzem o valor da empresa, visto que não são destinados aos sócios ou credores, mas a terceiros. Estes custos podem ser divididos em diretos e indiretos. Os diretos se referem a honorários de advogados, contadores e outros profissionais, e também ao tempo gerencial gasto para administrar a falência. Já os custos indiretos se referem à queda nas vendas, nos lucros, dificuldade de obter crédito e emissão de títulos arriscada (Warner, 1977). Portanto, os custos de falência são relevantes na determinação da estrutura de capital (DeAngelo & Masulis, 1980; Scott, 1976). Neste contexto, surge a denominada teoria do *Trade-off*, que à semelhança da teoria convencional, prevê uma estrutura ótima de capital. No entanto, o *trade-off* agora é relativo ao benefício fiscal dos juros da dívida e ao custo de falência.

Cabe destacar que os problemas de agência relatados por Jensen e Meckling (1976) influenciam a estrutura de capital, pois há conflitos de interesse entre credores, administradores e acionistas. Algumas possíveis formas deste conflito são: (1) o uso do endividamento para disciplinar os administradores, sob a suposição de que os maiores compromissos financeiros a pagar exigem uma melhor eficiência da gestão, conduzindo-a à investimentos ótimos (Ross, 1977); (2) monitoramento necessário para garantir o cumprimento dos covenants (cláusulas restritivas); e, (3) exigência de garantia por parte dos credores (Titman & Wessels, 1988).

Myers e Majluf (1984) em seu trabalho, um dos primeiros sobre estrutura de capital e assimetria

informacional, mostraram que se os investidores são menos informados do que os insiders, os primeiros precificam erroneamente o valor de mercado da firma. Se uma companhia emite ações para financiar um projeto, a precificação incorreta leva os novos investidores a ganhar mais do que o VPL (Valor Presente Líquido) do projeto, em prejuízo dos atuais acionistas. Assim, projetos com VPLs positivos podem ser rejeitados.

Em meio aos problemas da assimetria informacional, a estrutura de capital pode ser usada para sinalizar informações internas aos investidores (Harris & Raviv, 1991). Ao usar financiamento interno ou emitir dívidas a empresa transmite um bom sinal, comunicando que as suas ações estão subavaliadas e que o retorno do projeto é maior do que o custo de capital, uma vez que credores e acionistas apoiaram o investimento. Entretanto, é mantida uma reserva de capacidade de endividamento para futuros investimentos. Ao emitir novas ações a companhia transmite um sinal negativo, comunicando que as ações estão superavaliadas e a taxa de retorno do projeto não atendeu a exigência dos credores e acionistas.

A partir da relação entre a assimetria informacional e a estrutura de capital, Myers (1984) propõe *Pecking order theory* (POT), a qual preconiza a seguinte hierarquia entre as fontes de financiamento com base nos custos de transação derivados dos conflitos de agência: (1) financiamento interno por meio de retenção de lucros, porque é livre dos custos de transação; (2) emissão de dívida, preferencialmente não arriscada, transmitindo sinal positivo para o mercado; e, (3) emissão de ações, transmitindo sinal negativo para o mercado.

2.2 Parcelamento tributário

O parcelamento tributário está previsto no art. 151 do Código Tributário Nacional (CTN). A partir do início do milênio, o governo brasileiro tem criado vários parcelamentos tributários nos âmbitos municipal, estadual e federal, com o objetivo de reduzir o estoque de dívida e a litigância administrativa e judicial referente aos processos tributários (Faber & Lima, 2016).

No campo da RFB os parcelamentos podem ser divididos em convencionais e especiais (RFB, 2017). O parcelamento convencional foi criado pela Lei nº 10.522/02 nos arts. 10 a 14-F para atender situações normais e está sempre disponível ao contribuinte. Já os parcelamentos especiais são criados para situações específicas, têm prazos limitados de adesão e há restrições quanto aos débitos que serão incluídos.

Embora os parcelamentos especiais sejam disponibilizados em casos extraordinários, um estudo da RFB (2017) sobre estes tipos de parcelamento revela que nos últimos 18 anos houve quase 40 parcelamentos especiais, todos com reduções significativas nas multas e juros, compensação de prejuízos fiscais e base de cálculo negativa da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), e longos prazos de pagamento. Alguns parcelamentos foram destinados para contribuintes específicos, como clubes de futebol, instituições de ensino superior, exportadores, empresas do setor financeiro etc. Os parcelamentos de abrangência geral mais expressivos foram:

- Programa de Recuperação Fiscal (REFIS): instituído pela lei 9.964/00 para PJ (pessoa jurídica), concede prazos ilimitados para pagamento e o valor da parcela é calculado aplicando-se um percentual sobre a

receita bruta, variando entre 0,3% e 1,5%. Houve a adesão de 129 mil contribuintes.

- Parcelamento Especial (PAES): criado pela lei 10.684/03 para PJ e PF (pessoa física), oferece prazos de 180 meses e redução de 50% das multas. Houve a adesão de 282 mil contribuintes PJ.

- Parcelamento Excepcional (PAEX): estabelecido pela MP (Medida Provisória) nº 303/06 para PJ, dispôs três modalidades de pagamento – 6, 120 e 130 parcelas – com redução de 50% a 80% das multas e de 30% dos juros de mora. Houve a adesão de 244.722 contribuintes.

- Programa “Refis da Crise”: fundado pela MP nº 449/2008 e lei 11.941/09 para PJ e PF, criou 14 modalidades de pagamento com redução de 60% a 100% da multa e de 25% a 45% dos juros de mora. Em 2013 e 2014, o programa foi reaberto quatro vezes através da lei 12.865/13, leis 12.973/14 e 12.996/14 (“Refis da Copa”) e lei 13.043/14 (“Refis de Natal”). Houve a adesão de 717.761 contribuintes PJ na primeira abertura e 294.395 contribuintes PJ nas reaberturas.

- Programa Especial de Regularização Tributária (PERT): instituído pela MP 783/17 e lei 13.496/2017 para PJ e PF, permite o parcelamento em até 175 meses com redução de 50% a 70% das multas e de 50% a 90% dos juros de mora, o PERT já teve o prazo de adesão reaberto três vezes. Houve a adesão de 443 mil contribuintes PJ.

Os índices de quitação dos parcelamentos são muito baixos, sendo de 6,81%, 32,52%, 38,42% e 47,25% para o REFIS, PAES, PAEX e “REFIS da Crise”, respectivamente (RFB, 2017). A concessão frequente de parcelamentos especiais teve um efeito contrário ao esperado. A expectativa do surgimento célere de um novo parcelamento e a posse da certidão negativa de débito, assim que feita a adesão, originou um comportamento de inadimplência nos contribuintes. Os agentes são racionais e buscam a maximização do bem-estar próprio, na análise do custo-benefício do não pagamento dos tributos. Na atual conjuntura criada pela política fiscal dos parcelamentos especiais, vislumbrou-se a oportunidade da rolagem de dívidas tributárias, mitigação a curto prazo dos impactos tributários no custo do negócio e vantagem competitiva sobre os concorrentes adimplentes (Faber & Lima, 2016; Paes, 2014; Paes, 2012).

Outro comportamento que poderia ser identificado é a utilização do parcelamento de tributos como fonte de financiamento. A taxa média ajustada dos financiamentos diários, apurada no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), ambas utilizadas para correção dos débitos tributários, são inferiores à taxa de juros do mercado de crédito e à remuneração exigida pelos acionistas na opção de emissão de ações. Além disso, diferente do mercado de crédito privado que utiliza os juros compostos, há a aplicação de juros simples no parcelamento tributário, o que reduz a dívida ao longo do tempo (Rezende, Dalmácio & Rathke, 2018; Plutarco, 2012). Abaixo, na **Tabela 1**, apresenta-se a comparação entre a taxa de juros das operações de crédito do mercado privado para PJ, a taxa SELIC e a TJLP.

Tabela 1. Taxa de juros do mercado PJ x TJLP x Taxa SELIC

ANO	TX MERCADO PJ	TX SELIC	TJLP
2011	18,14	10,91	6,00
2012	13,82	7,29	5,50
2013	15,64	9,90	5,00
2014	16,60	11,54	5,00
2015	20,76	14,15	7,00
2016	20,28	13,65	7,50
2017	16,92	6,90	7,00
2018	14,68	6,40	6,98

Fonte: Adaptada de Plutarco (2012) conforme os dados do sistema gerenciador de séries temporais do Banco Central do Brasil (BCB).
Nota: a taxa de juros do mercado está disponível apenas a partir de 2011.

Portanto, a redução de juros e multas, os longos prazos, a correção dos débitos pela taxa SELIC ou TJLP e a utilização de juros simples tornam o parcelamento tributário mais vantajoso do que recorrer ao mercado de crédito privado. Com base nos benefícios mencionados em utilizar o parcelamento, este trabalho propõe que as empresas aderentes à POT priorizam os parcelamentos tributários em relação à emissão de dívida. Assim, tomada a atual conjuntura do ambiente fiscal, a hierarquia das fontes de financiamento seria: (1) financiamento interno, (2) parcelamentos tributários, (3) emissão de dívida, (4) emissão de ações. **Desse modo, foi formulada a seguinte hipótese: há uma relação negativa entre parcelamentos tributários e a dívida das empresas brasileiras.**

2.3 Tributos e estrutura de capital

Pohlmann (2005) indicou uma relação positiva entre endividamento e incidência tributária. Seus resultados foram interpretados e a teoria do trade off vinculada à luz da teoria da tributação ótima. Não obstante, o surgimento de uma fonte alternativa de financiamento às suas operações, implica na concessão de subvenções governamentais às empresas. Assim, as diferentes fontes de financiamento passam a ser fundamentais para a tomada de decisões.

Graham e Tucker (2006) investigaram a relação entre *tax shelters* ("paraíso fiscal") e a política de endividamento das companhias. A dedução média anual dos *shelters* nos tributos é de aproximadamente 9% dos ativos da entidade - três vezes maior do que a dedução dos juros. As empresas envolvidas com *tax shelters* usam menos dívida do que as não envolvidas, os índices de dívida caem cerca de 8%.

Confirmando a teoria do *trade off*, Pohlmann e Ludicibus (2010) afirmaram que o grau de endividamento e o nível de tributação do lucro têm uma relação positiva, onde a empresa que é incentivada pela vantagem fiscal recorre a capitais de terceiros, até o ponto em que os riscos de falência excedam essa vantagem.

Paes (2012) analisou os efeitos dos parcelamentos tributários sobre a evasão fiscal. O autor verificou que a disposição de pagar tributos no Brasil estava em torno de 2/3 dos valores devidos, os parcelamentos concedidos reduziram a disposição para pouco mais de 60%. Em nova pesquisa, Paes (2014) constata que o hiato tributário - diferença entre arrecadação prevista na legislação e a

efetiva - sem concessão de parcelamentos é de 30%, e este aumenta em até quatro pontos percentuais diante da oferta de refinanciamentos de dívidas tributárias.

Plutarco (2012) mostrou, mesmo que ainda não sendo discutido na literatura, mas sendo debatido pela doutrina, a utilização do parcelamento dos tributos como forma de financiamento, pois a litigância administrativa ou judicial ou sonegação de tributos podem ser bastantes vantajosas como forma de financiamento de atividades operacionais, entendendo-se que o parcelamento dos tributos seria uma estratégia de planejamento tributário.

Segura, Formigoni e Grecco (2012) ao analisar a relação das companhias abertas que adotaram ao REFIS com capital de giro, observaram que as empresas que não participaram do REFIS tinham menos necessidade de financiamento de capital de giro do que as participantes.

Lucente e Bressan (2015), em estudo de caso empregado ao Sport Club Corinthians Paulista, onde foi analisado o impacto do parcelamento dos tributos na estrutura de capital, observaram que a estrutura de capital do clube melhorou, onde o parcelamento permitiu o alongamento dos prazos de pagamento e redução dos valores pagos.

Faber e Lima (2016), com base nos dados da RFB, encontraram que a expectativa de um novo parcelamento e sua posterior adesão influenciam negativamente a arrecadação induzida. Pela modelagem, a expectativa reduz em 5,8% a arrecadação induzida média do biênio anterior ao parcelamento e em 1,5% a arrecadação induzida média do biênio posterior.

Devereux, Maffini e Xing (2018) encontraram uma relação positiva entre a dívida e a alíquota marginal do imposto de renda, sugerindo que empresas com alíquotas maiores têm maior endividamento para utilizar o benefício fiscal dos juros. Os autores ressaltam um fato importante em sua pesquisa: as alíquotas foram obtidas por meio das declarações tributárias das entidades, e o poder de explicação foi maior do que a alíquota marginal baseada nas demonstrações financeiras.

3 MÉTODO DA PESQUISA

A amostra inicial é composta por todas as empresas listadas na B3, exceto as financeiras e as com dados faltantes entre o período de 2008 a 2018, o que totalizou 140 empresas. O ano de 2008 foi utilizado para defasagem de variáveis. Assim, as relações aqui pesquisadas compreenderam o período de 2009 a 2018.

Com base na amostra inicial aplicou-se o modelo da POT a nível firma (empresa por empresa). No artigo de Shyam-Sunder e Myers (1999), de onde o modelo é oriundo, exige-se um coeficiente igual ou superior a um para enquadramento da corporação na POT. No entanto, tal grau de relação reduziria a amostra a um tamanho prejudicial ao seguimento desta pesquisa. Desse modo, a amostra final foi composta por todas as empresas que apresentaram um coeficiente positivo.

Conforme Shyam-Sunder e Myers (1999), para executar o modelo da POT primeiro é necessário calcular o déficit de financiamento da entidade conforme a equação 1:

$$DEF_{it} = DIV_{it} + CAPEX_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} - C_{it}$$

Onde:

DEF_{it} = déficit de financiamento da empresa i no tempo t.
 DIV_{it} = pagamento de dividendos da empresa i no tempo t.

$CAPEX_{it}$ = variação do ativo permanente (t-(t-1)) + depreciação e amortização acumuladas da empresa i no tempo t.

ΔW_{it} = variação do capital de giro (t-(t-1)) da empresa i no tempo t.

R_{it} = dívida de curto prazo (empréstimos e financiamentos + debêntures de curto prazo) para a empresa i no início do tempo t (presume-se que a dívida irá ser paga durante o ano).

C_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no tempo t.

Calculado o déficit de financiamento, executa-se o modelo da POT com dados em corte transversal conforme a equação 2:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

ΔD_{it} = dívida emitida ou paga no caso de DEF negativo (variação de t-1 para t de empréstimos e financiamentos + debêntures de curto e longo prazo) para a empresa i no tempo t.

DEF_{it} = déficit de financiamento da empresa i no tempo t.

ε_{it} = resíduo da empresa i no tempo t.

Após a execução do modelo a nível firma a amostra foi reduzida para 76 empresas que se enquadraram na POT. Dentre estas, 37 divulgaram parcelamentos tributários durante o período pesquisado. Assim, a amostra final foi composta por 37 entidades (listadas na tabela 5 do apêndice), totalizando 339 observações. Adicionalmente, o modelo POT também foi executado em todas as empresas da amostra final juntas e obteve-se um coeficiente de 0,48 significante a 1%. Assim, percebe-se que em termos gerais as empresas da amostra final são propensas ao modelo de hierarquização das fontes.

Os dados foram coletados na base da Economatica®. À exceção dos parcelamentos tributários, que foram coletados em notas explicativas, a organização da base de dados ocorreu por meio do software Microsoft Excel®, e todas as técnicas estatísticas foram executadas através do software Stata®. A relação entre as variáveis foi verificada

por meio de regressão linear múltipla com dados em corte transversal. Foram utilizadas três variáveis dependentes para a dívida, sendo elas a dívida total, a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo. Também foram selecionadas as seguintes variáveis de controle:

■ **Tamanho:** Empresas maiores são mais diversificadas, portanto têm menor probabilidade de incorrer em dificuldades financeiras, e os custos de falência são proporcionalmente menores do que em firmas menores. Desse modo, há uma relação positiva entre tamanho e endividamento (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Ozkan, 2001).

■ **Tangibilidade:** Dado o conflito de interesses nas relações, os credores exigem bens como garantia para mitigar o risco de inadimplência da firma, e desmotivar o investimento sub ótimo em projetos de alto risco. Os bens tangíveis são mais fáceis de serem avaliados a valor de mercado, que é a mensuração de maior interesse para os credores. Assim, espera-se uma relação positiva entre bens tangíveis e endividamento (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt & Maksimovic, 2001).

■ **Rentabilidade:** Com base na POT, as empresas preferem reter os lucros para autofinanciamento. Assim, espera-se uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento (Rajan & Zingales, 1995; Ozkan, 2001; Booth et al., 2001).

■ **Oportunidade de Crescimento:** As oportunidades de crescimento representam futuras oportunidades de investimento da firma. Myers (1977) argumenta que empresas com emissão de dívida arriscada deixam passar algumas oportunidades de investimento valiosas em alguns cenários projetados. Segundo Titman e Wessels (1988), indústrias em crescimento têm maiores custos de agência, pois há mais flexibilidade nos futuros investimentos. Desse modo, espera-se uma relação negativa entre endividamento e oportunidades de crescimento (Ozkan, 2001).

Para tratamento dos *outliers* todas as variáveis foram *winsorizadas* ao nível de 5% em ambos os extremos. As formas de operacionalização estão apresentadas abaixo na **Tabela 2**.

Tabela 2. Variáveis da pesquisa

Variáveis	Sigla	Fórmula	Fonte
Variáveis dependentes			
Dívida Total	DT	$\frac{Dívida\ Total}{Ativo\ Total}$	Rajan e Zingales (1995); Titman e Wessels (1988); Ozkan (2001).
Dívida de Curto Prazo	DCP	$\frac{Dívida\ de\ Curto\ Prazo}{Ativo\ Total}$	Rajan e Zingales (1995); Titman e Wessels (1988); Ozkan (2001).
Dívida de Longo Prazo	DLP	$\frac{Dívida\ de\ Longo\ Prazo}{Ativo\ Total}$	Rajan e Zingales (1995); Titman e Wessels (1988); Ozkan (2001).
Variável independente de interesse			
Parcelamento Tributário	PT	$\frac{Parcelamento\ Tributário}{Ativo\ Total}$	

Variáveis	Sigla	Fórmula	Fonte
Variáveis independentes de controle			
Tamanho	TAM	Logaritmo natural do ativo total	Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Ozkan (2001).
Tangibilidade	TANG	$\frac{Imobilizado}{Ativo Total}$	Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Booth et al. (2001).
Rentabilidade	RENT	$\frac{EBIT}{Ativo Total}$	Rajan e Zingales (1995); Ozkan (2001); Booth et al. (2001).
Oportunidade de crescimento	OPORT	$\frac{Ativo a valor de mercado}{Ativo Total}$	Myers (1977); Titman e Wessels (1988); Ozkan (2001).

Fonte: Autores

Nota: A dívida representa a soma de empréstimos, financiamentos e debêntures. O ativo a valor de mercado foi calculado da seguinte forma:

Ativo total – PL + valor de mercado do PL.

O valor de mercado do PL foi obtido multiplicando a quantidade de ações de cada classe pelo preço de fechamento da ação de cada classe.

O parcelamento tributário representa a soma de todos os parcelamentos tributários realizados pelas entidades nos âmbitos municipais, estaduais e federais, registrados a curto e longo prazo.

Apresentadas as variáveis, os modelos finais foram estimados da seguinte forma:

$$DT_{it} = \alpha + \beta_1 PT_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 OPORT_{it} + \xi_{it} \quad (1)$$

$$DCP_{it} = \alpha + \beta_1 PT_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 OPORT_{it} + \xi_{it} \quad (2)$$

$$DLP_{it} = \alpha + \beta_1 PT_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 OPORT_{it} + \xi_{it} \quad (3)$$

Para analisar os pressupostos das regressões foram utilizados os seguintes testes: teste de Kolmogorov-Smirnov - para normalidade dos resíduos; teste de White - para heterocedasticidade; e, o Variance Inflation Factor (VIF) - para multicolinearidade. Conforme o resultado dos testes, os três modelos possuem heterocedasticidade. A equação 2 apresentou não normalidade dos resíduos e não houve multicolinearidade em nenhum dos modelos. Para

corrigir a heterocedasticidade foi utilizado o modelo de regressão com erro-padrão robusto, quanto a não normalidade, com base no teorema do limite central. Os estimadores do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) tendem à normalidade assintótica, aproximando-se de uma distribuição normal. Desse modo, relaxa-se o pressuposto da normalidade (Fávero, Belfiore, Takamatsu & Suzart, 2014; Wooldridge, 2013).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Estabelecido o método da pesquisa, segue-se a análise descritiva dos dados, conforme a **Tabela 3** abaixo.

Tabela 3. Análise descritiva

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DT	0,4487	0,3085	0,0215	1,3708
DCP	0,0961	0,0789	0,0027	0,3087
DLP	0,3066	0,2079	0,0003	0,7337
PT	0,0574	0,1268	0,0002	0,4810
TAM	6,5455	0,8227	4,6927	7,7024
TANG	0,2739	0,2083	0,0000	0,7160
RENT	0,0646	0,0702	-0,1157	0,1834
OPORT	1,3467	0,5255	0,7508	2,9410

Fonte: Autores

Percebe-se que, em média, as empresas desta amostra financiam quase metade dos seus investimentos com emissão de dívida, concentrada principalmente nas dívidas de longo prazo, que representam 30,66% dos

ativos. O parcelamento tributário representa, em média, 5,74% dos ativos das companhias. Assim, pode-se entender que se as corporações estiverem usando o parcelamento tributário como fonte de financiamento

configura-se apenas como uma fonte complementar, visto que financiam uma pequena parcela dos ativos. No entanto, conforme o desvio padrão, há maior volatilidade no valor dos parcelamentos: a empresa com maior volume tem 48,10% dos seus ativos financiados por estes, representando uma fonte de financiamento primordial para a entidade.

A estatística descritiva das variáveis de controle demonstra que as empresas da amostra possuem as características necessárias para verificar as relações teóricas esperadas. Assim, prossegue-se à análise das relações por meio de regressão múltipla, com dados em corte transversal. Os resultados estão apresentados na **Tabela 4** abaixo.

Tabela 4. Resultados das regressões dos modelos finais

	Variáveis	Coefficiente	p-valor
DT	Intercepto	0,4625	0,011
	PT	-0,5034	0,012
	TAM	-0,0144	0,561
	TANG	-0,2694	0,000
	RENT	-1,1711	0,000
	OPORT	0,1926	0,000
	R ² ajustado = 0,1752		
DCP	Intercepto	0,2578	0,000
	PT	-0,0436	0,416
	TAM	-0,0212	0,003
	TANG	-0,0631	0,001
	RENT	-0,1961	0,025
	OPORT	0,0071	0,529
	R ² ajustado = 0,1004		
DLP	Intercepto	-0,1685	0,151
	PT	-0,2318	0,051
	TAM	0,0716	0,000
	TANG	-0,2522	0,000
	RENT	-0,2613	0,164
	OPORT	0,0781	0,008
	R ² ajustado = 0,1924		

Fonte: Autores

À exceção da dívida de curto prazo, há uma relação negativa entre o parcelamento tributário e a dívida das organizações, confirmando a hipótese da pesquisa. A relação negativa com a dívida, exceto aquelas de curto prazo, sugere que as empresas, ao efetuaram a adesão aos parcelamentos concedidos pelo governo, reduzem a emissão de dívidas de longo prazo, uma vez que os parcelamentos são concedidos com prazos exorbitantes. A utilização de parcelamentos tributários como fonte de financiamento reduz o custo de capital da firma, uma vez que os débitos são atualizados pela taxa SELIC ou pela TJLP, que são menores do que os juros sobre operações de crédito praticados pelo mercado, assim as companhias maximizam o seu resultado.

Os parcelamentos tributários também são vantajosos quanto aos problemas de agência, pois o relacionamento entre contribuinte e estado não possui determinados custos de agência que surgem da relação entre administrados, acionistas e credores (a seguir serão mencionadas algumas vantagens). As dívidas geralmente possuem *covenants* para induzir uma boa gestão e restringir o comportamento indesejado dos tomadores de crédito. A

violação dos *covenants* implica no pagamento antecipado das dívidas. Já os parcelamentos tributários não possuem *covenants*, pelo contrário, o comportamento indesejado do contribuinte (não pagamento) é estimulado pela expectativa de novo parcelamento (Faber & Lima, 2016; Paes, 2014; Paes, 2012). Assim, a utilização de parcelamentos tributários, ao contrário da dívida, implica em maior liberdade para a ação dos gestores.

As dívidas exigem bens em garantia para salvaguardar os credores de possível inadimplência (Titman & Wessels, 1988). Os parcelamentos tributários não exigem bens de garantia. Também há a possibilidade da mitigação dos investimentos sub ótimos relatados por Myers (1977), pois os juros menores do que os cobrados pelo mercado de crédito mitigam a remuneração dos credores, resultando na aceitação de investimentos que antes seriam descartados pelos administradores. Outra vantagem seria a maior folga no caixa, devido a menores despesas financeiras com juros e maiores prazos de pagamento dos parcelamentos.

Ao tomar dívida, as companhias são sujeitas à análise de crédito e à classificação das agências de rating. O risco percebido pelos credores altera o valor da dívida, e dívidas

consideradas arriscadas (*junk bonds*) são consideravelmente mais onerosas aos tomadores de crédito. Os parcelamentos tributários não realizam avaliações de crédito e o estado não toma em consideração classificações de agências de ratings, mesmo com os altos índices de inadimplência demonstrados pela RFB, os parcelamentos tributários – que seriam considerados dívidas de alto risco – têm sido concedidos com as mesmas taxas de juros, possibilitando a rolagem da dívida sem aumento das despesas financeiras.

Pela ótica do governo os resultados reafirmam a necessidade de revisão de política fiscal dos parcelamentos tributários, pois o objetivo de reduzir o estoque da dívida e a litigância administrativa e judicial dos processos tributários não está sendo alcançado, devido à cultura de não pagamento do contribuinte, causada pela expectativa de novo parcelamento e a possibilidade do uso destes como fonte de financiamento. O estado já auxilia as empresas através do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES), fornecendo financiamentos com taxas de juros subsidiadas. Desse modo, não é necessário a disponibilidade dos parcelamentos como financiamento indireto.

O tamanho está negativamente relacionado à dívida de curto prazo e positivamente relacionado à dívida de longo prazo. O resultado da dívida de longo prazo confirma a relação esperada: empresas maiores são mais diversificadas o que mitiga o risco de falência. Também os custos de falência, proporcionalmente ao tamanho, são substancialmente menores para empresas grandes do que para pequenas (Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988; Ozkan, 2001). A relação do tamanho com as dívidas de curto prazo contraria a relação esperada. Bastos e Nakamura (2009) também encontraram esta relação. Segundo os autores, esses resultados corroboram em parte a POT, uma vez que os recursos internos das corporações menores são insuficientes para financiar o crescimento.

A tangibilidade está negativamente relacionada a todas as métricas de dívida, contrariando a relação esperada. Empresas com maior ativo imobilizado deveriam ter um maior volume de dívida, pois têm mais recursos disponíveis para garantia no caso de inadimplência. Uma possível explicação é que o ativo imobilizado das empresas da

amostra desta pesquisa é bastante específico do negócio, conforme preconiza a teoria dos custos de transação (Coase, 1937; Williamson, 1985), não tendo mercado de venda ativo para o bem. A falta de liquidez do ativo das companhias não fornece confiança aos credores para cederem capital às entidades, visto que os credores não obtêm caixa pelo uso dos bens penhorados, mas sim pela venda para recuperação do capital concedido a empresa inadimplente. Pohlmann, Aguiar, Bertolucci e Martins (2004) analisaram um cluster de empresas brasileiras com elevado grau industrial e encontraram menores dívidas, sendo um reflexo da especificidade dos ativos.

A rentabilidade está negativamente relacionada à dívida total, especificamente a dívida de curto prazo. O resultado corrobora a POT, demonstrando que as empresas preferem utilizar os recursos gerados internamente, onde estas têm total discricção e nenhum custo de transação, diferente da emissão de dívida e de ações. A dívida, principalmente quando dívida arriscada, exige uma alta remuneração pelo risco de falência da entidade, e as ações podem ser precificadas incorretamente devido à assimetria informacional dos investidores (Myers e Majluf, 1984).

A oportunidade de crescimento está positivamente relacionada à dívida total, especificamente à dívida de longo prazo, contrário à relação esperada. Com base na teoria, empresas que emitem dívida, principalmente arriscada, não escolhem algumas oportunidades de investimento que na ausência de dívida seriam escolhidas, pois a rentabilidade do projeto supera os seus custos. Mas, em alguns casos, não superam a remuneração exigida pelos credores, isto é, os juros, conduzindo a administração a tomar decisões sub ótimas de investimento (Myers, 1977). Também, empresas em expansão têm maiores custos de agência e custos de transação, pois a fase de expansão requer mais relações das companhias no mercado (Titman & Wessels, 1988). Bastos e Nakamura (2009) também encontraram esta relação contrária. Conforme os autores, esta relação condiz com a POT e a teoria da agência, pois segundo a POT não há fundos internos suficientes para financiar todas as oportunidades de crescimento, e à luz da teoria da agência empresas com maior oportunidade de crescimento devem usar maior alavancagem para disciplinar os gestores (Ross, 1977).

CONCLUSÃO

O objetivo do artigo foi verificar a relação do parcelamento tributário na estrutura de capital das companhias abertas do Brasil. A amostra final foi composta por 37 entidades classificadas como aderentes a *Pecking Order Theory* e que divulgaram o valor dos parcelamentos tributários em notas explicativas, durante o período de 2009 a 2018.

Os resultados confirmam a relação negativa entre parcelamento tributário e dívida, sugerindo que as empresas estão utilizando os parcelamentos tributários como forma de financiamento. Desse modo, a atual conjuntura fiscal brasileira altera a hierarquia das fontes de financiamento proposta por Myers (1984). A hierarquia modificada pelo atual contexto tornou-se a seguinte: primeiro o financiamento interno, segundo os parcelamentos tributários, terceiro a emissão de dívida e quarto a emissão de ações.

A utilização dos parcelamentos tributários também proporciona algumas vantagens sobre a emissão de dívida

com relação aos custos de agência, as principais são: 1) reduz o custo de capital da firma, visto que as taxas de juros para atualização dos débitos tributários são menores do que àquelas praticadas pelo mercado nas operações de crédito; 2) não possui *convenants*; 3) não exige bens em garantia; 4) gera folga de caixa; 4) não há submissão à avaliação de crédito e classificação das agências de *rating*, assim o custo da dívida não aumenta em função do risco da entidade; 5) mitiga os investimentos sub ótimos da gestão, pois o menor custo da dívida encoraja os gestores a realizarem investimentos que de outra maneira seriam negligenciados.

O resultado da pesquisa corrobora com pesquisas anteriores que há uma necessidade de revisão da política fiscal de parcelamentos tributários, uma vez que não tem atendido ao objetivo proposto de redução do estoque da dívida e litigância administrativa e judicial dos processos tributários, mas tem causado um comportamento de não pagamento no contribuinte devido aos benefícios dos

parcelamentos e a expectativa de rolagem da dívida pelo lançamento de novos parcelamentos. Assim, esta pesquisa ajuda tanto os contribuintes, quanto o estado na utilização dos parcelamentos tributários para maximização da utilidade.

Foram encontradas as seguintes limitações para a pesquisa: inicialmente foi estabelecido o período de 2000 a 2018, prazo que compreende desde a data do primeiro

REFIS aberto para empresas em geral. No entanto, há um grande *missing* de dados na Economática® e indisponibilidade de notas explicativas no período anterior a 2008; a dívida foi mensurada somente a valor contábil e não a valor de mercado também, pois não foi possível garantir liquidez dos títulos das companhias usadas na amostra. Sugere-se como pesquisa futura a verificação da influência dos parcelamentos tributários nas decisões de investimento das corporações.

REFERÊNCIAS

- BERNARDO, C. J., ALBANEZ, T., & SECURATO, J. R. (2018). **Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas**. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174.
- BASTOS, D. D., & NAKAMURA, W. T. (2009). **Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006**. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94.
- BOOTH, L., AIVAZIAN, V., DEMIRGUC-KUNT, A., & MAKSIMOVIC, V. (2001). **Capital structures in developing countries**. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- COASE, R. H. (1937). **The Nature of the Firm**. *Economica*, 4(16), 386-405.
- DEANGELO, H., & MASULIS, R. W. (1980). **Optimal capital structure under corporate and personal taxation**. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- DEVEREUX, M. P., MAFFINI, G., & XING, J. (2018). **Corporate tax incentives and capital structure: new evidence from UK firm-level tax returns**. *Journal of Banking and Finance*, 88, 250-266.
- DURAND, D. (1952). **Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement**. Conference on Research on Business Finance, 215-262. New York: National Bureau of Economic Research.
- FABER, F. I. L., & SILVA, J. P. R. F. M. DA. (2016). **Parcelamentos tributários - análise de comportamento e impacto**. *Revista da Receita Federal*, 3(1-2), 161-187.
- FÁVERO, L. P., BELFIORE, P., TAKAMATSU, R. T., & SUZART, J. (2014). **Métodos quantitativos com stata**. Rio de Janeiro: Elsevier.
- GRAHAM, J. R., & TUCKER, A. L. (2006). **Tax shelters and corporate debt policy**. *Journal of Financial Economics*, 81, 563-594.
- HARRIS, M., & RAVIV, A. (1991). **The theory of capital structure**. *The Journal of Finance*, XLVI (1), 297-355.
- IARA, R. N. (2013). **Análise da estrutura de capital em empresas brasileiras com diferentes níveis de endividamento: um estudo comparativo entre as teorias *pecking order* e *trade off*** (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.
- JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. (1976). **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- LUCENTE, A. DOS R.; BRESSAN, P. E. R. (2015). **Análise de índices financeiros: estudo de caso do sport club corinthians paulista no período de 2008 a 2013**. *PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review*, 4(3), 185-196.
- MILLER, M. H. (1977). **Debt and taxes**. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. (1963). **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction**. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. (1958). **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- MYERS, S. C. (1977). **Determinants of corporate borrowing**. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- MYERS, S. C. (1984). **The capital structure puzzle**. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- MYERS, S. C. (2001). **Capital structure**. *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102.
- MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. (1984). **Corporate financing and investment decisions when firms have information that**

investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.

OZKAN, A. (2001). **Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data.** *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1–2), 175–198.

PAES, N. L. (2012). **O Parcelamento tributário e seus efeitos sobre o comportamento dos contribuintes.** *Revista Economia*, 13(2), 345–363.

PAES, N. L. (2014). **Os efeitos dos parcelamentos sobre a arrecadação tributária.** *Estudos Econômicos*, 44(2), 323–350.

PLUTARCO, H. M. (2012). **A sonegação e a litigância tributária como forma de financiamento.** *Economic Analysis of Law Review*, 3(1), 122–147.

POHLMANN, M. C. (2005). **Contribuição ao estudo da classificação interdisciplinar da pesquisa tributária e do impacto da tributação na estrutura de capital das empresas no Brasil** (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

POHLMANN, M. C.; IUDÍCIBUS, S. DE. (2010). **Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil.** *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(53), 1–25.

RAJAN, R. G., & ZINGALES, L. (1995). **What do we know about capital structure? some evidence from international data.** *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.

REZENDE, A. J., DALMÁCIO, F. Z., & RATHKE, A. A. T. (2018). **Avaliação do impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas.** *Revista Universo Contábil*, 14(4), 28–49.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. (2017). **Estudo sobre impactos dos parcelamentos especiais.** Recuperado de <http://receita.economia.gov.br/dados/20171229-estudo-parcelamentos-especiais.pdf>

ROSS, S. (1977). **The determination of financial structure: the incentive signaling approach.** *The Bell Journal of Economics*, 8, 23–40.

SANTOS, M. A. (2013). **Determinantes da estrutura de capital de empresas em diferentes cenários econômicos e institucionais: um estudo comparativo** (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.

SCOTT, J. H. (1976). **A theory of optimal capital structure.** *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33–54.

SEGURA, L. C.; FORMIGONI, H.; GRECCO, M. C. P. (2012). **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*, 5(3), 427–446.

SHYAM-SUNDER, L., & MYERS, S. C. (1999). **Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure.** *Journal of Financial Economics*, 51, 219–244.

TITMAN, S., & WESSELS, R. (1988). **The determinants of capital structure choice.** *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.

WARNER, J. B. (1977). **Bankruptcy costs: some evidence.** *The Journal of Finance*, 32(2), 337–347.

WILLIAMSON, O. E. (1985). **The economic institution of capitalism: firms, markets, relational contracting.** New York: The Free Press.

WOOLDRIDGE, J. M. (2013). **Introductory econometrics: a modern approach** (5th ed.). Mason: South-Western.

APÊNDICE

2

Tabela 5. Empresas da amostra final

BOMBRIL	ENERGIAS BR	JBS	PORTOBELLO
CELPE	ENERGISA	JHSF PART	ROSSI RESID
CEMAR	ENERGISA MT	KEPLER WEBER	SABESP
COELCE	USIMINAS	KLABIN	SANEPAR
COGNA ON	EQUATORIAL	LIGHTLIQ	SANTANENSE
COPASA	EXCELSIOR	LOJAS AMERICANAS	SÃO MARTINHO
COPEL	HERCULES	LOJAS MARISA	SID NACIONAL
EMAE	HOTEIS OTHON	LOJAS RENNER	TEGMA
EMBRAER	HYPERA	MANGELS INDL	TUPY

Fonte: Autores