



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

EDSON NOVAIS DA SILVA

**O EFEITO DOS TRIBUTOS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL:
APLICAÇÃO PRÁTICA DO PROJETO DE LEI Nº 2.337/2021 SOBRE A
ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA MARCOPOLO SA.**

Florianópolis
2024

Edson Novais da Silva

**O EFEITO DOS TRIBUTOS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL:
APLICAÇÃO PRÁTICA DO PROJETO DE LEI Nº 2.337/2021 SOBRE A
ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA MARCOPOLO SA.**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Ciências Contábeis do Centro Socioeconômico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Sérgio Murilo Petri, Dr.

Florianópolis

2024

Silva, Edson Novais da

O efeito dos tributos sobre a estrutura de capital :
aplicação prática do projeto de Lei nº 2.337/2021 sobre a
estrutura de capital da empresa Marcopolo SA / Edson
Novais da Silva ; orientador, Sergio Murilo Petri, 2024.
62 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro
Socioeconômico, Graduação em Ciências Contábeis,
Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Ciências Contábeis. 2. Finanças Corporativa. 3.
Legislação Tributária. 4. Estrutura de Capital. I. Petri,
Sergio Murilo. II. Universidade Federal de Santa Catarina.
Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.

Edson Novais da Silva

O EFEITO DOS TRIBUTOS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL:
APLICAÇÃO PRÁTICA DO PROJETO DE LEI Nº 2.337/2021 SOBRE A ESTRUTURA DE
CAPITAL DA EMPRESA MARCOPOLO SA.

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis e aprovado em sua forma final pelo Curso Ciências Contábeis.

Local Florianópolis, 18 de novembro de 2024.

Coordenação do Curso

Banca examinadora

Prof. Sérgio Murilo Petri, Dr.
Orientador

Profa. Joice Denise Schafer, Dra.
Universidade Federal de Santa Catarina

Profa Victorya Maria dos Santos Gomes, Doutoranda/PPGC.
Universidade Federal de Santa Catarina

Florianópolis, 2024.

RESUMO

Esta pesquisa analisou o impacto do Projeto de Lei nº 2.337/2021 sobre a estrutura de capital das empresas, com foco nas alterações das alíquotas de IR e CSLL e suas implicações para a geração de Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF). A comparação entre o cenário da legislação vigente e o cenário proposto revelou que, embora a alíquota nominal fosse reduzida para 27%, a eliminação de deduções como os Juros sobre Capital Próprio (JCP) aumentou a carga tributária efetiva para 11,3%, reduzindo a lucratividade e a geração de caixa da Marcopolo SA. Observou-se que, no cenário atual, a empresa mantém um Lucro Operacional Após Impostos e um FCFF mais altos, o que sustenta melhor a remuneração de acionistas, o pagamento de dívidas e os investimentos em crescimento. A pesquisa conclui que a nova legislação proposta traria desafios significativos, exigindo estratégias mais robustas de planejamento tributário para minimizar impactos financeiros e garantir a competitividade e sustentabilidade das operações empresariais.

Palavras-chave: Tributos; Estrutura de Capital; Finanças corporativas.

ABSTRACT

This research analyzed the impact of Bill No. 2,337/2021 on companies' capital structure, focusing on changes to the corporate income tax (IR) and social contribution on net profit (CSLL) rates and their implications for the generation of Free Cash Flow to the Firm (FCFF). The comparison between the current legislation scenario and the proposed scenario revealed that, although the nominal tax rate would be reduced to 27%, the elimination of deductions such as Interest on Equity (JCP) increased the effective tax burden to 11.3%, reducing the profitability and cash generation of Marcopolo SA. It was observed that, under the current scenario, the company maintains higher Operating Profit After Taxes and FCFF, which better supports shareholder remuneration, debt payments, and growth investments. The research concludes that the proposed new legislation would pose significant challenges, requiring more robust tax planning strategies to minimize financial impacts and ensure competitiveness and operational sustainability.

Keywords: Taxes; Capital Structure; Corporate Finance.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	9
1.1	DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	10
1.2	OBJETIVOS.....	11
1.2.1	Objetivo geral	11
1.2.2	Objetivos específicos:	11
1.3	JUSTIFICATIVA	12
1.4	DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	13
1.5	ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA	14
2	REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1	ESTRUTURA DE CAPITAL	15
2.2	TRIBUTAÇÃO E ESTRUTURA DE CAPITAL.....	18
2.2.1	Impacto das Alíquotas de Impostos.....	19
2.2.2	Adaptação às Mudanças Tributárias.....	19
2.3	ESTUDOS EMPÍRICOS NACIONAIS E INTERNACIONAIS	20
2.3.1	Evidências sobre o Impacto dos Tributos	27
2.4	LACUNAS NA LITERATURA.....	27
2.5	PROJETO DE LEI Nº 2.337/2021	28
3	METODOLOGIA	30
3.1	A MARCOPOLO S.A.....	31
3.2	COLETA E TRATAMENTO DE DADOS.....	32
3.3	PREMISSAS	34
3.4	ANÁLISE DO IMPACTO DOS TRIBUTOS	36
3.4.1	Cenário Base (Legislação Atual)	37
3.4.2	Cenário Alterado (PL nº 2.337/2021).....	38
4	APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	38
4.1	ANÁLISE DE SENSIBILIDADE.....	38
4.1.1	Alíquota Nominal versus Alíquota Efetiva de IR	39
4.1.2	Cenário Base - Fluxo de Caixa Livre da Empresa Marcopolo S.A.	41
4.2	CORREÇÃO DO VALOR DO DINHEIRO NO TEMPO	42
4.3	LEGISLAÇÃO ATUAL VERSUS LEGISLAÇÃO PL 2337/2021	44
4.3.1	Comparativo IRPJ & CSLL	46

4.3.2	Comparativo do Lucro Após IR	48
4.3.3	Comparativo FCFF – <i>Free Cash Flow to Firm</i>.....	49
4.4	LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	50
4.5	ANÁLISES DOS RESULTADOS.....	52
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	53

1 INTRODUÇÃO

Na literatura, são inúmeros os estudos sobre a estrutura de capital e como ela representa um dos principais pilares na análise das finanças corporativas, refletindo as decisões estratégicas de uma empresa sobre como financiar suas operações e projetos (Abreu, 2004; Caldas, 2024). Essas decisões envolvem a escolha entre capital próprio e dívida, cada uma com suas vantagens e desvantagens, que afetam diretamente o custo de capital e o valor de mercado da empresa (Caríssimo, 2024; Santos; Leismann, 2020). Segundo Lara e Mesquita (2004) e Lima (2024), estrutura de capital refere-se à composição do passivo de uma empresa, que engloba a participação relativa das diversas fontes de financiamento, incluindo ações ordinárias, ações preferenciais, debêntures e financiamentos de curto e longo prazo. Essa estrutura de capital é relevante para determinar o grau de alavancagem financeira e pode impactar significativamente a taxa de retorno da organização (Machado; Freitas, 2023).

Tomando por base os dados financeiros publicados pela empresa Marcopolo SA e o Projeto de Lei nº 2.337/2021, buscamos com esse trabalho, adentrar a temática dos determinantes da estrutura de capital que têm sido amplamente estudados e que sinalizam fatores como o tamanho da empresa, a tangibilidade dos ativos e a rentabilidade ocupando papéis centrais (GIBIN, 2023; Pamplona; Ames; Silva, 2020). Fora isso, a relação entre estrutura de capital e tributos tem sido estudada com o objetivo de aprofundar a compreensão dos motivos que levam os tomadores de decisão a preferir uma estratégia de endividamento em vez de outra (Rosito, 2022; Da Silva; Pinheiro; Cordeiro, 2020) todavia, os resultados têm se mostrado diversos. A relevância dessa temática é ainda mais acentuada pelo papel significativo que os tributos desempenham nas escolhas de financiamento das empresas.

No contexto desses estudos, "tributos" abrange não apenas alíquotas e obrigações fiscais, mas também benefícios fiscais e incentivos que podem influenciar as decisões estratégicas das organizações. Dessa forma, este estudo tem por premissa aplicar as alterações da legislação tributária propostas no Projeto de Lei nº 2.337/2021 ao perfil financeiro da Marcopolo SA, empresa considerada líder de seu segmento, como forma de analisar se os tributos se destacam como um fator determinante que exerce influência significativa nas escolhas de financiamento

da empresa, uma vez que a dedutibilidade dos juros pagos sobre a dívida pode aumentar o valor de mercado de uma empresa, bem como consideram que tributos pessoais também podem afetar o valor, pois os credores podem exigir maiores taxas de juros para compensar os impostos pagos (Perobelli; Famá, 2003; Ramos, 2023).

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O Projeto de Lei nº 2.337/2021, que propõe mudanças substanciais no sistema tributário brasileiro, especialmente no que tange à tributação de lucros, dividendos e a redução da alíquota do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) (Brasil, 2021), tem gerado debates sobre seus possíveis impactos nas finanças corporativas, e conseqüentemente, na estrutura de capital das empresas. Alterações na legislação tributária podem provocar mudanças significativas na maneira como as empresas estruturam suas finanças, especialmente em relação ao uso de dívida como forma de aproveitar os benefícios fiscais dos juros (Ferrari, 2022; Formigoni, 2008).

A análise desses impactos na empresa Marcopolo SA., pode fornecer aspectos ou fatores importantes sobre a aplicabilidade teórica dos modelos de estrutura de capital, especialmente em contextos de mudanças regulatórias (De Carvalho, 2024; Ferrari, 2022). Empresas que enfrentam uma maior carga tributária sobre lucros e dividendos podem optar por reter mais lucros ou ajustar suas políticas de endividamento para minimizar o impacto tributário (Graham, 2003).

Conforme destacado por Fernandes, (2024) e Oliveira et al., (2020), a avaliação dos impactos tributários é de grande importância, pois permite examinar os dados e compreender sua influência, tanto em aspectos positivos quanto negativos, além de possibilitar que a sociedade, as empresas e o governo entendam seus efeitos (Lonzetti, et al., 2024). Analisar como essas mudanças podem influenciar a estrutura de capital da empresa, fornece uma perspectiva prática e atualizada sobre as interações entre tributação e a necessidade de rever as práticas de tomada de decisões financeiras (Fernandes, 2024; Lonzetti, et al., 2024; De Carvalho, 2024; Ferrari, 2022).

Em síntese, este estudo busca não apenas corroborar a literatura existente sobre estrutura de capital (Fernandes, 2024; Lonzetti et al., 2024; De Carvalho,

2024; Ferrari, 2022), mas também fornece uma análise prática dos efeitos das políticas tributárias (Ramos, 2023; Ferrari, 2022) no contexto das finanças empresariais, respondendo à pergunta: **“Como a tributação, especialmente após as mudanças propostas pelo Projeto de Lei nº 2.337/2021, impactam a estrutura de capital da empresa Marcopolo SA.?”**

1.2 OBJETIVOS

A compreensão das interações entre tributação e estrutura de capital é essencial para empresas que operam em mercados com constantes mudanças na legislação tributária, como o caso do Brasil. Este entendimento é necessário para responder ao problema de pesquisa previamente formulado e alcançar os objetivos propostos pelo estudo.

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral deste trabalho é analisar, com os estudos existentes sobre os determinantes da estrutura de capital, o impacto que os tributos podem exercer sobre a estrutura de capital da empresa Marcopolo S.A., por meio da aplicação prática das alterações propostas no Projeto de Lei nº 2.337/2021.

1.2.2 Objetivos específicos:

- a) Identificar as principais mudanças tributárias propostas pelo PL 2.337/2021, como alterações em alíquotas de impostos e deduções fiscais;
- b) Aplicar as alterações propostas no PL 2337/2021 sobre os resultados financeiros da Marcopolo SA, através de construção de cenários projetados para os anos de 2024 a 2028;
- c) Analisar como as mudanças propostas no PL 2.337/2021 podem influenciar o Fluxo de Caixa Livre da Empresa Marcopolo SA e consequentemente, as disponibilidades para composição de sua estrutura de capital.

1.3 JUSTIFICATIVA

O Projeto de Lei nº 2.337/2021, que propõe mudanças significativas no regime de tributação da renda no Brasil, incluindo a redução da alíquota do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL), a tributação de dividendos e a eliminação da dedutibilidade dos Juros sobre Capital Próprio, apresenta um cenário de incerteza e adaptação para as empresas brasileiras. De acordo com Modigliani e Miller (1958), a estrutura de capital é a composição de dívida e capital próprio que financiam as operações da empresa, e defendem que uma estrutura de capital ideal deve equilibrar o custo e o benefício de utilizar capital de terceiros e próprio, o que torna a compreensão desse equilíbrio essencial para a gestão financeira. Myers (1984), destaca que as empresas ajustam suas estruturas de capital em resposta às alterações nas políticas tributárias em decorrência dos benefícios fiscais proporcionados por elas. Segundo Brigham e Ehrhardt (2005), as escolhas de financiamento são fortemente influenciadas pelos benefícios fiscais da dívida, como a dedução dos juros, que reduz o custo efetivo do capital de terceiros. Segundo Ross *et al.* (2022), mudanças legislativas dessa magnitude podem forçar as empresas a reconsiderarem suas estratégias de financiamento, especialmente em contextos em que a vantagem fiscal da dívida pode ser minimizada.

Dessa forma, este trabalho é motivado pela relevância atual do debate sobre os determinantes da estrutura de capital e os impactos diretos da tributação nas decisões financeiras das empresas (De Carvalho, 2024; Ferrari, 2022; Fernandes, 2024; Lonzetti, *et al.*, 2024; Ramos, 2023). A estrutura de capital é um dos aspectos mais estudados nas finanças corporativas, dada sua influência crucial no custo de capital e, por extensão, no valor de mercado das empresas (De Carvalho, 2024; Ferrari, 2022; Fernandes, 2024; Lonzetti, *et al.*, 2024).

A escolha do tema “O Efeito dos Tributos sobre a Estrutura de Capital: Aplicação Prática do Projeto de Lei nº 2.337/2021 sobre a Estrutura de Capital da Empresa Marcopolo S.A.” justifica-se pelo impacto significativo que a tributação exerce sobre as decisões financeiras da empresa, pois a literatura econômica tem consistentemente demonstrado que a tributação desempenha um papel determinante na definição da estrutura de capital das empresas (Ferrari, 2022; Ramos, 2023). Por outro lado, a tributação excessiva sobre o capital próprio, como é

o caso dos impostos sobre a renda, pode desincentivar o uso desse tipo de financiamento (Efig; Kanieski, 2024).

Para este estudo elegemos a empresa Marcopolo SA, que é uma empresa do setor industrial especializada na fabricação de carrocerias de ônibus e micro-ônibus, sendo a maior companhia fabricante de ônibus da América Latina e a terceira maior do mundo, comercializando seus produtos em mais de 100 países diferentes e apontada pela Veja Negócios (2024), como uma das 60 empresas que lideram seus setores no Brasil, tornando-a uma escolha com alta representatividade no mercado brasileiro, o que a torna uma escolha mais que viável para análise no contexto brasileiro.

Este estudo possui relevância prática, pois a análise dos impactos das alterações tributárias propostas no PL 2.337/2021 sobre a estrutura de capital da Marcopolo SA. nos permitirá, pela comparabilidade de cenários, obter insights que permitam identificar métodos de ajustes às novas condições fiscais decorrentes da possível aprovação do Projeto de Lei em pauta. Como defende De Lunnetta e Guerra (2023), um dos principais objetivos de estudo com foco em uma entidade, é gerar conhecimento sobre um fenômeno, que pode servir como base teórica para a compreensão de situações semelhantes.

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa delimita-se quanto aos seguintes aspectos:

- a) Temporal: O estudo abrange o período de 2018 a 2023 para análise de dados históricos, com projeções realizadas para os anos de 2024 a 2028. O intervalo temporal foi escolhido para incluir cinco anos completos anteriores à implementação de possíveis alterações tributárias decorrentes do Projeto de Lei nº 2.337/2021, permitindo a comparação entre o cenário atual e o impacto das mudanças projetadas para os próximos cinco anos.
- b) Espacial: A pesquisa é restrita a empresa selecionada, Marcopolo SA, por sua relevância e representatividade de seu segmento de mercado e pela disponibilidade de dados financeiros públicos, mantendo o foco nas características fiscais brasileiras.

- c) Temático: O foco principal é a análise dos impactos das mudanças na legislação tributária propostas pelo PL 2.337/2021 sobre a estrutura de capital da Marcopolo S.A.
- d) Outros Aspectos: A análise será conduzida em dois cenários: um que considera a legislação vigente e outro que projeta os efeitos das novas regras fiscais. Não serão considerados fatores externos como flutuações cambiais, crises econômicas globais ou outros eventos extraordinários fora do controle da gestão das empresas.

1.5 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA

Com o objetivo de organizar o trabalho e proporcionar um melhor entendimento do estudo, esta pesquisa será distribuída em quatro capítulos:

- a) No primeiro capítulo, será apresentada a Introdução da pesquisa, onde serão descritos o contexto, a problemática, os objetivos (geral e específicos), a justificativa, as delimitações e organização da pesquisa. Esse capítulo trará uma visão geral sobre o tema, destacando a relevância da análise dos impactos dos tributos sobre a estrutura de capital, com foco nas alterações propostas pelo Projeto de Lei nº 2.337/2021.
- b) No segundo capítulo, será desenvolvido o Referencial Teórico, que abordará a definição e as principais teorias sobre estrutura de capital, a relação tributação e estrutura de capital, também será identificada as mudanças propostas no projeto de Lei nº 2.337/2021 e seus impactos. Além disso, serão exploradas pesquisas acadêmicas e estudos anteriores que discutem o impacto da tributação sobre as decisões de financiamento e estrutura de capital, com ênfase nas empresas brasileiras e identificaremos lacunas nos estudos com essa temática e que motivaram essa pesquisa.
- c) O terceiro capítulo será dedicado à Metodologia da Pesquisa, detalhando o método de análise adotado, o tipo de pesquisa, as variáveis utilizadas e os procedimentos para coleta e tratamento dos dados. Este capítulo também incluirá a descrição dos cenários analisados (com e sem as alterações propostas pelo PL 2.337/2021).

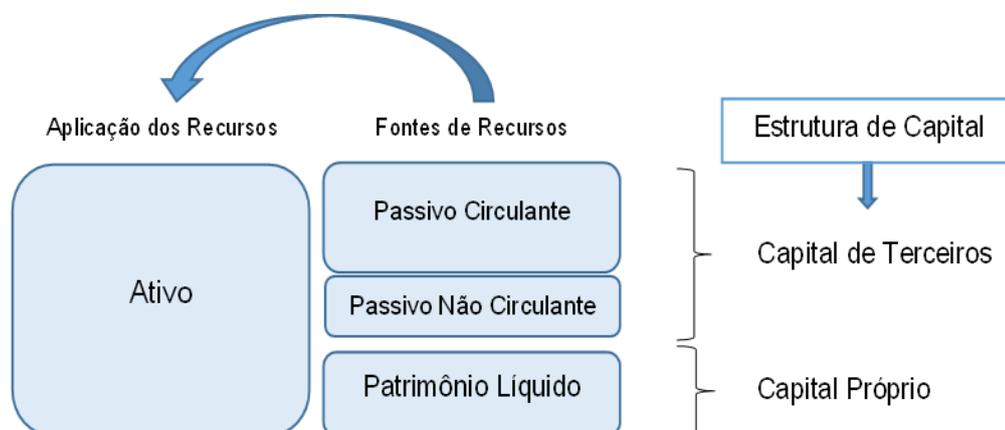
- d) No quarto capítulo, será feita a apresentação e discussão dos resultados onde serão expostas as análises realizadas com base nos dados financeiros das empresas no período de 2019 a 2023, além das projeções para 2024 a 2028. Serão discutidos os impactos das mudanças tributárias sobre a estrutura de capital, comparando os dois cenários propostos.
- e) Finalmente, o quinto capítulo apresentará as conclusões e recomendações. Este capítulo finalizará com a Conclusão, destacando as principais contribuições do estudo, suas limitações e sugestões para pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital de uma empresa é definida como a maneira pela qual ela financia suas operações e ativos por meio de diferentes fontes de capital (Soschinki; Ames; Beuren, 2024; Brito; Corrar; Batistella, 2007; Iana; Bressan, 2022). Basicamente, essas fontes são divididas em duas categorias principais: o investimento feito pelos acionistas e as dívidas, que se referem ao financiamento obtido de terceiros (De Souza; Do Prado, 2024; Leote; Fila; Teixeira, 2024).

Figura 1 – Esquema da estrutura de Capital.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Cada uma dessas fontes possui características distintas que influenciam diretamente a saúde financeira e a estratégia de crescimento da empresa (Pinheiro, 2024). O Passivo de uma empresa é formado por dívidas compreendidas por todos os tipos de financiamento que a empresa obtém de terceiros e que tem a obrigação de reembolsar o capital emprestado, geralmente acrescido de juros. As formas mais comuns de dívida incluem empréstimos bancários, emissão de debêntures e títulos de dívida corporativa. A principal vantagem do financiamento por dívida é a dedução dos juros pagos sobre a base de cálculo do imposto de renda, o que cria um benefício fiscal conhecido como *tax shield* (escudo fiscal) (Cruz, 2024; Leote; Fila; Teixeira, 2024, p. 4 apud Khan *et al.*, 2021). No entanto, a dívida aumenta o risco financeiro da empresa, pois a não capacidade de pagamento pode levar a dificuldades financeiras e, em casos extremos, à falência (Myers, 2001).

O capital próprio, por outro lado, refere-se aos recursos que os proprietários e investidores aportam na empresa sem a obrigação de devolução. Este inclui o capital social, reservas, lucros acumulados e outras formas de recursos próprios (Madureira, 2024). A principal vantagem do capital próprio é que ele não impõe a obrigação de pagamentos fixos, como ocorre com a dívida, proporcionando maior flexibilidade financeira à empresa. Contudo, o financiamento por capital próprio tende a ser mais oneroso do que o financiamento por dívida, especialmente em cenários de juros baixos e quando a legislação do país oferece benefícios fiscais para o uso de dívidas. Nesse contexto, alguns estudos sugerem que o valor da empresa pode crescer com o aumento da alavancagem, já que os juros sobre o capital de terceiros são dedutíveis, reduzindo o montante de impostos a ser pago (Montanha, 2023).

A escolha da proporção ideal entre essas fontes de financiamento depende de vários fatores, como o custo de capital, o risco associado a cada fonte, as condições do mercado e as metas estratégicas da empresa (Silva; Nakamura, 2024). Uma estrutura de capital equilibrada é crucial para maximizar o valor da empresa e minimizar o custo médio ponderado de capital (WACC), que representa o custo total das fontes de financiamento utilizadas pela empresa (Brealey; Myers; Allen, 2019).

Além desses elementos principais, a estrutura de capital pode incluir instrumentos híbridos, como as debêntures conversíveis, que combinam características de dívida e capital próprio. Esses instrumentos oferecem flexibilidade

adicional na gestão financeira da empresa, permitindo que ela ajuste sua estrutura de capital conforme necessário para atender às suas necessidades estratégicas e operacionais (Ross; Westerfield; Jaffe, 2000). A análise da estrutura de capital é essencial para entender como as empresas podem maximizar sua eficiência financeira e competitividade no mercado. A estrutura de capital não é uma decisão isolada, mas um componente estratégico da gestão empresarial, com impactos diretos no crescimento, na lucratividade e na sustentabilidade a longo prazo (Harris; Raviv, 1991).

A compreensão da estrutura de capital das empresas é amplamente fundamentada em diversas teorias desenvolvidas ao longo do tempo. As principais abordagens teóricas são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 - Fatores determinantes a partir das teorias de Estrutura de Capital

Teoria	Autor(es) (ANO)	Fatores Determinantes	Fontes que utilizaram
Teoria de Modigliani e Miller (MM)	Teoria de Modigliani e Miller (1958)	Mercado perfeito, sem impostos, custo de capital independente da estrutura de capital.	Modigliani e Miller (1958), Brealey e Myers (2003)
	Modigliani e Miller 1963	Introdução dos impostos corporativos; o benefício fiscal dos juros pagos sobre a dívida aumenta o valor da empresa.	Modigliani e Miller (1963), Damodaran (2015), Copeland e Weston (2001)
Teoria do <i>Trade-off</i>	Kraus e Litzenberger (1973)	Benefícios fiscais da dívida versus custos de falência e de agência.	Myers (2001), Damodaran (2015), Jensen e Meckling (1976)
Teoria <i>Pecking Order</i>	Myers e Majluf (1984)	Preferência por financiamento interno (lucros retidos), seguido por dívida e emissão de ações.	Fama e French (2002), Shyam-Sunder e Myers (1999)
Teoria da Agência	Jensen e Meckling (1976)	Conflitos de agência entre acionistas e credores/gestores, incentivando monitoramento e controle via dívida.	Harris e Raviv (1991), Jensen (1986), Myers (2001)
Teoria do <i>Market Timing</i>	Baker e Wurgler (2002)	Empresas ajustam sua estrutura de capital com base em condições de mercado, emitindo ações quando estão supervalorizadas.	Baker e Wurgler (2002), Huang e Ritter (2009)
Teoria da	Michael Spence	Empresas endividadas sinalizam sua	Ross (1977), Myers e

Sinalização	(1973)	qualidade ao mercado, associando maior dívida a expectativas de sucesso.	Majluf (1984), Harris e Raviv (1991)
Teoria dos Custos de Transação	Coase (1937), Williamson (1988)	Estrutura de capital influenciada pelos custos de transação associados à emissão de dívida ou ações.	Williamson (1988), Myers (2001)

Fonte: elaborado pelo autor.

2.2 TRIBUTAÇÃO E ESTRUTURA DE CAPITAL

Em uma reavaliação de estudos anteriores, Modigliani e Miller (1963) admitem que, em um cenário com impostos, o uso de dívida pode aumentar o valor da empresa devido ao benefício fiscal proporcionado pela dedução dos juros. Desde então, os tributos se tornaram fonte de estudos que buscam testá-los como determinante para definição da estrutura de capital das empresas, influenciando diretamente a escolha entre financiamento por dívida ou capital próprio. A literatura financeira enfatiza que o tratamento tributário das diferentes fontes de financiamento pode alterar significativamente a composição da estrutura de capital de uma empresa, conforme argumentado por Ross, Westerfield e Jaffe (2003). O benefício fiscal da dívida, conhecido como *tax shield* (Castañeda; Bonilla; Hernández, 2024; Leote; Fila; Teixeira, 2024, p. 4 apud Khan *et al.*, 2021), permite que os juros pagos sobre empréstimos sejam deduzidos da base de cálculo do imposto de renda, tornando a dívida uma opção atrativa para as empresas, especialmente em países com elevadas alíquotas de impostos.

Myers (1984) destaca que esse benefício fiscal é uma das razões centrais para a preferência das empresas pelo financiamento por dívida em relação ao capital próprio (Tchimuhenguele, 2024). Em um cenário onde a alíquota de imposto de renda é elevada, o *tax shield* torna-se uma ferramenta poderosa de planejamento tributário, permitindo que as empresas reduzam seu custo médio ponderado de capital WACC (Fisher; Jensen, 2024).

De acordo com Salgado (2024), o uso da dívida pode, até certo ponto, aumentar o valor da empresa devido ao benefício fiscal dos juros dedutíveis. No entanto, a teoria do *Trade-Off* sugere que há um limite para essa vantagem, uma vez que o aumento do endividamento também eleva os riscos de falência e outros

custos associados à alavancagem financeira (Pinheiro, 2024). Assim, as empresas devem buscar um equilíbrio, maximizando o benefício fiscal da dívida sem incorrer em riscos excessivos.

2.2.1 Impacto das Alíquotas de Impostos

Em ambientes onde as alíquotas de imposto de renda são elevadas, o benefício fiscal da dívida se torna mais pronunciado, incentivando as empresas a utilizarem mais dívida em sua estrutura de capital (Josef, 2024; Graham, 2000). A redução nas alíquotas de imposto, por outro lado, pode diminuir a atratividade da dívida, levando as empresas a preferirem o financiamento próprio.

No contexto brasileiro, as propostas contidas no Projeto de Lei nº 2.337/2021 introduzem mudanças significativas que podem impactar essa dinâmica. Entre as alterações propostas, destaca-se a redução gradual da alíquota do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) e a tributação de lucros e dividendos, anteriormente isentos. De Campos (2024) e Oliveira *et al.*, (2020) sugere que essas mudanças podem diminuir a vantagem fiscal associada ao endividamento, tornando o capital próprio relativamente mais atraente. A tributação de dividendos, em particular, pode desincentivar a distribuição de lucros, incentivando as empresas a reterem recursos e reinvestirem internamente, o que altera a composição tradicional da estrutura de capital (Pohlmann, 2005).

2.2.2 Adaptação às Mudanças Tributárias

A capacidade de adaptação às mudanças nas leis tributárias é vital para a otimização da estrutura de capital das empresas. Ross *et al.* (2022) ressalta que o ambiente regulatório em constante mudança, como o apresentado pelo PL 2.337/2021, exige que as empresas reavaliem continuamente suas estratégias financeiras para se manterem competitivas. A análise empírica das interações entre tributos e estrutura de capital permite confirmar teorias preexistentes e fornece insights práticos sobre como as empresas podem se ajustar às novas realidades

fiscais. A capacidade de uma empresa de se adaptar rapidamente às mudanças na legislação tributária é essencial para manter sua eficiência financeira e competitividade. As empresas que conseguem antecipar os impactos de mudanças, como as propostas no PL 2.337/2021, estarão em uma posição melhor para mitigar os efeitos negativos e explorar oportunidades de crescimento, ajustando sua estrutura de capital para maximizar o valor para os acionistas (Graham; Harvey, 2001).

Pohlmann e Ludícibus (2010) ressaltam que a compreensão dos efeitos dos tributos sobre a estrutura de capital é essencial para as empresas que buscam otimizar sua estratégia financeira em um ambiente regulatório em constante mudança. A análise empírica dessas interações permite não apenas confirmar as teorias existentes, mas também fornecer insights práticos sobre como as empresas podem se adaptar a novas realidades fiscais.

2.3 ESTUDOS EMPÍRICOS NACIONAIS E INTERNACIONAIS

Pesquisas empíricas, tanto no contexto nacional quanto internacional, têm demonstrado a importância dos tributos na definição da estrutura de capital das empresas. Modigliani e Miller (1963) foram pioneiros ao destacar os efeitos dos impostos, sugerindo que, em mercados perfeitos, a escolha entre dívida e patrimônio não afetaria o valor da empresa. Contudo, a introdução de impostos e outras imperfeições de mercado altera essa perspectiva, mostrando que os tributos exercem um papel essencial na alavancagem financeira.

A maioria desses estudos utiliza métodos estatísticos, como correlações e regressões, para investigar a influência dos impostos e outras variáveis fiscais sobre a estrutura de capital das companhias. Tais pesquisas partem do pressuposto de que as empresas buscam otimizar sua estrutura de capital visando minimizar o custo do capital e maximizar o valor para os acionistas, sendo o ambiente fiscal um dos fatores determinantes. A teoria do *Trade-Off*, por exemplo, sugere que as empresas buscam equilibrar os benefícios fiscais da dívida, como a dedução de juros, com os custos do endividamento excessivo, incluindo risco de falência e altos custos financeiros (Cruz, 2024). É o que aborda a maioria dos estudos ao identificarem que tributos elevados podem estimular um uso mais intenso de dívidas, uma vez que os

juros são dedutíveis; por outro lado, há evidências de que empresas em setores ou países com cargas tributárias elevadas podem adotar uma postura mais conservadora, limitando o endividamento (Jesus; Amorim, 2024). Além disso, o impacto de mudanças tributárias sobre a estrutura de capital ainda é pouco explorado no contexto de reformas específicas, como o Projeto de Lei nº 2.337/2021 no Brasil, que propõe ajustes nas alíquotas sobre lucros e dividendos.

A literatura sugere que essas mudanças podem alterar a composição de capital, levando as empresas a reavaliar suas estratégias de financiamento e, eventualmente, a utilizar mais recursos próprios ou opções de capital de risco, dependendo dos novos cenários tributários. Em conjunto, esses estudos contribuem para o entendimento da complexa relação entre tributos e decisões financeiras empresariais, fornecendo uma base teórica e empírica que fundamenta a análise dos possíveis efeitos do Projeto de Lei nº 2.337/2021 sobre a estrutura de capital da Marcopolo S.A.

Quadro 2 – Estudos sobre a representatividade dos Impostos sobre a Estrutura de Capital.

Referência	Título	Resultados
ABREU, 2004.	Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira	Esta dissertação analisa como a tributação brasileira impacta as proposições de Modigliani e Miller. Constatou-se que a tributação diferenciada dos Juros sobre o Capital Próprio (JCP) beneficia empresas financiadas com recursos próprios, desacelerando o benefício fiscal do endividamento. A política de dividendos também foi avaliada, concluindo-se que a tributação sobre dividendos não afeta a retenção de lucros. A distribuição de dividendos, embora reduza a valorização das ações, pode aumentar a riqueza do acionista ao substituir o ganho de capital tributado por proventos em dinheiro. Empresas que adotam essa política geram economia tributária para acionistas, evidenciada pela correlação positiva entre o rendimento e a valorização líquida das ações, intensificada em períodos mais longos.
AMARAL JUNIOR et al. 2023	Análise Empírica Dos Juros Sobre Capital Próprio Na Estrutura De Capital Das Empresas Listadas Na Bolsa De Valores	A Lei n. 9.249/1995 permitiu a dedutibilidade do lucro real dos juros pagos como remuneração do capital próprio. Este estudo analisou os efeitos dessa lei sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras, usando dados de empresas listadas na Bolsa entre 1991 e 2020. Constatou-se que a adoção do JCP cresceu a partir de 2003, alcançando um pico em 2007. Empresas que pagam mais JCP apresentam níveis menores de alavancagem e dívida bruta por ativo, com efeitos heterogêneos entre

		setores. Setores com maior adoção de JCP observaram uma maior redução na alavancagem. A dedutibilidade dos JCP teve impacto positivo, reduzindo endividamento e alavancagem, além de oferecer uma compensação à extinção da correção monetária de balanço.
COLOMBO; CALDEIRA, 2018	The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies	Este artigo investiga a resposta das empresas a uma mudança tributária exógena, analisando suas decisões financeiras após uma reforma tributária sobre fundos de pensão no Brasil. Conforme a teoria da preferência tributária de dividendos, observou-se que empresas com participação relevante de fundos de pensão passaram a distribuir mais Juros sobre o Capital Próprio (JCP) — dividendos dedutíveis de impostos. Além disso, empresas de controle também aumentaram, embora em menor grau, seus pagamentos de JCP, possivelmente para atrair investidores institucionais e reduzir seu custo de capital. Empresas impactadas pela reforma diminuíram sua alavancagem em comparação às empresas de controle, indicando que capital e dívida funcionam como substitutos financeiros. Esses resultados, robustos a vários testes, evidenciam o papel determinante dos impostos nas decisões financeiras corporativas e mostram que as empresas ajustam suas políticas considerando a interação entre instrumentos financeiros alternativos.
DA SILVA; PINHEIRO; CORDEIRO, 2020.	Diferentes proxies geram resultados distintos? Uma análise sob a relação entre estrutura de capital e agressividade tributária	Este estudo investigou como a agressividade fiscal influencia a política de endividamento das empresas, variando conforme a proxy usada para mensurar a tributação e a estrutura de capital. Com base no Método dos Momentos Generalizados (GMM), aplicado a uma amostra de 220 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3 entre 2010 e 2019, observou-se que a agressividade tributária, medida pela diferença contábil-fiscal (Book-tax differences), apresenta relação negativa com a alavancagem. No entanto, ao utilizar a Taxa Efetiva de Tributos (Effective Tax Rate) como medida, o impacto no endividamento não foi significativo. O estudo destaca que diferentes proxies podem revelar relações diversas na análise da política de capital.
DEANGELO; MASULIS, 1980.	Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation.	Este artigo formula um modelo de escolha de alavancagem corporativa que considera impostos corporativos e pessoais diferenciais e ajustes de oferta das empresas, influenciando os preços de equilíbrio de dívida e patrimônio. Mostra-se que substitutos de escudo fiscal corporativo, como depreciação, subsídios e créditos fiscais de investimento, levam a um equilíbrio de mercado em que cada empresa define uma alavancagem ótima específica. O

		modelo gera previsões sobre características transversais e temporais das estruturas de capital, apoiadas por evidências empíricas.
FERRARI; 2024.	Os efeitos da MP 579/2012 sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas que compõem o índice de energia elétrica listadas na B3.	Este estudo analisou os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas do Índice de Energia Elétrica (IEE) na B3 entre 2006 e 2020, avaliando a influência da Medida Provisória 579/2012. Usando o Teste F de Chow e o Test t para médias emparelhadas, concluiu-se que não houve quebra estrutural após a MP, e os fatores de estrutura de capital se mantiveram estáveis. Empresas com maior liquidez, ativos físicos e rentabilidade tendem a evitar endividamento, alinhando-se à teoria Pecking Order, que prioriza recursos internos. Fatores significativos incluíram Liquidez Corrente, Tangibilidade, Retorno do Ativo, Tamanho da Firma, Risco do Negócio e Lucratividade, enquanto a Oportunidade de Crescimento não foi significativa.
FORMIGONI, 2008.	A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras	Esta tese avaliou os efeitos dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras, usando um método quantitativo descritivo e longitudinal. Com uma amostra de 590 empresas listadas na Bovespa entre 1995 e 2007, o estudo utilizou testes estatísticos para comparar empresas com e sem incentivos fiscais. Os resultados indicaram que não há correlação significativa entre incentivos fiscais e estrutura de capital, mas mostraram uma correlação significativa entre incentivos fiscais e rentabilidade das empresas.
GADELHA, 2013.	Nível de tributação e estrutura de capital: evidências com incentivos fiscais no Brasil	A pesquisa investigou-se empresas brasileiras com incentivos fiscais apresentam menor endividamento em comparação às que pagam as alíquotas legais, conforme sugere a teoria do Trade-off. Embora não tenham sido encontradas diferenças significativas entre empresas beneficiadas e não beneficiadas, observou-se que empresas com incentivos fiscais e juros subsidiados optam por um nível de endividamento maior, contrariando a hipótese inicial de menor atratividade pelo endividamento
GRAHAM, 2000.	<i>How Big Are the Tax Benefits of Debt?</i>	O estudo estima que o benefício fiscal da dívida corresponde a cerca de 9,7% do valor da empresa (ou 4,3% após impostos pessoais). Embora as empresas pudessem aumentar esse benefício ao emitir mais dívida, observou-se que grandes empresas líquidas e lucrativas, com baixos custos de angústia, adotam uma política de dívida conservadora. Fatores como mercado de produtos, opções de crescimento, baixa garantia de ativos e planejamento de despesas

		futuras contribuem para essa escolha, que se mantém ao longo do tempo.
LEOTE; FILA; TEIXEIRA, 2024.	Determinantes da estrutura de capital dos bancos: evidências de Angola.	A definição da estrutura de capital é crucial para gestores financeiros. Este estudo analisou os fatores que influenciam a estrutura de capital no setor bancário em Angola entre 2015 e 2019, considerando uma amostra de 20 bancos. Em um contexto de recessão devido à queda do preço do petróleo, utilizou-se dados em painel e estimação de efeitos aleatórios para examinar a relação entre endividamento e variáveis internas e macroeconômicas. Os resultados indicam que a estrutura de capital dos bancos foi significativamente impactada por fatores internos, como taxa efetiva de imposto, dimensão, rentabilidade, e pela inflação como fator macroeconômico.
LIMA; DE MORAIS LIMA, 2022.	Incentivo Público Às Empresas Para Utilizarem Os Tributos Como Estrutura De Capital	Este trabalho analisa se as políticas governamentais de parcelamento de tributos incentivam as empresas a utilizarem esses tributos como parte da estrutura de capital. Baseado em estudos sobre estrutura de capital, custo de oportunidade e legislação de parcelamentos federais desde 2000, o estudo é um ensaio teórico com pesquisa bibliográfica e documental e simulações para análise. Os resultados indicam que a continuidade da política de parcelamento de tributos pelo governo federal pode ser vantajosa para as empresas ao permitir o uso desses tributos na estrutura de capital.
MODIGLIANI; MILLER, 1963.	<i>Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.</i>	Neste artigo, a teoria original é ajustada ao considerar que o pagamento de juros sobre dívida é dedutível do imposto de renda, o que reduz o custo efetivo da dívida para as empresas. Esse ajuste implica que, ao adicionar dívida à estrutura de capital, as empresas podem aumentar seu valor total devido ao benefício fiscal dos juros. A principal conclusão é que, em um ambiente com impostos, empresas altamente endividadas podem reduzir seu custo de capital e, portanto, aumentar seu valor de mercado, incentivando uma maior alavancagem.
Oliveira et al., 2020	Parcelamento de tributos federais: uma análise sob a ótica da estrutura de capital das empresas com negociação na B3.	Os parcelamentos especiais no Brasil, como o Programa Especial de Regularização Tributária (PERT), visaram aumentar as receitas governamentais e reduzir a dívida tributária das empresas. Este estudo analisou indicadores financeiros e determinantes da estrutura de capital de empresas listadas na B3, comparando aquelas que aderiram ao PERT com as que não aderiram, utilizando a teoria do trade-off. A pesquisa adotou um método quantitativo-descritivo com testes estatísticos, como ANOVA e Wilcoxon-Mann-Whitney. Entre 308 empresas analisadas, 37,34% aderiram ao PERT, e as empresas aderentes mostraram maior uso de capital de terceiros, maior tangibilidade e

		menores pagamentos de imposto de renda. Para o indicador de endividamento de curto prazo, houve queda entre 2016 e 2018, enquanto o nível de imobilização dos recursos não correntes e o pagamento de imposto de renda apresentaram diferenças significativas entre 2016 e 2018, mas não entre 2016 e 2017.
PINTO, 2020	Efeitos tributários indutores na forma de financiamento da atividade empresarial: contribuição ao estudo sobre os efeitos da tributação sobre a estrutura de capital das sociedades empresárias.	Este trabalho analisa o impacto dos efeitos tributários nas decisões de financiamento das empresas, considerando a intervenção estatal na economia. A partir das teorias da empresa, identifica-se a importância do capital como fator de produção, destacando que as formas de financiamento — capital próprio e dívida — diferem em seus custos devido à dedutibilidade dos juros pagos ao capital de terceiros, que reduzem o lucro contábil. No Brasil, a Lei 9.249/95 introduziu os juros sobre capital próprio (JCP), permitindo deduzir esses juros do lucro tributável, enquanto a Lei 12.249/10 implementou restrições para dedução de juros excessivos pagos a partes vinculadas no exterior. Essas medidas buscam reduzir desigualdades no tratamento tributário entre capital próprio e de terceiros, embora alternativas mais eficazes para mitigar essas diferenças ainda possam ser exploradas.
POHLMANN, 2020.	Contribuição ao estudo da classificação interdisciplinar da pesquisa tributária e do impacto da tributação na estrutura de capital das empresas no Brasil.	A tributação é tema central no Brasil e globalmente, com destaque para o aumento da carga tributária, evasão fiscal e competição tributária internacional. Este estudo investiga o impacto da tributação na estrutura de capital de empresas brasileiras, testando duas hipóteses: a influência da tributação sobre o endividamento e se essa relação se aplica a empresas descapitalizadas e endividadas. Com dados das 500 maiores empresas (2001-2003), os resultados confirmam que maiores tributos incentivam o endividamento, validando a teoria do tradeoff para tributação e ativos, e a teoria do pecking order para lucratividade. A pesquisa também propõe uma abordagem interdisciplinar para estudos tributários, classificando a pesquisa em seis categorias: obediência tributária, gestão pública, impacto sobre contribuintes, eficiência tributária, aspectos macroeconômicos e pesquisa legal.
POHLMANN; DE IUDÍCIBUS, 2010.	Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil.	Este estudo teórico-empírico usa regressão linear múltipla para testar hipóteses sobre a influência da tributação do lucro na estrutura de capital de grandes empresas brasileiras. A teoria do tradeoff sugere que empresas se endividam para obter vantagens fiscais até o ponto em que o risco de falência supera esses benefícios. Já a teoria do pecking order prioriza fontes de financiamento e minimiza o papel da tributação do lucro no endividamento. Com dados de 2001

		a 2003 das 500 maiores empresas brasileiras, os resultados confirmam a hipótese central: há uma relação positiva entre tributação do lucro e endividamento, corroborando a teoria do tradeoff sobre a influência da tributação na decisão de endividamento.
RODRIGUES; WILBERT; SERRANO, 2017.	Parcelamento de tributos federais como forma de financiamento indireto	Este estudo investiga o parcelamento de tributos federais como fonte indireta de financiamento empresarial, avaliando sua vantagem sobre o crédito de mercado e seu impacto na estrutura de capital. Comparando o custo do parcelamento com o crédito bancário e por meio de simulações, concluiu-se que o parcelamento de tributos é mais barato e vantajoso para a estrutura de capital. Não se encontrou relação entre o custo de financiamento e os saldos de parcelamento e crédito financeiro.
ROSITO, 2022.	Efeito da agressividade tributária na política de dividendos das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão SA (B3)	Este estudo examina a relação entre agressividade tributária e Política de Dividendos em empresas brasileiras listadas na B3, de 2010 a 2019. Utilizando regressão em painel com 151 empresas e 1.017 observações, foi encontrada uma associação significativa entre gestão tributária agressiva e distribuição de dividendos. Empresas com gerenciamento tributário mais agressivo tendem a distribuir mais riqueza aos acionistas, incluindo dividendos e Juros Sobre Capital Próprio. As métricas BTM, CashETR e TaxaDVA mostram que empresas agressivas tributariamente têm maior propensão a distribuir dividendos, esclarecendo o impacto do gerenciamento tributário na remuneração dos acionistas.
SANTOS, 2023.	Impostos e a Estrutura de Capital do Setor Financeiro	Esta dissertação examina o impacto de medidas fiscais na escolha de financiamento de empresas do setor financeiro, focando na Notional Interest Deduction (NID) introduzida na Bélgica em 2006. A NID permite a dedução de um custo estimado do capital próprio no cálculo do lucro tributável, reduzindo a preferência fiscal pela dívida. Usando a abordagem difference-in-differences (DID) comparando empresas belgas com um grupo de controle, o estudo mostra que a NID levou a um aumento significativo nos rácios de capital próprio das instituições financeiras belgas. O aumento é atribuído a um crescimento real do patrimônio, confirmando o impacto do sistema tributário na estrutura de capital.

SHYAM-SUNDER; MYERS, 1999.	<i>Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure.</i>	O artigo compara modelos tradicionais de estrutura de capital com o modelo de pecking order, que propõe que as empresas preferem financiar-se com dívida externa impulsionada pelo déficit financeiro interno. O modelo de pecking order mostra-se mais eficaz para séries temporais em comparação ao modelo de tradeoff, que sugere um ajuste gradual das empresas em direção a uma taxa de dívida ótima. Os testes realizados demonstram que há poder estatístico suficiente para rejeitar o modelo de pecking order em favor do tradeoff, mas o poder de alguns testes convencionais para o modelo de tradeoff é praticamente nulo.
----------------------------	---	--

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.3.1 Evidências sobre o Impacto dos Tributos

As evidências empíricas indicam que as empresas com maior exposição aos benefícios fiscais da dívida tendem a apresentar estruturas de capital mais alavancadas. Por exemplo, Graham (2000) observou que as empresas nos Estados Unidos com maior escudo fiscal derivado da dívida exibem níveis de endividamento mais elevados. Similarmente, no Brasil, estudos como os de Kayo e Kimura (2011) confirmaram que o benefício fiscal proporcionado pela dedução dos juros pagos influencia as empresas a optarem por estruturas de capital mais alavancadas, especialmente em setores onde o custo de capital é alto e a margem de lucro é apertada.

Além disso, a sensibilidade à carga tributária varia conforme o setor de atuação e o porte da empresa, refletindo diferentes estratégias de gestão financeira. Empresas de grande porte e setores industriais, que possuem maior capacidade de absorver riscos e custos de endividamento, tendem a utilizar mais dívida em suas estruturas de capital. Por outro lado, empresas menores ou em setores com maior volatilidade podem optar por uma menor alavancagem para evitar os riscos associados ao alto nível de endividamento (DEANGELO; MASULIS, 1980).

2.4 LACUNAS NA LITERATURA

A pesquisa sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas tem sido amplamente discutida ao longo das últimas décadas, com autores como Modigliani e Miller (1958) introduzindo as bases teóricas sobre as decisões de financiamento, seguidos por estudos que consideram fatores como o custo do capital próprio, a estrutura de dívida e os benefícios fiscais gerados pela alavancagem. Contudo, há várias lacunas que ainda precisam ser abordadas com maior profundidade, especialmente no contexto tributário brasileiro que apesar dos avanços na literatura, ainda existem lacunas significativas, especialmente no que tange à aplicação prática de reformas tributárias específicas sobre a estrutura de capital de empresas reais. Poucos estudos analisaram, de forma detalhada, o impacto de propostas legislativas específicas, como o Projeto de Lei nº 2.337/2021, sobre a estrutura de capital de empresas brasileiras.

Enquanto muitos trabalhos se concentram na análise de empresas listadas na bolsa, há poucos que detalham a evolução do impacto tributário em setores específicos, como o de máquinas e equipamentos, ao qual a Marcopolo SA pertence, antes e depois de mudanças legislativas. A maioria dos estudos foca em fatores macroeconômicos ou em análises de curto prazo, deixando uma lacuna em termos de abordagens que considerem os efeitos de reformas fiscais sobre o fluxo de caixa das empresas e sua capacidade de reinvestimento a longo prazo.

2.5 PROJETO DE LEI Nº 2.337/2021

O Projeto de Lei nº 2.337/2021, que visa reformular o sistema tributário brasileiro, propõe mudanças significativas que afetam a forma como as empresas estruturam seu capital. Entre as principais propostas estão a redução da alíquota do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ), a tributação sobre lucros e dividendos, e a alteração nas regras de Juros sobre Capital Próprio (JCP) (Brasil, 2021). Essas mudanças podem ter impactos profundos nas decisões financeiras das empresas, especialmente em relação à composição de sua estrutura de capital, em novo cenário que traz:

- a) Redução da Alíquota do IRPJ: O PL propõe uma redução progressiva na alíquota do IRPJ, de 25% para 18% ao longo de dois anos. Embora essa redução diminua a carga tributária direta sobre os lucros das empresas, ela

também reduz o benefício fiscal associado à dedutibilidade dos juros da dívida, o que pode levar a uma reavaliação do uso da dívida como fonte de financiamento (Martins, 2012). Pode também incentivar o reinvestimento dos lucros dentro da empresa, alterando a dinâmica tradicional entre dívida e capital próprio (Souza, 2020).

- b) **Tributação sobre Lucros e Dividendos:** Uma das mudanças mais significativas do projeto, reintroduz a tributação sobre lucros e dividendos distribuídos aos acionistas, com uma alíquota de 15%. Desde 1995, esses lucros eram isentos de tributação, o que incentivava a distribuição de dividendos como uma forma preferencial de retorno aos acionistas. Esta medida visa aumentar a arrecadação tributária e tornar o sistema mais equitativo. Com a nova tributação, as empresas podem ser incentivadas a reter mais lucros ou a buscar outras formas de remunerar seus acionistas, como o reinvestimento no negócio ou a recompra de ações. Colombo e Caldeira (2018) aponta que as empresas brasileiras ajustam sua estrutura de dívida em resposta ao incentivo fiscal oferecido pelos Juros sobre Capital Próprio (JCP), influenciando simultaneamente suas decisões relacionadas a políticas de dividendos e endividamento.
- c) **Eliminação dos Juros sobre Capital Próprio (JCP):** O JCP, que permitia às empresas deduzirem os juros pagos aos acionistas sobre o capital próprio investido, será eliminado pelo PL 2.337/2021. Esse mecanismo tem sido uma ferramenta importante para otimizar a carga tributária, permitindo que as empresas reduzam a base de cálculo do IRPJ e da CSLL. Sua eliminação remove um incentivo significativo para o uso de capital próprio, o que pode levar as empresas a reavaliar sua estrutura de capital, possivelmente aumentando a dependência de dívida para tirar proveito da dedutibilidade dos juros (Amaral Jr. et al., 2023). Sem o JCP, o custo efetivo do capital próprio aumenta, o que pode impactar a atratividade de financiamento via ações em comparação com a dívida (Martins, 2012).
- d) **Alterações na CSLL:** A proposta também sugere uma redução na alíquota da CSLL para 8%, uniformizando a tributação entre diferentes setores. Embora essa redução alivie a carga tributária sobre o lucro, sua combinação com as outras mudanças, como a eliminação do JCP, exige uma reavaliação das estratégias de financiamento e de estrutura de capital,

especialmente para empresas que tradicionalmente utilizam o JCP como parte de sua estratégia de distribuição de lucros (Ross et al., 2022).

- e) Simplificação do Imposto de Renda das Pessoas Físicas (IRPF): Além das mudanças para as empresas, o PL também propõe alterações significativas no IRPF, como a ampliação da faixa de isenção e a revisão das deduções permitidas. Embora essas mudanças afetem principalmente os indivíduos, elas podem ter impactos indiretos sobre as empresas, influenciando o comportamento dos investidores e a disponibilidade de capital no mercado.

3 METODOLOGIA

Este trabalho adota uma metodologia estruturada para analisar o impacto das mudanças tributárias propostas pelo Projeto de Lei nº 2.337/2021 sobre a estrutura de capital da empresa Marcopolo SA., baseando-se nos estudos constantes do Quadro 2, na sessão 2.3, que destacam a importância da tributação como um fator determinante dessa estrutura. A metodologia será dividida em etapas que incluem a coleta de dados, definição de premissas e cálculos quantitativos que compõem a projeção de cenários para os próximos anos (2024 a 2028).

A abordagem metodológica combina análise documental e modelagem financeira, adotando uma perspectiva descritiva e explicativa com elementos qualitativos e quantitativos, buscando uma compreensão abrangente e aplicada do tema. A análise abordará o comportamento da estrutura de capital da empresa Marcopolo SA, considerando dois cenários: um com a legislação vigente e outro com as alterações propostas no PL nº 2.337/2021.

A pesquisa descritiva será utilizada para caracterizar a estrutura de capital atual da Marcopolo SA. Segundo Gil (2008), a pesquisa descritiva visa levantar informações detalhadas sobre variáveis, fatores ou condições que influenciam o objeto de estudo. Posteriormente, será analisado o impacto potencial das mudanças legislativas propostas e analisar variáveis como tributos federais, componentes da estrutura de capital (dívida e patrimônio líquido) e efeitos fiscais provenientes do uso de Juros sobre Capital Próprio (JCP) e distribuição de dividendos.

Além disso, a pesquisa explicativa buscará identificar as relações de causa e efeito entre as variáveis tributárias e a estrutura de capital dessa empresa. Conforme Yin (2015), esse tipo de pesquisa visa estabelecer relações de causalidade, permitindo uma compreensão mais profunda dos fatores que influenciam os resultados observados.

A natureza qualitativa do estudo será aplicada na análise documental, focando na compreensão das nuances das mudanças legislativas e tributárias. Como Creswell (2013) argumenta, a pesquisa qualitativa permite uma análise aprofundada do contexto e dos significados atribuídos aos fenômenos em estudo. Já a abordagem quantitativa será aplicada por meio da modelagem financeira, que servirá para quantificar os impactos econômicos e financeiros das reformas propostas. Conforme Richardson et al. (1985), a pesquisa quantitativa possibilita a obtenção de resultados mensuráveis, essenciais em estudos que envolvem variáveis financeiras.

A combinação das abordagens qualitativa e quantitativa, associada às pesquisas descritiva e explicativa, tem como objetivo proporcionar uma análise completa dos impactos das reformas tributárias sobre a estrutura de capital das empresas estudadas.

3.1 A MARCOPOLO S.A.

A Marcopolo S.A., fundada em 1949 em Caxias do Sul, consolidou-se como a maior fabricante de carrocerias de ônibus da América Latina e a terceira maior do mundo, com presença em mais de 140 países. A empresa conta com onze plantas fabris: três no Brasil e outras oito no exterior, situadas na Austrália, África do Sul, China, Argentina, Colômbia e México. Ao longo dos anos, a Marcopolo expandiu suas operações e investimentos em novas tecnologias, incluindo design e otimização de plantas. A empresa também demonstrou compromisso com a sustentabilidade e mobilidade elétrica, áreas estratégicas para seu crescimento. Desde o início dos anos 2000, a Marcopolo investe em veículos movidos a fontes renováveis e, em 2024, lançou o modelo Attivi, um ônibus 100% elétrico, resultado de parceria com BYD e EDP Smart. Este modelo, com zero emissão de gases

poluentes e baixa manutenção, atende a uma demanda crescente por transportes sustentáveis.

Recentemente, a Marcopolo reforçou sua atuação global ao fornecer 60 ônibus para Hong Kong e expandir a presença em regiões estratégicas como Oriente Médio, África e Oceania. Em um mercado altamente competitivo e cíclico, a empresa demonstrou resiliência, especialmente durante a pandemia de Covid-19, mantendo sua participação relevante na produção brasileira de ônibus. A atuação em exportações representou, em 2024, 10,4% da receita líquida no segundo trimestre, com um faturamento de R\$ 203,8 milhões.

Complementando sua estratégia de inovação, a Marcopolo lançou as divisões Marcopolo Next e Marcopolo Ventures. A Marcopolo Next atua no desenvolvimento de startups e novas tecnologias, incluindo a criação do spin-off Marcopolo Rail, focado em soluções metroviárias como o Prosper VLT, direcionado ao transporte urbano sobre trilhos. Já a Marcopolo Ventures, por meio da MarcoZero, promove investimentos em startups alinhadas com objetivos de inovação e mobilidade sustentável. Essa expansão no setor de mobilidade limpa reflete a visão da empresa sobre tendências globais, com foco na adaptação às demandas futuras. A Marcopolo também diversificou suas operações financeiras com o Banco Moneo, criado para facilitar o financiamento de seus produtos, reforçando seu papel no setor de transporte coletivo com uma abordagem integral e sustentável.

3.2 COLETA E TRATAMENTO DE DADOS

Para otimizar a coleta de dados e a execução dos cálculos necessários, foi utilizado o sistema Economática® que desempenha um papel fundamental na coleta e análise de dados econômico-financeiros de empresas que divulgam seus relatórios, sendo amplamente utilizado em pesquisas acadêmicas e por profissionais do mercado financeiro. A plataforma não só armazena como também consolida informações extraídas de relatórios contábeis, ajustando dados históricos por fatores como inflação e oferecendo ferramentas avançadas para análises de mercado.

Para esse estudo foi utilizado especificamente a sua ferramenta *Screening*, para a obtenção de dados financeiros da empresa estudada, Marcopolo SA. Esses dados incluíram:

- a) Receita Operacional;
- b) Custos Operacionais;
- c) Despesas Operacionais;
- d) Depreciação e Amortização;
- e) Capex;
- f) Investimentos em Capital de Giro;
- g) Patrimônio Líquido;
- h) Dívida de Curto e Longo Prazo;
- i) Lucro Líquido.

Os dados abaixo foram retirados dos relatórios publicados pela empresa em seu sítio eletrônico para relação com investidores:

- a) Impostos pagos;
- b) Distribuição de Dividendos;
- c) Juros sobre o Capital Próprio (JCP).

Segundo Bryman (2016), o uso de dados secundários é uma estratégia eficiente para acessar informações de alta qualidade, já validadas por outras pesquisas, proporcionando uma base sólida para a modelagem financeira e a análise de impacto. De acordo com Damodaran (2012), a estrutura de capital deve ser avaliada considerando tanto os impactos tributários quanto os benefícios fiscais, como o JCP, que no Brasil permite deduções fiscais sobre os pagamentos a acionistas. A proposta do Projeto de Lei nº 2337/2021, que altera a tributação sobre dividendos e limita a dedução dos JCP, afeta diretamente as estratégias financeiras dessas empresas. Conforme Yin (2015), a escolha da amostra deve ser intencional e estratégica, com foco em elementos que forneçam dados ricos e pertinentes à questão de pesquisa.

3.3 PREMISSAS

Para garantir consistência e coerência nos cálculos da análise, são estabelecidas as seguintes premissas:

- a) Foco do Estudo: Este trabalho busca avaliar o impacto potencial sobre a Estrutura de Capital decorrente das mudanças propostas no Projeto de Lei nº 2337/2021, utilizando o texto original do projeto, sem considerar alterações que possam ocorrer nas etapas de aprovação legislativa.
- b) Tributação sobre o Lucro: No Cenário 1, utilizaremos as alíquotas efetivas de imposto sobre o lucro praticadas nos últimos anos, incluindo benefícios fiscais e ajustes que afetam a base tributável da empresa. Para o Cenário 2, representando o PL nº 2337/2021, aplicaremos as novas alíquotas propostas, e a extinção da dedutibilidade dos juros sobre capital próprio.
- c) Alíquotas: para ambos os cenários, as alíquotas a serem aplicadas são as efetivas, considerando, ou seja, a alíquota nominal condizente a cada cenário, mais as porcentagens relativas às adições à base tributável, menos as porcentagens relativas às exclusões e menos a porcentagem relativa a dedução do JCP.
- d) Dedução de Juros sobre Capital Próprio (JCP): No cenário atual, a dedução de JCP será aplicada em sua integralidade, conforme o valor aprovado em assembleia sobre o lucro antes das distribuições. No entanto, no cenário proposto pelo PL nº 2337/2021, essa dedução será eliminada, conforme estabelecido no projeto.
- e) Correção Monetária: Para alinhar as projeções à realidade econômica e melhorar a precisão financeira, utilizaremos o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, que impactará receitas, despesas operacionais e custos. Para as correções monetárias, aplicaremos a Calculadora do Cidadão, ferramenta disponibilizada pelo Banco Central do Brasil, garantindo que as projeções reflitam o poder de compra atual e o contexto inflacionário brasileiro.

f) Horizonte de Projeção: As projeções dos resultados serão realizadas para o período de 2024 a 2028, permitindo comparações detalhadas dos cenários sob as normas tributárias atuais e as propostas pelo PL nº 2337/2021.

g) A metodologia usada para projeção dos resultados da Marcopolo SA para os anos de 2024 a 2028, tiveram como referência a obra *Financial Modeling* de Simon Benninga (2014).

h) Manutenção do Crescimento das Receitas: As projeções de receitas serão efetuadas pelo cálculo do período anterior mais a taxa de crescimento composto anual (CAGR) obtida pela Fórmula:

$$CAGR = \left(\frac{\text{valor final}}{\text{valor inicial}} \right)^{\frac{1}{n^{\circ} \text{períodos}}} - 1$$

i) Manutenção do Crescimento do CPV: A taxa usada para projeção do Custo dos Produtos Vendidos (CPV) será obtida pela média das relações anuais do CPV / Receita Líquida Operacional.

j) Manutenção do Crescimento das Despesas Operacionais, exceto Depreciação e Amortização: Foi considerada a média das relações anuais do Despesas Operacionais / Receita Líquida Operacional.

k) Manutenção do Crescimento da Depreciação e Amortização: foi realizada pela relação do conjunto de bens imobilizados / total Imobilizado e considerado a vida útil de cada tipo de bem, obtendo uma média das somas dos produtos.

l) Manutenção do Crescimento do Capex: foi efetuado usando-se a CAGR do período relativo a este estudo, 2018 a 2023.

m) Manutenção do Crescimento dos Investimentos em Capital de Giro: foi efetuado usando-se a CAGR.

n) Manutenção do Crescimento das Alíquotas de IR: devido a dificuldade de se estimar as variações relativas às adições e exclusões da base tributável, tomamos por pressuposto que as mesmas se manterão fixas, crescendo uma

única vez entre os anos de 2023 e 2024, a qual foi obtida pela média das alíquotas positivas dos anos de 2018 a 2023.

3.4 ANÁLISE DO IMPACTO DOS TRIBUTOS

Para analisar o impacto dos tributos na estrutura de capital da Marcopolo SA, foi realizada uma etapa preliminar que aplicou uma análise de sensibilidade aos dados e resultados financeiros originalmente divulgados nos relatórios da empresa. Esta análise incluiu a comparação entre os resultados calculados com a alíquota efetiva de IR e aqueles obtidos com a alíquota nominal de 34%. O objetivo dessa etapa foi evidenciar como as variações na tributação podem influenciar o desempenho financeiro e a estrutura de capital da companhia.

Essa abordagem preliminar permite uma compreensão mais aprofundada dos efeitos fiscais, destacando como as deduções, exclusões e benefícios fiscais previstos na legislação podem impactar a rentabilidade e a capacidade de reinvestimento da empresa. O entendimento desse efeito é essencial para gestores e investidores, pois ajuda a projetar planos de planejamento tributário e tomar decisões estratégicas que otimizem a estrutura de capital e garantam maior eficiência fiscal e competitividade no mercado.

Após essa etapa, o método utilizado para criação e comparação dos cenários propostos, é do Free Cash Flow to Firm (FCFF), que é um indicador que avalia a rentabilidade de uma empresa após o pagamento das despesas operacionais e reinvestimentos, desconsiderando passivos onerosos e despesas financeiras (Ross et al., 2015). O FCFF representa o fluxo de caixa que deve ser distribuído entre credores e acionistas, sendo obtido a partir do lucro operacional, após a dedução dos impostos (Costa Júnior, 2011). De maneira simplificada, o FCFF é uma métrica que reflete a geração de caixa da empresa, independentemente da sua estrutura de financiamento, e é utilizado para medir o fluxo de caixa disponível para todos os detentores de direitos, incluindo credores e acionistas. Em comparação, o Free Cash Flow to Equity (FCFE) considera a dedução das dívidas, com o fluxo restante destinado apenas aos acionistas (Martelanc; Pasin; Pereira, 2010).

O uso do FCFF como método de análise permite a projeção de resultados futuros com base em dados históricos e facilita a avaliação de como variações nas

alíquotas de impostos impactam o fluxo de caixa livre da empresa. Consequentemente, ele influencia a estrutura de capital e o valor da companhia. É uma metodologia defendida por Damodaran (2012) e amplamente reconhecida por sua eficácia na incorporação de variáveis tributárias nas decisões financeiras, fornecendo uma base sólida para a análise dos impactos fiscais no endividamento e no custo de capital. Isso oferece aos gestores financeiros insights críticos para planejar de forma mais eficaz e reagir às mudanças no ambiente tributário, garantindo que as estratégias empresariais sejam ajustadas para maximizar a rentabilidade e a resiliência financeira.

3.4.1 Cenário Base (Legislação Atual)

O cenário base, será criado sobre os dados históricos da Marcopolo SA. e a apuração do resultado líquido será feita de modo convencional com alíquota combinada do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) totalizando 34%, ora denominada, alíquota nominal, que é composta por uma taxa base de 15%, acrescida de um adicional de 10% sobre a parcela do lucro tributável que excede R\$ 240 mil por ano para o IRPJ, e por uma alíquota de 9% sobre o lucro tributável para a CSLL.

Para fins comparativos e com o objetivo de trazer maior proximidade à realidade, foi crucial manter as alíquotas do IRPJ e CSLL dentro dos parâmetros efetivamente aplicados pela empresa em cada exercício como defende Damodaran (2012, p.39):

“Como as despesas financeiras são dedutíveis na apuração do lucro tributável e proporcionam redução marginal do imposto (sobre o lucro incremental), a alíquota tributária que é relevante para esse cálculo é a alíquota efetiva que incide sobre a última parcela de acréscimo ao lucro”.
(DAMODARAN, 2012)

Isso se alinha diretamente ao escopo deste trabalho, uma vez que a variação das alíquotas de IRPJ e CSLL é uma das principais variáveis em análise.

A consideração desses ajustes é de extrema importância para este trabalho, pois garante que a metodologia construída seja consistente com a realidade

operacional e tributária da empresa. Qualquer desconsideração desses aspectos pode resultar em distorções significativas nos resultados, subestimando ou superestimando o impacto do regime tributário vigente. Portanto, ao conciliar os tributos reais com as variáveis estudadas, é possível obter uma visão mais clara do impacto das mudanças tributárias sobre o valor da empresa, proporcionando maior robustez ao modelo de fluxo de caixa livre para empresa e conclusões finais.

3.4.2 Cenário Alterado (PL nº 2.337/2021)

Da mesma forma do cenário 1, será calculado o FCFF, com as devidas alterações propostas pelo Projeto de Lei 2337/2021. Nesse cenário foi considerada a taxa do imposto fixada em sua forma nominal de 27%, resultante da combinação de 8% de IRPJ, a manutenção do adicional de 10% sobre o lucro excedente a R\$ 240 mil no exercício e 9% de CSLL.

Os cálculos para o cenário alterado incluirão os mesmos já citados no cenário 1 e considerando a eliminação do JCP Dedutível. A dedução de JCP será eliminada, o que aumentará a base tributária das empresas, reduzindo sua parcela do lucro líquido disponível para distribuição.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção, são apresentados os resultados das análises realizadas sobre o impacto da tributação nos Fluxos de Caixa Livre da Firma da Marcopolo S.A. Os quadros a seguir trazem dados detalhados sobre os índices de correção por inflação e o cálculo sob diferentes alíquotas combinadas de Imposto de Renda (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), bem como os a dedutibilidade dos Juros sobre Capital Próprio, conforme a legislação vigente e o cenário proposto pelo PL nº 2.337/2021.

4.1 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

4.1.1 Alíquota Nominal versus Alíquota Efetiva de IR

A análise de sensibilidade do Lucro Operacional Após Impostos destaca o impacto das variações entre a alíquota nominal e a alíquota efetiva do Imposto de Renda (IR) nos resultados da Marcopolo SA Enquanto a alíquota nominal é de 34%, a aplicação da alíquota efetiva considera os benefícios e ajustes previstos pela legislação tributária, permitindo exclusões e deduções na base de cálculo do imposto. Esses fatores contribuíram para a carga tributária real apoiada pela empresa, influenciando positivamente o lucro líquido e, por consequência, o desempenho financeiro global. Essa abordagem que evidencia como a tributação efetiva, ao contrário da nominal, fornece uma visão mais precisa sobre a contribuição fiscal real e sua relação com a rentabilidade da companhia.

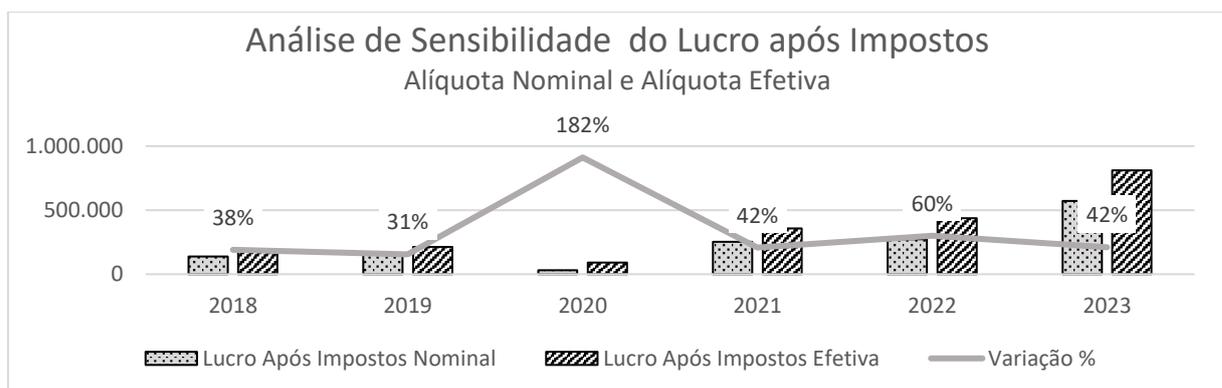
A Tabela 1 apresenta os resultados operacionais após impostos, apurados pela aplicação da Alíquota Nominal e Alíquota Efetiva do IR.

Tabela 1 - Análise de Sensibilidade - Lucro após IR apurado com Alíquota Nominal e com Alíquota Efetiva.

	valores expressos em milhares de reais					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
LAIR*	209.303	245.201	48.692	382.897	413.284	865.550
Alíquota Nominal	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Lucro Após Impostos	138.140	161.833	32.137	252.712	272.767	571.263
Alíquota Efetiva	8,77%	13,53%	-86,28%	6,41%	-5,69%	6,32%
Lucro Após Impostos	190.947	212.029	90.706	358.372	436.802	810.811
Variação %	38,23%	31,02%	182,25%	41,81%	60,14%	41,93%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Gráfico 1 – Variação percentual do Lucro após dedução do Imposto sobre a Renda.



Fonte: Elaborado pelo autor.

O Gráfico 1 mostra que em 2018, o lucro operacional após impostos calculados com a alíquota efetiva, registrou um aumento de 38% em relação ao valor calculado com a alíquota nominal, evidenciando um benefício significativo decorrente de deduções fiscais. Em 2019, a variação foi de 31%, evidenciando que a aplicação das regras fiscais vigentes continuou a impactar positivamente os lucros da empresa, ainda que em menor magnitude. No entanto, em 2020, houve um aumento acentuado de 182% no lucro operacional após impostos com a alíquota efetiva, sinalizando um aumento drástico no lucro efetivo em relação ao nominal, explicado pelo benefício fiscal referente a Lei Complementar 160 que regulamenta questões relativas à concessão de benefícios fiscais pelos estados e pelo Distrito Federal no âmbito do ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) e que neste período representou 82% do total de ajustes da base tributável. Em 2021, uma variação positiva de 42% voltou a indicar uma melhoria no resultado após a aplicação da alíquota efetiva, refletindo o aproveitamento de benefícios fiscais que reduziram a carga tributária sobre o lucro. O ano de 2022 registrou uma variação de 60%, reforçando a tendência de que os ajustes tributários, incluindo benefícios e obrigações específicas, impactam positivamente o lucro final. Por fim, em 2023, uma variação de 42% manteve o padrão de aumento do lucro após a aplicação da alíquota efetiva, demonstrando a relevância dos mecanismos fiscais disponíveis e suas implicações na geração de resultados. Essas variações percentuais evidenciam como as alíquotas efetivas de IR, ajustadas em conformidade com a legislação vigente, influenciam diretamente o lucro operacional após impostos da Marcopolo SA, afetando a disponibilidade de recursos para reinvestimento, distribuição de lucros e outras decisões financeiras estratégicas.

Diante desse cenário e tendo a empresa feito uso da alíquota efetiva para a apuração de seu imposto a pagar, a empresa promoveu as remunerações de suas fontes de financiamento conforme apresentado na Tabela 2:

Tabela 2 - Remuneração de capital de terceiros e capital próprio.

	valores expressos em milhares de reais					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Remuneração de capital de terceiros	314.419	181.093	464.705	262.117	389.344	302.844
Despesas Financeira	297.045	174.563	458.507	256.450	381.270	292.378
Aluguéis	17.374	6.530	6.198	5.667	8.074	10.466

Remuneração de capital próprio	190.947	201.387	103.863	366.623	449.114	816.159
Juros sobre o capital próprio e dividendos	82.909	56.609	42.261	82.264	99.227	175.168
Lucros retidos	108.038	144.778	61.602	284.359	349.887	640.991

Fonte: Elaborado pelo autor.

A remuneração de capital de terceiros é realizada antes da apuração do lucro líquido, ou seja, é debitada dos resultados antes da incidência de impostos. Isso significa que os juros e outras despesas financeiras associadas a empréstimos e financiamentos são contabilizados como despesas operacionais, recuperados a base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro. Por outro lado, a remuneração do capital próprio (como dividendos e juros sobre capital próprio) é considerada uma destinação do lucro líquido dos exercícios. Esse pagamento só pode ocorrer após a apuração do resultado final da empresa e quando este for positivo, ou seja, quando houver lucro a ser distribuído. Diferentemente do capital de terceiros, que tem caráter de obrigação contratual e precisa ser pago independentemente do desempenho da empresa, a remuneração do capital próprio depende da existência de lucros e da decisão dos acionistas ou da administração em alocá-los dessa forma.

Essa distinção é fundamental para a análise financeira, pois afeta diretamente a estrutura de capital da empresa e o cálculo de indicadores de rentabilidade e solvência. Enquanto os pagamentos de capital de terceiros representam um custo fixo que impacta a liquidez e o risco financeiro, os pagamentos de capital próprio são mais flexíveis, sendo uma escolha estratégica que visa equilibrar a retenção de lucros para reinvestimento com a distribuição de recursos aos investidores.

4.1.2 Cenário Base - Fluxo de Caixa Livre da Empresa Marcopolo S.A.

A Tabela 3 mostra os Fluxos de Caixa Livre para a Empresa, para os quais foram aplicadas as alíquotas efetivas de Imposto sobre a renda da empresa Marcopolo SA.

Tabela 3 – Fluxo de Caixa Livre para a Empresa apurado com alíquota Efetiva de IR.

Valores expressos em milhares de reais

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
+ Receita Líquida Oper	4.197.468	4.314.534	3.589.662	3.499.439	5.415.618	6.683.218
- CPV	3.533.152	3.664.255	2.994.073	3.143.215	4.586.109	5.144.577
- Despesas Operacionais	363.031	398.698	423.127	128.199	563.730	738.067
+ Depreciação e Amortização	60.805	86.443	96.038	105.470	119.808	146.369
= EBITDA	362.090	338.024	268.500	333.495	385.587	946.943
- Depreciação e Amortização	60.805	86443	96038	105470	119808	146369
= EBIT	301.285	251.581	172.462	228.025	265.779	800.574
<i>% IR (Alíquota Nominal)</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>
+ Adições (Base Tributável)	6,5%	7,2%	67,4%	3,5%	2,0%	0,4%
- Exclusões (Base Tributável)	18,3%	19,8%	158,2%	22,2%	32,7%	19,2%
- Juros Cap. Próprio	13,5%	7,8%	29,5%	8,9%	9,0%	8,9%
% IR&CS (Alíquota Efetiva)	8,77%	13,53%	-86,28%	6,41%	-5,69%	6,32%
- IRPJ e CSLL	26.423	34.035	-148.808	14.605	-15.124	50.630
= Lucro Oper. Após Impostos	274.862	217.546	321.270	213.420	280.903	749.944
+ Depreciação e Amortização	60.805	86.443	96.038	105.470	119.808	146.369
- CAPEX	160.207	177.475	133.682	37.510	96.344	242.900
- Inv. Capital de Giro	28.926	90.252	129.931	-111.597	515.661	566.551
= Fluxo Caixa Livre da Firma	146.534	36.262	153.700	422.187	-241.542	86.862

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2 CORREÇÃO DO VALOR DO DINHEIRO NO TEMPO

A inflação é um fator relevante nas projeções financeiras, pois afeta diretamente os custos operacionais, a receita e, conseqüentemente, o valor presente dos fluxos de caixa futuros. A utilização desses índices permite uma análise ajustada ao poder de compra ao longo do tempo, refletindo melhor o cenário econômico em que a empresa está inserida reduzindo os efeitos da corrosão da moeda em decorrência da inflação (Oliveira Neto, 2024).

O Quadro 1 apresenta os índices de correção IPCA divulgado pelo IBGE.

Quadro 3 – Índices anuais de reajuste por inflação – IPCA

Ano	Período Atualização	Índice IPCA
2018	01/01/2019 a 30/09/2024	1,37182
2019	01/01/2020 a 30/09/2024	1,31519

2020	01/01/2021 a 30/09/2024	1,25834
2021	01/01/2022 a 30/09/2024	1,14331
2022	01/01/2023 a 30/09/2024	1,08079
2023	01/01/2023 a 30/09/2024	1,03305

Fonte: Calculadora do Cidadão do Banco Central do Brasil.

A correção inflacionária impacta não apenas os valores nominais das entradas e saídas de caixa, mas também os cálculos de impostos, uma vez que as bases tributáveis de IRPJ e CSLL são diretamente influenciadas pelos ajustes inflacionários. Com a aplicação desses índices, os fluxos de caixa projetados refletem um cenário mais realista, considerando o impacto macroeconômico sobre a empresa.

A Tabela 4 exibe os resultados da FCFF, ajustados pela inflação e considerando a alíquota efetiva combinada de IRPJ e CSLL. Nesse contexto, o cálculo do Lucro Líquido reflete a aplicação da legislação tributária vigente, incluindo a reintegração de valores indedutíveis à base tributável, bem como as exclusões permitidas, como despesas financeiras, Juros sobre Capital Próprio (JCP) e outros incentivos fiscais. Tais deduções reduzem a base de cálculo dos tributos, resultando em uma carga tributária efetiva frequentemente inferior à alíquota nominal.

Tabela 4 – FCFF com valores corrigidos monetariamente pelo índice IPCA.

	valores expressos em milhares de reais					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Índice de Correção Monetária IPCA</i>	1,37182	1,31519	1,25834	1,14331	1,08079	1,03305
+ Receita Líquida Oper	5.758.169	5.674.432	4.517.015	4.000.944	5.853.146	6.904.098
- CPV	4.846.848	4.819.192	3.767.562	3.593.669	4.956.621	5.314.605
- Despesas Operacionais	498.013	524.364	532.438	146.571	609.274	762.460
+ Depreciação e Amortização	83.414	113.689	120.848	120.585	129.487	151.206
= EBITDA	496.721	444.565	337.864	381.289	416.739	978.239
- Depreciação e Amortização	83.414	113.689	120.848	120.585	129.487	151.206
= EBIT	413.308	330.876	217.015	260.704	287.251	827.033
<i>% IR (Alíquota Nominal)</i>	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
+ Adições (Base Tributável)	6,5%	7,2%	67,4%	3,5%	2,0%	0,4%
- Exclusões (Base Tributável)	18,3%	19,8%	158,2%	22,2%	32,7%	19,2%
- Juros Cap. Próprio	13,5%	7,8%	29,5%	8,9%	9,0%	8,9%
% IR&CS (Alíquota Efetiva)	8,77%	13,53%	-86,28%	6,41%	-5,69%	6,32%
- IRPJ e CSLL	36.247	44.763	-187.251	16.698	-16.346	52.303
= Lucro Oper. Após Impostos	377.060	286.113	404.266	244.005	303.598	774.730

+ Depreciação e Amortização	83.414	113.689	120.848	120.585	129.487	151.206
- CAPEX	219.775	233.413	168.217	42.886	104.128	250.928
- Inv. Capital de Giro	39.681	118.699	163.497	-127.590	557.321	585.276
= Fluxo Caixa Livre da Firma	201.018	47.690	193.400	449.295	-228.364	89.733

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3 LEGISLAÇÃO ATUAL *VERSUS* LEGISLAÇÃO PL 2337/2021

Após a correção monetária e com base nas premissas descritas em sessão específica deste trabalho, foi projetado o crescimento dos componentes do FCFF para os anos de 2024 a 2028, formando o Cenário 1 demonstrado na Tabela 4. Este cenário considera a legislação vigente, incluindo exclusões e adições à base de lucro tributável que reduzem a alíquota nominal do Imposto de Renda (IR) de 34% para alíquotas efetivas variáveis ao longo dos anos analisados.

Tabela 5 – Cenário 1 - FCFF Marcopolo SA - 2024 a 2028 - Projetado sob Legislação Vigente.

	Valores expressos em milhares de reais				
	2024	2025	2026	2027	2028
+ Receita Líquida Oper	6.319.590	6.935.751	7.611.986	8.354.155	9.168.685
- CPV	5.308.456	5.826.030	6.394.068	7.017.490	7.701.695
- Despesas Operacionais	576.979	633.234	694.974	762.734	837.101
+ Depreciação e Amortização	87.551	119.328	126.843	126.566	135.910
= EBITDA	521.707	595.814	649.786	700.496	765.799
- Depreciação e Amortização	87.551	119.328	126.843	126.566	135.910
= EBIT	434.156	476.486	522.943	573.930	629.889
<i>% IR (Alíquota Nominal)</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>	<i>34,0%</i>
<i>+ Adições (Base Tributável)</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>
<i>- Exclusões (Base Tributável)</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,4%</i>
<i>- Juros Cap. Próprio</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,6%</i>
% IR&CS (Alíquota Efetiva)	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
- IRPJ e CSLL	16.324	17.916	19.663	21.580	23.684
= Lucro Oper. Após Impostos	417.832	458.570	503.281	552.351	606.205
+ Depreciação e Amortização	87.551	119.328	126.843	126.566	135.910
- CAPEX	238.852	259.584	282.116	306.604	333.217
- Inv. Capital de Giro	71.942	130.431	236.472	428.723	777.275
= Fluxo Caixa Livre da Firma	194.589	187.883	111.536	-56.410	-368.377

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para fins de manutenção dos benefícios fiscais, as adições e exclusões foram projetadas com base no último ano com dados reais, utilizando a média dos crescimentos positivos registrados durante o período estudado. Isso significa que os ajustes aplicados à base tributável foram inicialmente calculados de acordo com a variação média positiva do histórico recente, garantindo uma projeção que reflete tendências de crescimento realistas e alinhadas com o desempenho passado da empresa. Após essa estimativa inicial, os valores foram mantidos fixos nos anos subsequentes, devido ao grau de complexidade envolvido em prever com maior precisão possíveis alterações desses componentes.

A manutenção dessa abordagem simplificada busca oferecer estabilidade ao modelo de projeção, reconhecendo que uma tentativa de estimar as adições e exclusões com alta precisão poderia levar a um aumento desproporcional da incerteza dos resultados projetados. Portanto, ao utilizar um crescimento fixo baseado na média histórica, garante-se um modelo que capta as tendências gerais sem introduzir volatilidade excessiva, facilitando a análise dos impactos tributários sobre o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) e, conseqüentemente, sobre a estrutura de capital da empresa.

A tabela 6 apresentada, ilustra o cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) com base nas alterações propostas pela legislação tributária no Projeto de Lei nº 2.337/2021. Com a dedutibilidade dos Juros Sobre Capital Próprio (JCP) que foi removida da base de cálculo do lucro tributável, enquanto a alíquota nominal de Imposto de Renda (IR) foi reduzida de 34% para 27%. Esse ajuste tem um impacto direto na base de cálculo do IRPJ e CSLL, resultando em uma nova alíquota efetiva aplicada aos resultados da empresa.

Tabela 6 – Cenário 2 – FCFF sob Legislação alterada pelo PL 2.337/2021.

	valores expressos em milhares de reais				
	2024	2025	2026	2027	2028
+ Receita Líquida Oper	6.319.590	6.935.751	7.611.986	8.354.155	9.168.685
- CPV	5.308.456	5.826.030	6.394.068	7.017.490	7.701.695
- Despesas Operacionais	576.979	633.234	694.974	762.734	837.101
+ Depreciação e Amortização	87.551	119.328	126.843	126.566	135.910
= EBITDA	521.707	595.814	649.786	700.496	765.799
- Depreciação e Amortização	87.551	119.328	126.843	126.566	135.910

= EBIT	434.156	476.486	522.943	573.930	629.889
% IR (Alíquota Nominal)	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
+ Adições (Base Tributável)	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
- Exclusões (Base Tributável)	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%
- Juros Cap. Próprio	-	-	-	-	-
% IR&CS (Alíquota Efetiva)	11,39%	11,39%	11,39%	11,39%	11,39%
- IRPJ e CSLL	49.450	54.272	59.563	65.371	71.744
= Lucro Oper. Após Impostos	384.706	422.214	463.380	508.560	558.144
+ Depreciação e Amortização	87.551	119.328	126.843	126.566	135.910
- CAPEX	238.852	259.584	282.116	306.604	333.217
- Inv. Capital de Giro	71.942	130.431	236.472	428.723	777.275
= Fluxo Caixa Livre da Firma	161.463	151.527	71.635	-100.201	-416.437

Fonte: Elaborado pelo autor

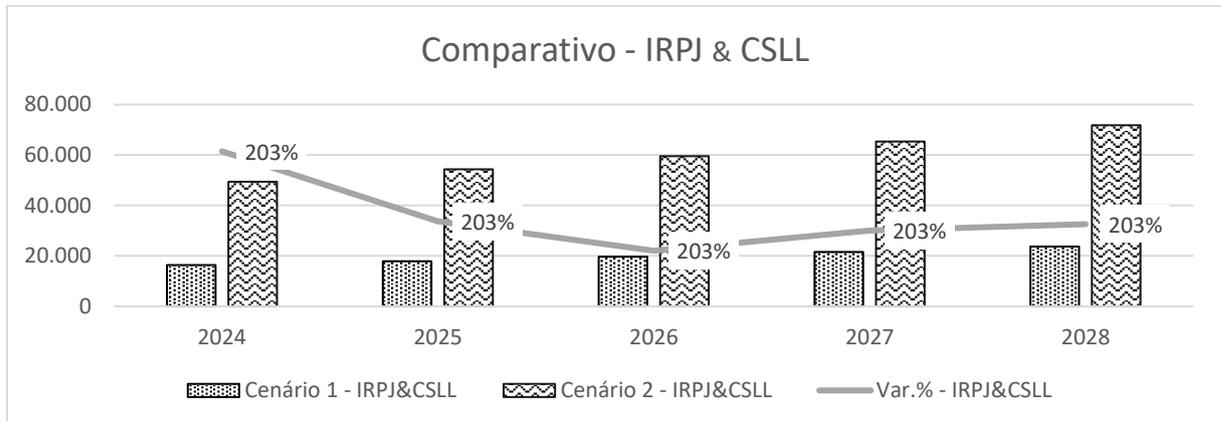
4.3.1 Comparativo IRPJ & CSLL

O IRPJ (Imposto de Renda Pessoa Jurídica) e a CSLL (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido) têm um impacto direto na saúde financeira das empresas brasileiras. Eles são impostos que incidem sobre o lucro das empresas, afetando tanto a lucratividade quanto o fluxo de caixa e a competitividade. O IRPJ influencia as decisões de estruturação de operações financeiras e investimentos para reduzir legalmente a carga tributária. Por exemplo, a dedutibilidade dos juros sobre capital próprio (JCP) é uma forma de reduzir a base de cálculo do IRPJ. Quanto maior a alíquota efetiva do IRPJ, menor o lucro líquido disponível para reinvestimento ou distribuição de dividendos. Assim como o IRPJ, a CSLL reduz a caixa disponível para operações e pode impactar a estrutura de capital da empresa.

As altas alíquotas de IRPJ e CSLL podem incentivar o uso de dívida em vez de capital próprio, já que os juros pagos são dedutíveis da base tributável, enquanto os dividendos não o são. A redução das alíquotas combinadas, conforme previsto no PL 2.337/2021, pode alterar esse incentivo, reduzindo a vantagem fiscal.

Portanto, entender a dinâmica do IRPJ e da CSLL é essencial para tomar decisões estratégicas que maximizem a rentabilidade, minimizem a carga tributária e mantenham a competitividade no mercado.

Gráfico 2 - Comparação do valor do IRPJ & CSLL entre os Cenários.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Com a possível aprovação do PL 2337/2021, é observado uma carga tributária (IRPJ e CSLL) superior a legislação vigente em todo o período analisado, com variação fixa de 203% entre os anos, devido a projeção ter considerado relação direta proporcional dos dois cenários em todos os anos, reforçando que o Cenário 2 é fiscalmente mais oneroso. Esse aumento reflete o impacto das mudanças na legislação tributária, como a eliminação da dedutibilidade dos Juros sobre Capital Próprio (JCP), que aumenta a base tributável, e a redução da alíquota combinada de IRPJ e CSLL que pode não compensar o efeito da nova base de cálculo.

O gráfico reflete um impacto tributário consistente decorrente das alterações propostas pelo PL, aumentando a carga de IRPJ e CSLL em todos os anos, destacando que os anos projetados inferem maior pressão tributária com possíveis implicações significativas na capacidade da empresa de financiar investimentos e reduzir dívidas. O aumento na carga tributária reduz a disponibilidade de caixa para:

- Pagamento de dívidas, impactando níveis de produtividade a razão de cobertura de juros;
- Investimentos internos ou de expansão, tornando a empresa mais dependente de financiamento externo.

Com maior impacto tributário, o lucro líquido disponível para remunerar os acionistas reduz-se, o que pode tornar o capital próprio menos atrativo, especialmente se a retenção de dividendos for necessária e aumentar a alavancagem financeira no curto prazo, se a empresa optar por financiar déficits com dívidas. O crescimento expressivo da carga tributária até 2028 pode limitar a

flexibilidade da empresa em alocar recursos para projetos de expansão ou inovação, forçando uma priorização do pagamento de tributos sobre outras obrigações.

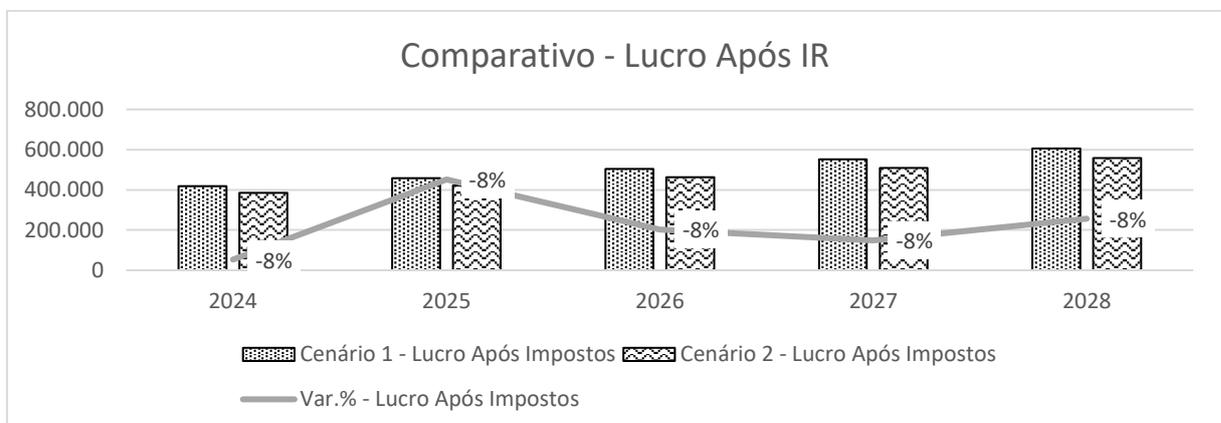
4.3.2 Comparativo do Lucro Após IR

O lucro após IR (IRPJ e CSLL), ou lucro líquido, representa o resultado de uma operação após deduzidas todas as despesas operacionais, financeiras e tributárias, refletindo a capacidade da empresa de gerar valor para seus acionistas e sustentar suas atividades futuras. É uma métrica que efetivamente mostra o quanto a empresa ganhou após cumprir todas as suas obrigações, incluindo os impostos.

O lucro líquido é uma das principais fontes de recursos para reinvestimento em novos projetos, tecnologia, expansão de operações, e até na contratação de novos talentos por meio de reservas de lucro, por exemplo, que podem financiar seu crescimento orgânico sem depender exclusivamente de fontes externas, como empréstimos ou emissão de ações. É a base para distribuição de dividendos aos acionistas, afetando diretamente o retorno esperado por eles e, por consequência, o preço das ações no mercado.

Um lucro líquido robusto permite à empresa planejar estrategicamente e com mais segurança, incluindo expansão, aquisição, inovação e mitigação de riscos econômicos.

Gráfico 3 - Comparação do valor do Lucro após IR entre os Cenários.



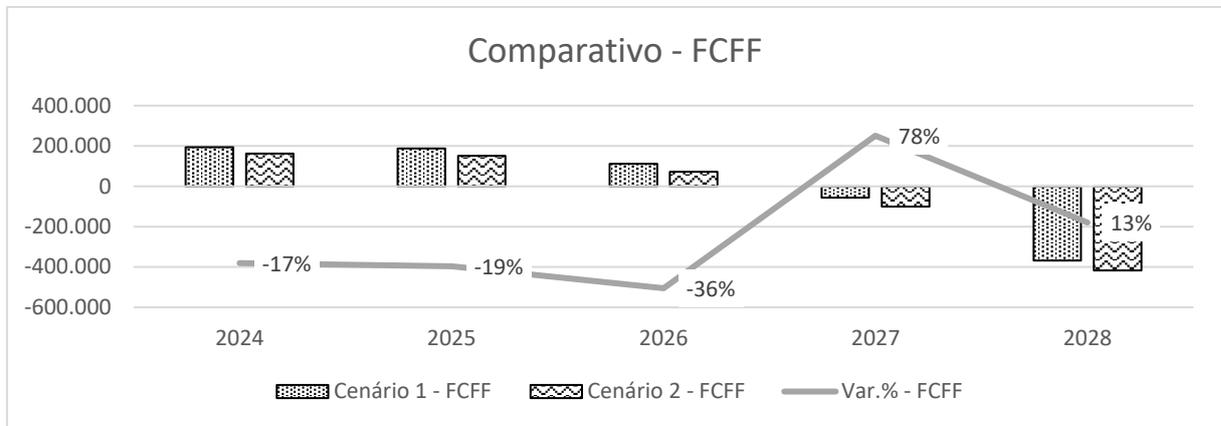
Fonte: Elaborado pelo autor.

O Cenário 2 apresenta consistentemente lucros ligeiramente inferiores ao Cenário 1, com uma variação percentual negativa fixa de -8% ao longo de todos os anos., que poderá impactar sua capacidade de financiar projetos com recursos próprios e poderá aumentar a necessidade de capital de terceiros. Isso indica que o Cenário 2 incorre em custos adicionais que reduzem o lucro líquido devido a impostos mais altos. Ambos os cenários apresentam uma trajetória similar de estabilidade, sem grandes flutuações no lucro após impostos ao longo dos anos. Isso sugere um ambiente financeiro relativamente previsível, sem riscos ou oportunidades significativas de ganhos inesperados. O cenário 1 garante maior retenção de lucros ao longo dos anos, o que pode ajudar a empresa a financiar projetos futuros ou reduzir dependência de capital externo. Todavia, embora os lucros sejam ligeiramente menores, a diferença percentual de 8% pode ser administrável, dependendo do retorno proporcionado pelos fatores que geram esses custos adicionais (como maior investimento ou expansão).

4.3.3 Comparativo FCFF – *Free Cash Flow to Firm*

O FCFF é amplamente utilizado para avaliar a saúde financeira, o valor intrínseco e a capacidade de crescimento da empresa se tornando uma métrica essencial para a análise financeira e estratégica de qualquer empresa. Ele reflete o caixa real gerado pelas operações principais da empresa para todos os fornecedores de capital (acionistas e credores), após a empresa ter atendido todas as suas necessidades operacionais e de investimentos em ativos fixos.

Diferentemente do lucro líquido, ele não está sujeito a distorções contábeis ou políticas de reconhecimento de receitas e despesas, sendo uma métrica mais confiável da verdadeira saúde financeira. Um FCFF positivo indica que a empresa está gerando caixa suficiente para cobrir suas despesas operacionais, pagar juros e principal de dívidas, além de financiar novos projetos ou distribuir dividendos, por outro lado, um FCFF negativo pode indicar dependência excessiva de capital externo, o que pode levar a riscos financeiros em períodos de crise. Ele fornece uma base sólida para decisões de capital, pois mostra como o caixa da empresa pode ser alocado para novas iniciativas sem comprometer sua estabilidade financeira.

Gráfico 4 - Comparação do valor do FCFF – *Free Cash Flow to Firm* entre os Cenários.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nos anos de 2024, 2025 e 2026, ambos os cenários mostram valores positivos de FCFF, mas com uma variação em queda progressiva de 17% em 2024, 19% em 2025 e 36% em 2026. Esse declínio sugere que a empresa enfrentará dificuldades crescentes na manutenção da sua estrutura de capital, especialmente se depender de dívida ou necessitar de novos financiamentos. Com essa tendência de redução fica implícito uma deterioração na geração de caixa no cenário 2, o que pode indicar um impacto negativo em termos de capacidade de financiamento e liquidez. Os FCFF's negativos, demonstrados nos anos de 2027 e 2028 em ambos os cenários, compromete a capacidade da empresa de honrar dívidas com recursos próprios, aumentando a dependência de capital externo (empréstimos ou emissões de ações). A volatilidade do FCFF dificulta a previsão de fluxo de caixa, prejudicando a negociação de condições planejadas com credores, limita a capacidade da empresa de financiar novos projetos ou expansões sem recorrer a financiamentos externos, perdendo competitividade no médio prazo, especialmente se uma empresa estiver em um setor que exige altos investimentos de capital. Com um caixa baixo, a distribuição de dividendos ou recompra ações fica comprometidas, o que pode desvalorizar a empresa no mercado.

4.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Apesar do teor metodológico aplicado ao longo desta pesquisa, algumas limitações foram identificadas e merecem ser destacadas para uma melhor compreensão dos resultados apresentados. Tais limitações não invalidam as análises realizadas, mas delimitam os escopos e oferecem insights para futuros trabalhos:

a) Dependência de Dados Públicos: As projeções dos resultados para os anos de 2024 a 2028 foram baseadas em dados financeiros publicados pela Marcopolo SA e informações disponíveis ao público. Embora os relatórios financeiros e outros documentos sejam detalhados, eles não refletem todas as variáveis internas que afetam a estrutura de capital, tais como decisões estratégicas e negociações privadas que não são de domínio público.

b) Impacto das Mudanças na Legislação Tributária: A aplicação do Projeto de Lei nº 2.337/2021 e suas projeções representam um cenário de análise hipotético, baseado em metas econômicas e tributárias que podem ser sujeitas a variações com alterações ou vetos em seu texto final. Assim, os resultados desta pesquisa são sensíveis às mudanças legislativas efetivas e podem não refletir as implicações reais caso ocorra uma implementação diferente ou ajustes futuros.

c) Escopo Restrito à Marcopolo SA: Este estudo foca na análise do impacto dos tributos sobre a estrutura de capital da Marcopolo SA, sendo, portanto, um estudo de caso particular que pode não ser generalizável para outras empresas ou setores. Embora seja possível extrair insights relevantes, os resultados podem apresentar especificidades que não necessariamente se aplicam de maneira uniforme a outras empresas brasileiras.

d) Cenários de Projeção: A pesquisa contempla projeções de resultados futuros com base em variáveis como crescimento de receitas, inflação, taxas de juros e políticas de distribuição de dividendos, entre outras. No entanto, tais projeções são prejudiciais às incertezas econômicas e de mercado, que podem impactar a precisão dos dados projetados e, conseqüentemente, as conclusões sobre a estrutura de capital.

e) Fatores Exógenos e Macroeconômicos: O estudo não considerou a influência de fatores macroeconômicos, como flutuações na taxa de câmbio, crises econômicas, alterações nas taxas de juros e políticas econômicas que podem interferir no desempenho da Marcopolo SA e em sua estrutura de capital. Contudo, esses fatores são tratados como variações externas que estão além do controle e previsão do escopo definido.

f) Complexidade Tributária no Brasil: O sistema tributário brasileiro é notoriamente complexo, e qualquer análise dos efeitos de tributos sobre a estrutura de capital pode ser desafiada pela interpretação de normas e leis fiscais. Assim, a pesquisa foi conduzida com base em uma interpretação atual das normas vigentes e das propostas legislativas, reconhecendo as limitações específicas a esse contexto.

4.5 ANÁLISES DOS RESULTADOS

O desenvolvimento deste trabalho atingiu a todos os objetivos buscados com este estudo. A análise dos resultados focou em uma comparação detalhada entre dois cenários de projeções financeiras, tendo como base os dados históricos dos anos de 2018 a 2023 e projetando os resultados para os anos de 2024 a 2025, criando cenários para fins de comparação de resultados: o primeiro sob a legislação tributária vigente e o segundo considerando as alterações propostas pelo Projeto de Lei nº 2.337/2021. O objetivo principal foi compreender como as mudanças na alíquota de IR e CSLL, juntamente com a eliminação de deduções importantes, impactariam a estrutura de capital da Marcopolo SA., por meio de projeção de seus Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF), respondendo assim à pergunta problema desse trabalho: Como a tributação, especialmente após as mudanças propostas pelo Projeto de Lei nº 2.337/2021, impactam a estrutura de capital das empresas?"

Os resultados desta análise evidenciam que a proposta do PL 2.337/2021, apesar de reduzir a alíquota nominal, resulta em uma menor capacidade de geração de caixa e aumento das alíquotas efetivas, devido à eliminação de importante dedução fiscal. Essa redução no FCFF implica em uma menor disponibilidade de

recursos para a remuneração de acionistas, pagamento de dívidas e reinvestimento na empresa, o que pode afetar a capacidade de crescimento e a sustentabilidade financeira de longo prazo.

Em resumo, o estudo mostra que as mudanças propostas pelo PL 2.337/2021 trazem implicações significativas para as empresas, aumentando a carga tributária efetiva e reduzindo a geração de caixa disponível, reforçando a importância de considerar a legislação tributária como um fator determinante na estrutura de capital das empresas. Essa nova dinâmica fiscal requer que a empresa revise suas estratégias de planejamento tributário e de estrutura de capital para mitigar os impactos e garantir a manutenção de sua competitividade no mercado.

As mudanças propostas pelo PL nº 2.337/2021 têm o potencial de alterar significativamente o ambiente financeiro corporativo no Brasil, exigindo das empresas uma adaptação em suas estratégias de financiamento e distribuição de lucros, visando minimizar os impactos negativos sobre o seu fluxo de caixa e valor de mercado.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O presente trabalho analisou de forma abrangente as implicações das alterações propostas pelo Projeto de Lei nº 2.337/2021 sobre a estrutura de capital de empresas, com especial foco no impacto dessas mudanças sobre variáveis-chave, como a alíquota de IR e CSLL, e o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF). O estudo partiu de uma revisão detalhada da legislação tributária vigente e das modificações sugeridas pelo projeto de lei, contextualizando como essas mudanças influenciam a rentabilidade e a capacidade de investimento das empresas.

A análise comparativa entre cenários com e sem a aplicação das novas regras propostas permitiu identificar os principais efeitos que as alterações trariam para a estrutura de capital corporativa. Verificou-se que a redução da alíquota nominal de IR, acompanhada da eliminação de deduções como os Juros sobre Capital Próprio (JCP), tem impactos significativos na carga tributária efetiva das empresas. Com o aumento da alíquota efetiva sob o novo regime, as projeções indicaram uma redução do Lucro Operacional Após Impostos e, conseqüentemente, uma menor geração de Fluxo de Caixa Livre.

Essas mudanças têm implicações relevantes para a gestão financeira das empresas, impactando tanto a distribuição de resultados para os acionistas quanto a capacidade de autofinanciamento de projetos de crescimento. A menor disponibilidade de caixa após impostos afeta a competitividade das empresas, podendo influenciar suas decisões de investimento e estratégias de crescimento a longo prazo. Em síntese, o trabalho evidencia que a proposta do PL 2.337/2021, ao eliminar benefícios fiscais e modificar alíquotas, transforma a dinâmica da carga tributária sobre as empresas e altera substancialmente a projeção de resultados financeiros. Essa constatação ressalta a importância de um planejamento tributário robusto e adaptativo, que permita à empresa mitigar os impactos de mudanças na legislação e manter a estabilidade de suas operações financeiras.

Dessa forma, conclui-se que a análise dos impactos tributários sobre a estrutura de capital é um fator importante a ser considerado como um determinante da estrutura de capital e sua compreensão deve ser uma prática contínua para os gestores financeiros, garantindo uma resposta ágil e eficiente às mudanças no ambiente regulatório. A compreensão das interações entre a carga tributária e a geração de caixa é fundamental para a sustentabilidade e a competitividade das empresas no mercado.

Sugerimos, para estudos futuros, a comparação dos resultados deste trabalho com dados reais caso o Projeto de Lei nº 2.337/2021 seja aprovado, de modo a fortalecer e manter os estudos sobre esse tema como uma contribuição significativa para as finanças corporativas.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Ari Ferreira de. **Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira**. 2004. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. doi:10.11606/D.12.2004.tde-28112005-173537. Acesso em: 23 agosto 2024.
- ALVES, Carlos Alberto; SILVA, João Pedro. **Impactos da reforma tributária na competitividade das empresas brasileiras**. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v. 77, n. 4, p. 801-822, 2023.
- AMARAL JUNIOR, J. B. C.; PIERI, R.; Sampaio, J. O.; Bark, M.; Arruda, J. M.; Slavov, T. **Análise Empírica Dos Juros Sobre Capital Próprio Na Estrutura De Capital Das Empresas Listadas Na Bolsa De Valores** (July 18, 2023). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4514038>. Acesso em: 20 agosto 2024.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro** (9ª ed.). São Paulo: Atlas, 2007.
- BAKER, M.; WURGLER, J. **Market timing and capital structure**. The Journal of Finance. v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.
- BENNINGA, Simon. Financial Modelling. 4. ed. Cambridge: MIT Press, 2014.
- BRASIL. **Projeto de Lei nº 2337, de 2021**. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda das Pessoas Físicas, das Pessoas Jurídicas e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/propostas-legislativas/2298261>. Acesso em: 8 julho 2024.
- BREALEY, R. A., MYERS, S. C., & ALLEN, F. **Principles of Corporate Finance** (13th ed.). New York: McGraw-Hill, 2019.
- BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, C. M. **Financial Management: Theory and Practice** (Eleventh Edition). South-Western Cengage Learning, United States of America, 2005.
- BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. **Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil**. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, n. 43, p. 9-19, 2007.
- BRYMAN, Alan. **Social research methods**. Oxford university press, 2016.
- CALDAS, R. V. **Desafios e transformações na comunicação com investidores: uma análise temática das narrativas organizacionais de uma empresa de petróleo / Rodrigo Vereza Caldas; orientadora: Alessandra de Sá Mello da Costa**. – 2024. 146 f.: il. color; 30 cm Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2024. Disponível em: Acesso em: 23 set 2024.

CARÍSSIMO, Cláudio Roberto et al. **Relação do risco político no custo de capital nos laudos de avaliação das sociedades anônimas brasileiras: evidências para FDI e F&A.** Revista de Contabilidade da UFBA, v. 18, n. 1, p. e2403-e2403, 2024.

CARVALHO, Ana Maria; FERREIRA, Maria José. **A reforma tributária e seus efeitos na distribuição da renda no Brasil.** Estudos Avançados, São Paulo, v. 38, n. 112, p. 147-162, 2024.

CASTAÑEDA, Suly Sendy Pérez; BONILLA, Blanca Estela Hernández; HERNÁNDEZ, Noé Chávez. **EVA, PDC y Escudo Fiscal en el Ramo de Biotecnología, de 2019 a 2022.** Revista Latinoamericana de Investigación Social, v. 7, n. 1, p. 26-46, 2024.

COLOMBO, J. A., & CALDEIRA, J. F. **The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: Evidence from a natural experiment.** Journal of Corporate Finance, 50, 402-423, 2018.

CRESWELL, J. W.; PLANO-CLARK, V. L. **Pesquisa de métodos mistos.** 2. ed. Porto Alegre: Penso, 2013.

CRUZ, José Stephany da. **Fatores relevantes para a estrutura de capital das empresas de setores regulados listadas na B3.** 2024. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. 2024. Disponível em: <https://repositorio.ufrn.br/handle/123456789/60011>

DA SILVA, Mirian Mara Batista; PINHEIRO, Laura Edith Taboada; CORDEIRO, Fernanda Alves. **Diferentes Proxies Geram Resultados Distintos? Uma Análise Sob A Relação Entre Estrutura De Capital E Agressividade Tributária.** Anais do Seminário Científico do UNIFACIG, n. 6, 2020.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance.** John Wiley & Sons, 2012.

DE CAMPOS, Mateus Franco. **O impacto dos fundos de private equity na estrutura de capital das empresas investidas.** [sn], 2024. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Estadual de Campinas. Campinas. 2024. Disponível em: https://www.repositorio.unicamp.br/API_repositorio_digital/arquivo?p=S3YXQoJsBLYmqfl1MzZWTHYrDTmtF17gWdg8zVuCMRe2HBmXCBZCeWNCmW3LofKwuN7IqFIbrZlkhOxPnCNleXFX0SApt0Ct1ZTRq6d5fdu7%2F6vjKQD6tERGH1ObICAWqR5Awe50xIWRMtQykAfBwKP7v6YOC2fkTsnUD0bNtUGNxtlHytmlEyjMtTq2z21tAoT0N6wLAQ%2BqKKEhJ3TDGdN%2BKopYYAHzkucNHtl2c6t8MVewOHlMrQta%2BkjLBcsqEBKAathYrjx5s%2BmCLDnWBg%3D%3D

DE CARVALHO, R. G. **O processo econômico decisório no contexto da Inteligência Artificial.** Seven Editora, p. 318-337, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.56238/sevened2024.026-021>. Acesso em: 23 set 2024.

DE LUNETTA, Avaetê; GUERRA, Rodrigues. **Metodologia da pesquisa científica e acadêmica.** Revista OWL (OWL Journal)-Revista Interdisciplinar de Ensino e Educação, v. 1, n. 2, p. 149-159, 2023.

DE OLIVEIRA NETO, João Paulino. **Princípio Federativo e as dívidas judiciais dos entes subnacionais: a inconstitucionalidade da Selic como índice de correção e juros de precatórios.** Revista Tributária e de Finanças Públicas, v. 158, 2024.

DE SOUZA, Júlio César Mendes; DO PRADO, José Willer. **Impact of capital structure on performance from a pecking order perspective: evidence from panel data of Brazilian publicly traded companies before and during the COVID-19 pandemic.** Revista de Gestão e Secretariado, v. 15, n. 2, p. e3455-e3455, 2024.

DEANGELO, H., & MASULIS, R. W. **Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation.** Journal of Financial Economics, 8(1), 3-29, 1980.

DO BREVIÁRIO, Álaze Gabriel. **FUSÕES E AQUISIÇÕES:** Uma revisão da literatura. Aten@-Revista Digital de Gestão & Negócios-, v. 1, n. 5, 2023. Disponível em:

<https://periodicosunimes.unimesvirtual.com.br/index.php/gestaoenegocios/article/view/1393/1261>. Acesso em: 23 set 2024.

EFING, A. C.; KANIESKI, E. L. **Moda tax:** a tributação como instrumento de controle do consumo e desenvolvimento sustentável. Revista Jurídica Cesumar-Mestrado, v. 24, n. 1, p. 267-283, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.17765/2176-9184.2024v24n1.e12430>. Acesso em: 23 set 2024.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. **Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt.** Review of financial studies, p. 1-33, 2002.

FERNANDES, J. W. R. **Democracia, orçamento público e benefícios fiscais.** 2024. 127 f. Dissertação (Programa Stricto Sensu em Direito) - Universidade Católica de Brasília, Brasília, 2024. Disponível em: <https://btdt.ucb.br:8443/jspui/bitstream/tede/3488/2/Jos%c3%a9FernandesDissertacao2024.pdf>. Acesso em: 23 set 2024.

FERRARI, E. O. **Os efeitos da MP 579/2012 sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas que compõem o índice de energia elétrica listadas na B3.** 2022. 69 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel. Disponível em: https://tede.unioeste.br/bitstream/tede/6367/5/Emerson_Ferrari.2022.pdf. Acesso em: 23 set 2024.

FERRARI, E. O. **Os efeitos da MP 579/2012 sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas que compõem o índice de energia elétrica listadas na B3.** 2022. 69 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel. Disponível em: https://tede.unioeste.br/bitstream/tede/6367/5/Emerson_Ferrari.2022.pdf. Acesso em: 23 set 2024.

FISCHER, Marcel; JENSEN, Bjarne Astrup. **The tax shield increases the interest rate.** Journal of Banking & Finance, v. 161, p. 107096, 2024.

- FORMIGONI, Henrique. **A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008. Doi:<https://doi.org/10.11606/T.12.2008.tde-13012009-155610>. Acesso em: 24 agosto 2024.
- GADELHA, Annelise Fernandes *et al.* **Nível de tributação e estrutura de capital: evidências com incentivos fiscais no Brasil**. XVI SEMEAD–Seminários em Administração, 2013.
- GIBIN, Vinicius Peliser *et al.* **Determinantes da estrutura de capital de empresas do agronegócio no mercado acionário brasileiro**. Enfoque: Reflexão Contábil, v. 42, n. 1, p. 53-68, 2023.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. Editora Atlas SA, 2008.
- GODOI, Marciano Seabra de; FERRAZ, Andréa Karla. **Planejamento tributário e simulação: estudo e análise dos casos Rexnord e Josapar**. Revista Direito GV, v. 8, p. 359-379, 2012.
- GRAHAM, J. R. **How Big Are the Tax Benefits of Debt?** Journal of Finance, 55(5), 1901-1941, 2000.
- GRAHAM, J. R. **Taxes and Corporate Finance: A Review**. Review of Financial Studies, 16(4), 1075-1129, 2003.
- GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R. **The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field**. Journal of financial economics, v. 60, n. 2-3, p. 187-243, 2001.
- GUJARATI, Damodar N. **Essentials of econometrics**. Sage Publications, 2021.
- HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. **The theory of capital structure**. the Journal of Finance, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- JENSEN, M.C., MECKLING, W.F. **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure**. J. Financ. Econ. 3, 305–360, 1976.
- JESUS, Filipa; DE CAMPOS AMORIM, José. **Taxation of corporate income in Portugal, Germany, Belgium, the Netherlands and Luxembourg Tributação dos rendimentos empresariais em Portugal, na Alemanha, na Bélgica, na Holanda e no Luxemburgo**. Accounting and Taxation (IWAT2024), p. 114, 2024.
- JORDAN, Bradford D.; ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. **Fundamentals of corporate finance**. McGraw Hill, 2003.
- JOSEF, Bruna Scacciotti. **Estratégias de planejamento tributário e reorganizações societárias**. 2024. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade Presbiteriana Mackenzie. Faculdade de Direito. 2024 Disponível em: <https://adelpha-api.mackenzie.br/server/api/core/bitstreams/bcff1ff0-085a-4ecc-ad4c-427e878c3090/content>

KAYO, Eduardo K.; KIMURA, Herbert. **Hierarchical determinants of capital structure**. Journal of banking & finance, v. 35, n. 2, p. 358-371, 2011.

KRAUS, A., & LITZENBERGER, R. H. **A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage**. Journal of Finance, 28(4), 911-922, 1973.

LANA, M. I.; BRESSAN, V. G. F. **Estrutura de capital dos bancos brasileiros e a recessão econômica de 2020/2021 NO BRASIL**. In: Anais do IV International Conference in Management and Accounting–ICMA, VII Congresso de Gestão e Controladoria–Cogecont, V Congresso de Ciências Contábeis e VII Congresso de Iniciação Científica. p. 117. 2022. Disponível em: Acesso em: 23 set 2024.

LARA, José Edson; MESQUITA, José Marcos Carvalho. **Estrutura de Capital e Rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós Plano Real**. Contabilidade Vista & Revista, v. 19, n. 2, p. 15-33, 2008.

LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. **Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation**. The journal of Finance, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

LEOTE, Francisco; FILA, Luzia; TEIXEIRA, Nuno. **Determinantes da estrutura de capital dos bancos: evidências de Angola**. 2024. Trabalho apresentado em Jornadas Hispanolusas de Gestión Científica, 24-27 janeiro de 2024, Ceuta, Espanha. Disponível em: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/49920>, Acesso em: 12 ago 2024.

LIMA, Emanuel Marcos; DE MORAIS LIMA, Jessica. **Incentivo Público Às Empresas Para Utilizarem Os Tributos Como Estrutura De Capital**. Revista Foco, v. 15, n. 3, p. e403-e403, 2022.

LIMA, S. L. L. D. **Efeito da estrutura de capitais na relação entre risco idiossincrático e desempenho de mercado**. 2023. 129f. Tese de Doutorado em Gestão de Finanças da Universidade do Minho Escola de Economia e Gestão em Portugal. Disponível em: Acesso em: 23 set 2024.

LONZETTI, R.; ASSIS, N. A. D.; GOMES, E. L. D. O.; ZAPPELLINI, M. B. **Análise do impacto do programa de fomento às empresas prestadoras de serviço de comunicação multimídia (PSCM) no crescimento das empresas em Santa Catarina**. REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre), v. 30, n. 2, p. 1100-1126, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1413-2311.407.137042>. Acesso em: 23 set 2024.

MACHADO, K.G.; FREITAS, T. R. **Impacto da alavancagem financeira no desempenho das empresas brasileiras durante a pandemia da COVID-19**. Revista Linceu On-Line, v. 13, n. 1, p. 75-95, 2023. Disponível em: https://liceu.emnuvens.com.br/LICEU_ON-LINE/article/view/1918/1200. Acesso em: 23 set 2024.

MADUREIRA, Lucas Porto de et al. **Uma análise bibliométrica sobre Estrutura de capital no Brasil no período de 2018 a 2022**. 2024. Trabalho de Conclusão de Curso. Bacharel em Ciências Contábeis. Universidade Federal de Uberlândia.

Uberlândia, 2024. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/41916>. Acesso em: 12 ago 2024.

MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction**. American Economic Review, 53(3), 433-443, 1963.

MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**. American Economic Review, 48(3), 261-297, 1958.

MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. **Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have**. Journal of Financial Economics, 13(2), 187-221, 1984.

MYERS, Stewart C. **Capital structure**. Journal of Economic perspectives, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.

OLIVEIRA, Denis dos Reis et al. **Parcelamento de tributos federais: uma análise sob a ótica da estrutura de capital das empresas com negociação na B3**. 2020. 71p. Contabilidade e Controladoria - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2020. doi: 10.14393/ufu.di.2020.327. Acesso em: 23 agosto 2024.

PAMPLONA, E.; AMES, A. C; SILVA, T. P da. Estrutura de capital e financial distress em empresas familiares e não familiares brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [S. l.], v. 17, n. 44, p. 17–32, 2020. DOI: 10.5007/2175-8069.2020v17n44p17. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2020v17n44p17>. Acesso em: 23 set. 2024.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens. **Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas**. Revista de Administração Contemporânea, v. 7, p. 9-35, 2003.

PINHEIRO, Camila Sforcin. **Alavancagem e Velocidade de Ajuste da Estrutura de Capital: Análise das empresas pertencentes aos países do BRICS e seus impactos regionais**. 2024. 130 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2024. DOI <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2024.232>.

PINTO, Alexandre Evaristo. **Efeitos tributários indutores na forma de financiamento da atividade empresarial: contribuição ao estudo sobre os efeitos da tributação sobre a estrutura de capital das sociedades empresárias**. 2020. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2020. doi: 10.11606/T.2.2020.tde-22032021-225843. Acesso em: 22 agosto 2024.

POHLMANN, Marcelo Coletto. **Contribuição ao estudo da classificação interdisciplinar da pesquisa tributária e do impacto da tributação na estrutura de capital das empresas no Brasil**. 2005. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, University of São Paulo, São Paulo, 2005. doi:10.11606/T.12.2005.tde-24102008-151826. Acesso em: 23 agosto 2024.

POHLMANN, Marcelo Coletto; DE IUDÍCIBUS, Sérgio. **Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil**. Revista Contabilidade & Finanças, v. 21, p. 1-25, 2010.

RAJAN, R. G., & ZINGALES, L. **What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data**. Journal of Finance, 50(5), 1421-1460, 1995.

RAMOS, A. B. L. D. S. F. **Paradigma dos paraísos fiscais: o caso português da Zona Franca da Madeira e o papel das instituições europeias e internacionais face aos paraísos fiscais**. 2023. Dissertação de Mestrado. Disponível em: Acesso em: 23 set 2024.

RICHARDSON, Roberto Jarry *et al.* **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1985.

ROSITO, E. M. **Efeito da agressividade tributária na política de dividendos das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão SA (B3)**. 2022. 108F. Dissertação Mestrado (Mestre em Controladoria e Contabilidade). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 2022. Disponível em: Acesso em: 23 set 2024.

ROSS, S. A. **The determination of financial structure: the incentive-signalling approach**. The Bell Journal of Economics, 8(1), 23-40, 1977.

ROSS, S. *et al.* **Fundamentos de administração financeira**. 13. ed. Porto Alegre: Bookman, 2022.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B.D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2000.

SALGADO, Nuno José Oliveira. **A política de dividendos na maximização do valor da empresa: evidência empírica nas empresas cotadas na Euronext Lisboa**. 2024. Dissertação de Mestrado (Mestre em Gestão). Universidade Lusíada. Vila Nova Farmalicao. 2024. Disponível em: <http://hdl.handle.net/11067/7612>

SANTOS, G. V. F.; LEISMANN, E. L. **A abertura de capital da caixa e os fundamentos de uma ipo com base no FCD - Fluxo De Caixa Descontado**. Revista de Ciências Empresariais da UNIPAR, [S. l.], v. 21, n. 2, 2020. DOI: 10.25110/receu.v21i2.8020. Disponível em: <https://unipar.openjournalsolutions.com.br/index.php/empresarial/article/view/8020>. Acesso em: 23 set. 2024.

SHYAM-SUNDER, Lakshmi; MYERS, Stewart C. **Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure**. Journal of financial economics, v. 51, n. 2, p. 219-244, 1999.

SILVA, Carlos Eduardo; OLIVEIRA, Marcos Vinicius. **Impactos da reforma tributária na arrecadação de tributos no Brasil**. Revista Brasileira de Finanças Públicas, Brasília, v. 17, n. 34, p. 23-48, 2023.

SILVA, Claudia Vasconcellos; NAKAMURA, Wilson Toshiro. **IMPACTO DO DESEMPENHO ESG NO VALOR E CUSTO DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS (2015-2022)**. Revista Contemporânea, v. 4, n. 11, p. e6560-e6560, 2024.

SOSCHINSKI, Caroline; AMES, Alice Carolina; BEUREN, Ilse. **Relação entre Estratégia de Negócios e Estrutura de Capital**. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC), v. 18, n. 1, 2024.

TCHIMUHENGUELE, Domingos. **IMPACTO DA ALTERAÇÃO FISCAL DE 2019 NO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBON**. RECIMA21-Revista Científica Multidisciplinar-ISSN 2675-6218, v. 5, n. 10, p. e5105674-e5105674, 2024.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso: Planejamento e métodos**. Bookman editora, 2015.

YOSHIDA, Ernesto. **Referências de mercado, as 60 empresas que lideram seus setores no Brasil**. Revista Veja, Brasil, 26 abr. 2024. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/referencias-de-mercado-as-60-empresas-que-lideram-seus-setores-no-brasil>. Acesso em: 02 set. 2016.