

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

PAULO HAROLDO MONTEIRO SALDANHA

CUSTO DE CAPITAL, AGRESSIVIDADE FISCAL E *COMPLIANCE*

**VITÓRIA
2020**

PAULO HAROLDO MONTEIRO SALDANHA

CUSTO DE CAPITAL, AGRESSIVIDADE FISCAL E COMPLIANCE

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Profa. Dra. Nádia Cardoso
Moreira

**VITÓRIA
2020**

PAULO HAROLDO MONTEIRO SALDANHA

CUSTO DE CAPITAL, AGRESSIVIDADE FISCAL E COMPLIANCE

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em: 31 de março de 2020

COMISSÃO EXAMINADORA

Profa. Dra. NADIA CARDOSO MOREIRA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. GERCIONE DIONIZIO SILVA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. POLIANO BASTOS DA CRUZ
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

É justo e perfeito agradecer a conclusão deste mestrado a DEUS que me concedeu a saúde e a inteligência para ter condições de absorver os conhecimentos e as técnicas da pesquisa científica. A minha esposa Tilde, pela sua paciência e compreensão diante das minhas ausências. A minha filha Laís, que distante torcia pelo sucesso deste trabalho. A minha mãe Andreлина e ao meu sogro Antonio Gomes Veloso (Bacana), pela torcida. Agradeço a minha equipe de trabalho, que nas minhas ausências souberam me substituir com profissionalismo e responsabilidade. Igualmente agradeço a todos os professores e colegas do mestrado, cujo apoio e amizade sempre estiveram presentes em todos os momentos nesse período de convívio e de crescimento intelectual, e nas calorosas discussões.

Se os fatos não se encaixam na teoria,
modifique os fatos e se você não consegue
explicar algo de forma simples, você não
entendeu suficientemente bem.

Albert Einstein

RESUMO

Este trabalho investigou se o *compliance* atenua os riscos decorrentes da agressividade fiscal e, se ao atenuar este risco, provoca um efeito redutor no custo do capital total das empresas. Para atender ao objetivo desta pesquisa, analisou-se uma amostra das empresas brasileiras listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3), formadas por dois grupos, um grupo das empresas com indícios de *compliance* e o outro grupo de controle formado pelas empresas sem indício de *compliance*. Os dados foram coletados do software econômica e Sinc – Sistema de Informações Corporativas e Formulário de Referência. O ano analisado foi 2018 e o total observado da amostra foi de 138. Os resultados mostram que a *Effective Tax Rate* (ETR) e *Book Tax Rate* (BTD) não foram significativos, dado outros fatores constantes, a agressividade fiscal, por si só, parece não influenciar no custo total de capital. Por outro lado, o *compliance* apresentou relação negativa e significativa com o custo total de capital. Porém, para níveis mais elevados, a relação é decrescente, o que pode se pressupor a adoção primeiramente de itens de *compliance* considerados mais importantes. Relação similar foi identificada nas empresas com agressividade fiscal medida pela ETR e quando medida pela BTD a relação não foi significativa. Estes resultados sugerem que alguns itens de *compliance* são mais importantes para reduzir a percepção de riscos e quando atendidos, a agressividade fiscal pode não se transformar em um problema legal, e o custo total de capital poder ser reduzido.

Palavras-chave: *Compliance*. Agressividade Fiscal. Custo Total de Capital (WACC). Custo da Dívida. Custo de Capital Próprio.

ABSTRACT

This work investigated whether *compliance* the risks arising from fiscal aggressiveness and, if mitigating this risk, it causes a reducing effect on the total cost of capital To achieve the objective of this research, we analyzed a sample of Brazilian companies listed in Brazil, Bolsa, Balcão (B3), formed by two groups, one group of companies with evidence of *compliance* and the other control group formed by companies without evidence of *compliance*. The data were collected from the econômica software and CVM's Sinc - Corporate Information System and Reference Form. The year analyzed was 2018 and the total final observed in the sample was 138. The results show that the Effective Tax Rate (ETR) and Book Tax Rate (BTD) were not significant, given other constant factors, fiscal aggressiveness, by itself, does not seem to influence the total cost of capital. On the other hand, compliance showed a negative relationship in the total cost of capital. However, for higher levels, the ratio is decreasing, which may presuppose the adoption of compliance items considered more important. A similar relationship was identified in companies with fiscal aggressiveness measured by ETR and when measured by BTD the relationship was not significant. These results suggest that some compliance items are more important to reduce the perception of risks and when met, fiscal aggressiveness may not become a legal problem, with effect at a lower total cost of capital.

Key words: *Compliance*; Fiscal Aggressiveness;. Total Cost of Capital (WACC); Cost Of Debt; Cost of equity

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	8
1 INTRODUÇÃO.....	8
Capítulo 2.....	12
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	12
2.1 AGRESSIVIDADE FISCAL.....	12
2.2 CUSTO TOTAL DE CAPITAL (WACC).....	16
2.3 <i>COMPLIANCE</i>	18
Capítulo 3.....	24
3 METODOLOGIA.....	24
3.1 DEFINIÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA.....	24
3.2 VARIÁVEIS E TESTES.....	25
Capítulo 4.....	36
4 RESULTADO DA PESQUISA.....	36
4.1 RESULTADO DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	36
4.2 TESTES E ANÁLISES.....	39
4.3 RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO.....	44
Capítulo 5.....	47
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	47
REFERÊNCIAS.....	49
APÊNDICE A – Lista de verificação de divulgação de gerenciamento de risco de <i>compliance</i>.....	60

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho investigou se o *compliance* atenua os riscos decorrentes da agressividade fiscal e, se ao atenuar estes riscos, pode provocar um efeito redutor no custo total de capital das empresas, sendo o ambiente brasileiro favorável em vista da publicação da Instrução Normativa n 586 (2017), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que obrigou as empresas brasileiras, listadas na bolsa de valores, a publicarem o gerenciamento de riscos de *compliance* e por apresentar um cenário de corrupção, segundo Padula e Albuquerque (2018), colaboram para a fuga dos recursos financeiros e a desvalorização das empresas pela falta de confiabilidade e credibilidade.

O *compliance* disciplina o cumprimento das normas, visando mitigar os riscos legais e normativos (Ribeiro & Diniz, 2015), combater a corrupção (Perera, Freitas, & Imoniana, 2014), estimular a redução da agressividade fiscal (Desai, 2005), assim como está associado à reputação, avaliação de mercado da empresa, desempenho financeiro e menor custo de capital (Goh, Lee, Lim, & Shevlin, 2016); Kim, Li e Zhang, (2011); Florio e Leoni, 2017; Cao, Myers, Myeres e Omer, (2015); Chen, Chan, Dong e Zhang, (2017).

Estudos semelhantes na literatura brasileira e internacional não foram identificados, contudo este trabalho, sustentou-se nos estudos de Goh *et al.* (2016) e Lim (2011), que verificaram, respectivamente, o efeito da agressividade fiscal no custo de capital próprio e no custo da dívida e nos estudos de Street e Gray (2002) que mensuraram o *compliance* contábil as normas internacionais.

O custo do capital próprio e da dívida compõe o custo total de capital, influenciando as operações e a lucratividade das empresas (Neto, Lima, & Araujo, 2008; Easley & O'Hara, 2004). Devido a essa influência, a agressividade fiscal é uma estratégia utilizada para reduzir os impostos vez que, favorece o fluxo de caixa, Wilson (2009), maximiza o valor de mercado da empresa, desde que os riscos sejam monitorados (Hanlon & Heitzman, 2010; Martinez, Ribeiro, & Funchal, 2015).

Como uma forma do planejamento tributário, a agressividade fiscal, explora as incertezas da legislação tributária para reduzir os impostos (Tang & Firth, 2011; Hanlon & Heitzman, 2010). Essa redução pode gerar riscos legais diferenciados, devido ao grau de sustentabilidade jurídica que as transações são envolvidas (Lietz, 2013). Esses riscos estão relacionados à exigência futura dos impostos reduzidos, se contestado pela autoridade fiscal, sendo este risco um moderador do valor da empresa (Guenther, Matsunaga, & Williams, 2016; Drake, Lusch, & Stekelberg, 2019).

Neste contexto, Goh *et al.* (2016) justificam que a redução do imposto e um forte monitoramento estão associados a um menor custo de capital próprio. Hasan, Hoi, Wu e Zhang (2014) afirmam que os detentores da dívida elevam o custo da dívida em função do risco que a agressividade fiscal ocasiona. Lim (2011) argumenta que o custo da dívida em relação à agressividade fiscal é reduzido, se a empresa possuir um alto nível de investidores institucionais. Florio e Leoni (2017) defendem que níveis avançados de gerenciamento de risco proporcionam melhor desempenho financeiro e avaliação de mercado.

Pelo exposto, verifica-se que, o efeito da agressividade fiscal sobre os custos do capital próprio e da dívida, pode ser positivo e negativo, sendo que este efeito dependerá do nível de gerenciamento de risco (Goh *et al.*, 2016; Hasan *et al.*, 2014;

Lim, 2011). Notadamente, salienta-se que o *compliance* é um meio utilizado para a mitigação desse risco que, por sua vez, favorece o desempenho financeiro e a reputação empresarial (Ribeiro & Diniz, 2015, Florio & Leoni, 2017). Motivos que motivaram a seguinte questão de pesquisa: O custo total de capital é reduzido pela interação do *compliance* com a agressividade fiscal? Pois a intenção é identificar se o *compliance* tem força para atenuar os riscos da agressividade fiscal e se provoca um efeito redutor no custo do capital total das empresas.

Com efeito, a deficiência dos controles internos e a falta de confiabilidade nos relatórios financeiros e de conformidade provocam elevação no custo da dívida (Dhaliwal, Hogan, Trezevant, & Wilkins, 2011). Além disso, a sinalização de reputação corporativa, o comprometimento com o comportamento ético e o código de conduta estão associados a um melhor desempenho financeiro e um menor custo de capital próprio (Chen, Chen, & Wei, 2009; Dhaliwal & Hogan, 2011; Trezevant & Wilkins, 2011; Verschoor, 1998; Ashbaugh, Collins, Kinney, & LaFond, 2009).

Estudos produzidos no Brasil identificaram que o custo da dívida pode ser reduzido, para as empresas como um melhor padrão de governança corporativa (Fonseca & Silveira, 2016) e que a sinalização de reputação corporativa, tais como evidenciação social e inclusão na carreira de sustentabilidade empresarial, contribui para a redução do risco e do custo de capital próprio (Calegari, Gonçalves, Serrano, & Rodrigues, 2016; Guimarães & Nossa, 2018).

Para responder à questão da pesquisa e atender o objetivo foi utilizada como amostra as empresas brasileiras listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no ano de 2018, porque neste ano se tornou obrigatória a apresentação do relatório de conformidade à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O ano de 2019 não foi analisado, porque o Formulário de Referência só é disponibilizado em maio do ano

seguinte. A amostra foi formada por dois grupos, um grupo das empresas com indícios de *compliance*, evidenciado com base no formulário de referência da CVM e o outro grupo de controle formado pelas empresas sem indícios de *compliance*.

Atenuar os riscos e inspirar a confiança nos negócios é a finalidade do *compliance*, segundo Ribeiro e Diniz (2015) e a agressividade fiscal gera riscos se questionada pela autoridade tributária, uma vez que não é mencionada na legislação tributária brasileira Martinez e Coelho (2016) e Martinez (2017). Assim sendo busca-se, com este trabalho, contribuir com a literatura, ao evidenciar a relevância do *compliance* como mecanismo de mitigação dos riscos legais, associados à agressividade fiscal presente nas empresas brasileiras.

O *compliance* foi identificado no Formulário de Referência, utilizando-se uma lista verificação, em seguida foi aplicado o modelo de acumulação de índices e após as empresas foram agrupadas por níveis de *compliance* e a agressividade fiscal foi verificada pelas *proxies Effective Taxa Rate (ETR)* e o *Book-Tax Differences (BTD)*. Os resultados sinalizaram que as empresas com adoção dos principais itens de *compliance* têm, em média, um menor custo total de capital, com o aumento da agressividade fiscal mensurada pela *ETR*. Depois de certo nível, o *compliance* não é forte o suficiente para reduzir a percepção de risco da agressividade fiscal pelo mercado e provocar um custo total de capital ainda menor, e quando a agressividade fiscal foi mensurada pela *BTD* os resultados não foram significativos.

Capítulo 2

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 AGRESSIVIDADE FISCAL

O planejamento tributário está associado ao acréscimo no fluxo de caixa devido a redução dos tributos, segundo Wilson (2009), afetando o desempenho financeiro da empresa (Blaylock, Shevlin, & Wilson, 2012), o que é bem visto pelos investidores (Graham & Tucker, 2006), porém as ações do planejamento tributário percorrem uma linha contínua, na qual em uma extremidade os tributos são reduzidos aplicando a lei, no meio são utilizados arranjos artificiais, sem, porém, a clareza de ser ou não legal, e na outra extremidade as ações evasivas e fraudulentas (Hanlon & Heitzman, 2010).

As ações do planejamento tributário são formadas por um conjunto de técnicas das quais se destacam a elisão fiscal, evasão fiscal e agressividade fiscal, diferenciando-se uma da outra pelo grau de sustentabilidade jurídica que a transação estiver envolvida Lietz (2013). Essas técnicas assumem os mais variados graus de licitudes e com diversas consequências (Martinez & Reinders, 2018).

Em uma ponta, a linha contínua do planejamento tributário, a elisão fiscal se utiliza dos meios legais para reduzir os impostos, Moreira (2003), explorando a incerteza da legislação tributária para escolher a opção mais vantajosa e legal (Tang & Firth, 2011; Hanlon & Heitzman, 2010). Na outra extremidade, a evasão fiscal com ações visando à economia de tributos de forma ilícita, após a ocorrência do fato gerador com a utilização de fraude, sonegação e simulação, e seu efeito está relacionada à redução da transparência corporativa (Armstrong et al., 2015).

A agressividade fiscal se enquadra nos argumentos de Hanlon e Heitzman (2010) como arranjos artificiais sem a clareza de ser ou não legais. Sendo a adesão às ações fiscais arriscadas e com argumentações relativamente fracas, beirando o limite da ilegalidade (Frischmann, Shevlin, & Wilson, 2008). Ações, estas, que se movem nos limites da legalidade com risco de penalidades impostas pela autoridade fiscal Lietz (2013).

As normas tributárias brasileiras não fazem referência ao planejamento tributário agressivo, o que dificulta o entendimento do que é válido fazer para reduzir, postergar ou afastar a incidência de tributos, assim a agressividade fiscal não é abusiva e nem evasiva, estando sujeita a questionamentos pela autoridade tributária (Martinez & Coelho, 2016; Martinez, 2017).

Conforme dito anteriormente, não existe consenso na literatura quanto à definição de ações fiscais agressivas (Hanlon & Heitzman, 2010), variando da legalidade aos paraísos fiscais abusivos (Lisowsky, Robinson, & Schmidt, 2010). Contudo, a agressividade fiscal não implica na ilegalidade, pois as métricas utilizadas pela literatura não demonstram o envolvimento em evasão fiscal (Lisowsky, Robison, & Schmidt, 2013). Nestas circunstâncias, utilizou-se para capturar a agressividade fiscal deste trabalho a *Effective Tax Rate (ETR)* e o *Book-Tax Differences (BTD)*.

A *Effective Tax Rate (ETR)* é uma medida que capta a alíquota efetiva de tributos, indicando o nível da agressividade fiscal. Quanto menor a alíquota, mais agressiva é a empresa. Essa medida é obtida pela divisão das despesas totais com os tributos pelo lucro antes dos impostos, (Hanlon & Heitzman, 2010; Chen, Chen, Cheng, & Shevlin, 2010; Minnick & Noga, 2010).

Embora a ETR seja amplamente utilizada como *proxy* de agressividade fiscal, esta métrica apresenta algumas limitações, segundo Hanlon e Heitzman (2010), ela não considera os benefícios fiscais da dedutibilidade dos juros da dívida, logo empresas sem restrição financeira evitam mais impostos em relação à empresa com restrição, porque o lucro antes dos impostos é menor. Dunbar, Higgins, Phillips e Plesko (2010) alegam que a despesa total com impostos pode ser composta por impostos correntes diferidos e os contingenciais, decorrentes de benefícios fiscais incertos e da agressividade fiscal, se contestados, o que reduz o lucro tributável. Consequentemente esta métrica não é recomendada para comparação entre empresas.

Estudos que utilizaram a ETR como de Balakrishnan, Blouin e Guay (2018) encontraram evidências de que o aumento da agressividade fiscal reduz a transparência corporativa, sendo que essas empresas enfrentam um *trade-off* entre a redução dos impostos e transparência financeira. Cook *et al.* (2017) identificaram que a agressividade fiscal, caso ampliada ainda mais do que o aceitável pelo acionista, o custo de capital poderá ser elevado.

Além disso, a melhora do gerenciamento tributário está positivamente relacionada ao retorno mais alto aos acionistas (Minnick & Noga, 2010). As medidas de agressividade fiscal não estão associadas ao risco global futuro da empresa (Guenther, Matsunaga, & Williams, 2016), porém é afetada pela qualidade do ambiente de informações internas, empresas com alta qualidade interna de informações apresentaram ETR baixa (Gallemore & Labro, 2015) e é reduzida pelo desempenho da responsabilidade social (Lanis & Richardson, 2015).

Estudos como de Martinez e Martins (2016), encontraram que o aumento da agressividade fiscal, medida pela ETR, está associado à redução do resultado

financeiro e à elevação da alavancagem financeira. Nestas condições aumenta o risco de inadimplência e o custo da dívida (Lim, 2010; Hasan *et al.*, 2014).

O custo da dívida, também, pode ser maior para uma menor agressividade fiscal, segundo Martinez e Silva (2017). O custo de capital é influenciado positivamente pelo planejamento tributário agressivo, caso não haja redução do pagamento dos tributos (Moreira & Silva, 2019).

O *Book-tax differences* (BTD) é a diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável. Essa diferença decorre da desigualdade do tratamento dado pelas normas contábeis e fiscais. Em função dessa desigualdade de tratamento, o gestor pode maximizar os seus interesses adotando políticas que possibilitem o aumento do lucro contábil, para atrair investidores e minimizar o lucro tributável, para evitar os impostos, sendo que quanto maior o valor da BTD, mais baixo é a qualidade do lucro e maior é a agressividade fiscal (Fonseca & Costa, 2017; Martinez & Passamani, 2014).

A BTD fica mais à direita, na extremidade da evasão fiscal (Lisowsky, Robinson, & Schmidt, 2013), é um *proxy* de risco, Mills (1998); é provocada pelo gerenciamento resultado e tributário, Desai (2005); está associada ao abrigo fiscal e gestão tributária estratégica (Frank, Lynch, & Rego 2009) e pode trazer informações relevantes sobre as atividades de evasão fiscal (Wilson, 2009).

Estudos que utilizaram a BTD como o de Kim e Zhang (2011), fornecem evidências de que a agressividade fiscal pode provocar queda nos preços das ações devido à facilitação na extração de alugueis, no gerenciamento de resultado e na acumulação de más notícias, provocando elevação no custo do capital próprio. Lim (2011) examinou o impacto da agressividade fiscal sobre o custo da dívida e seu

efeito de interação com o ativismo dos acionistas, encontrou uma redução do custo da dívida em relação a agressividade fiscal e ao nível dos investidores institucionais.

Estudo semelhante fez Goh *et al.* (2016), que investigaram a associação entre a agressividade fiscal e o custo de capital próprio, descobriram que o investidor cobra uma taxa de retorno mais baixa, para as empresas que evitam impostos tenham um bom monitoramento e uma boa qualidade da informação. Gallemore, Maydew e Thornock (2014) encontraram evidências de que as empresas e seus principais executivos não enfrentam consequências de reputação ao se engajarem em atividades de agressividade fiscal.

2.2 CUSTO TOTAL DE CAPITAL (WACC)

O WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) ou custo médio ponderado de capital, neste estudo tratado como custo total de capital, é a combinação do custo do capital próprio e do custo da dívida. O WACC reflete a expectativa mínima de remuneração das fontes de financiamento, é fundamental no processo de avaliação das empresas e decisões relacionadas aos investimentos (Alencar, 2005; Martins & Martins, 2015).

A teoria financeira diz que o custo de capital é uma função baseada no mercado e nas características do investimento e não do investidor. O custo do capital próprio, em países emergentes, encontra problema para estimá-lo devido à falta de confiabilidade dos dados históricos e à relativa estabilidade das taxas livres de risco, como também à qualidade das informações e a volatilidade dos seus valores (McConaughy, 1999; Neto *et al.*, 2008; Tomazoni & Menezes, 2002).

Neste sentido, quando os custos de agressividade fiscal são superiores aos benefícios, os controles internos são ineficazes, os relatórios financeiros menos confiáveis (Cook et al., 2017; Ashbaugh et al., 2009), vez que estão associados à assimetria da informação pela produção de mais informações privadas e menos informações públicas, o que eleva o custo de capital (Armstrong, Core, Taylor, & Verrecchia, 2011; Easley & O'Hara, 2004).

Por outro lado, o custo de capital pode ser menor quando há divulgação voluntária da responsabilidade social (Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011), redução das informações privadas e aumento das informações públicas (Easley & O'Hara, 2004), melhor monitoramento e maior qualidade de informação Goh *et al.* (2016). A literatura ainda destaca, como redutor do custo de capital, o bom nível de divulgação dos relatórios anuais e a independência e interligação do conselho, assim como a perícia financeira do comitê de auditoria. (Botosan, 1997; Botosan & Plumlee, 2002).

De outro modo, o custo da dívida pode ser menor para a empresa que apresenta uma boa governança corporativa (Fonseca & Silveira, 2016), alto nível de investidores institucionais Lim (2011), alta reputação e menor assimetria da informação Cao *et al.* (2015). Não obstante, o custo da dívida pode ser maior para empresa com resultado financeiro baixo e elevada alavancagem (Martinez & Martins, 2016) e baixa agressividade, considerando que os credores e analistas medem o custo de acordo com a tributação da empresa (Martinez & Silva, 2017).

Observa-se que o custo da dívida é determinado pelas características da empresa, como por exemplo, reputação, auditoria por uma Big4, tamanho, alavancagem, lucratividade, governança, garantias aos empréstimos, emissão de títulos que afetam o risco de inadimplência, os custos de agência e o problema de

assimetria de informação (Bhojraj & Sengupta, 2003; Pittman & Fortin, 2004; Lim, 2011).

2.3 COMPLIANCE

A finalidade do *compliance* é mitigar os riscos legais e regulatórios da imagem e reputação, funcionando como um sistema de controle interno que possibilita maior segurança contábil e jurídica na execução de eventuais operações ilegais (Tomazet, da Silva, Costa, de Souza, & Amorim, 2016; Goldenstein, 2016). O *compliance* inspira confiança nos Stakeholder, valorizando a empresa que opera de forma ética, segundo Ribeiro e Diniz (2015).

O *compliance* estimula a empresa a reduzir a agressividade fiscal, de acordo com Desai (2005). E quando o seu nível é elevado causa um *trade-off* entre decisões contábeis e fiscais, dificultando a agressividade fiscal, reduzindo o gerenciamento fiscal, aumentando a eficiência da informação contábil e o cumprimento das normas (Chan, Lin, & Tang, 2013; Martinez & Leal, 2019).

No Brasil o *compliance* ganhou destaque com a publicação da Lei n. 12.846 de 2013, conhecida como a lei anticorrupção e o Decreto n. 8.420 de 2015 que regulamentou essa lei. Esses instrumentos normatizaram os procedimentos internos de integridade, auditoria e aplicação do código de ética e conduta nas empresas brasileiras.

Em função dessas normas legais a CVM publicou a Instrução Normativa CVM n. 586 de 2017, alterando a Instrução Normativa CVM n. 480 de 2009, com vigência a partir de 02/01/2018 e estabeleceu o gerenciamento de riscos e manutenção dos

controles internos e programas de integridade/conformidade (*compliance*) pelas companhias de capital aberto, listadas na bolsa de valores do Brasil.

Entre outras alterações, essa norma instituiu o Formulário de Referência e fez adequações ao Código de Governança Corporativa. Em consonância com esses ajustamentos, a Brasil, Bolsa, Balcão (B3) alterou o regulamento do novo mercado. Esta alteração está relacionada ao artigo 24 que diz que as companhias devem implantar funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais.

2.3.1 Mensuração do *compliance*

Este estudo mensurou o nível de *compliance* das empresas pelas evidenciações capturadas dos itens 4.1, 5.1, 5.4 e 12.1 do Formulário de Referência, destinados à divulgação do *compliance* conforme estabeleceu a Instrução Normativa CVM n. 480 de 2009, alterada pela Instrução Normativa CVM n. 586 de 2017.

O Nível de *Compliance* Evidenciado, denominado, agora em diante, de NCE foi calculado a partir da utilização de uma lista de verificação, construída com base nos itens destinados ao *compliance* do Formulário de Referência. Após as coletas das evidências foi aplicado o modelo de acumulação de índices para classificar as empresas pelo NCE, e definiu-se que as empresas em *compliance* seria as que atendessem no mínimo, 53% dos itens destinados à divulgação do *compliance*.

A metodologia de mensuração foi apoiada o modelo utilizado para verificar o nível do *compliance* das empresas as normas contábeis nos estudos de Hodgdon *et al.* (2008); Glaum e Street (2003); Street e Gray (2002) e Santos *et al.* (2014). O limite de 53% definido para considerar a empresa em *compliance* foi estabelecido

em função dos resultados da pesquisa de Street e Gray (2002) e mensuração do *compliance* teve como finalidade verificar o nível de gerenciamento dos riscos legais das empresas, diferenciando-se do *compliance* dos estudos que serviram de apoio, vez que verificaram o *compliance* como conformidade as normas contábeis.

Hodgdon, Tondkar, Harless e Adhikari (2008) investigaram a relação entre os erros de previsão de lucros dos analistas e o *compliance* das empresas não americanas com os requisitos de divulgação das normas previstas pela *International Financial Reporting Standards* (IFRS); utilizando uma lista de verificação, documentaram que aumentando o *compliance* com as normas IFRS reduz o erro de previsão dos analistas e a assimetria de informações.

Glaum e Street (2003) examinaram o *compliance* em demonstrações financeiras das empresas alemãs, listadas no Novo Mercado com a *International Accounting Standards* (IAS) e *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP) utilizando lista de verificação, os resultados encontrados revelam um nível médio geral de conformidade nas demonstrações financeiras das empresas alemãs listadas no novo mercado com a IAS e US GAAP.

Os estudos de Street e Gray (2002) investigaram as demonstrações financeiras e notas de rodapé de uma amostra mundial de empresas quanto ao uso do IAS para avaliar a extensão do *compliance* e fornecer evidências dos fatores associados à conformidade, utilizando lista de verificação, identificaram uma não *compliance* dos requisitos de divulgação das normas IAS.

Santos *et al.* (2014) avaliaram o grau de *compliance* das empresas brasileiras com a divulgação prevista pelo IFRS, utilizando lista de verificação, encontraram baixos níveis de conformidade com a divulgação requerida em seus achados.

Outros estudos como de Perera *et al.* (2014) identificaram que a corrupção e a apropriação indébita de ativos são fraudes combatidas com eficiência pelo canal de denúncias, controles internos e *compliance*, mas as fraudes em demonstrativos financeiros são percebidas com precisão pela auditoria externa.

Miyoshi e Nakao (2012) documentaram que o estabelecimento de controles dos riscos tributários provoca uma elevação nos custos de conformidade tributária, porém este custo é compensado pela redução dos riscos. Os controles internos para Chen *et al.* (2016) garantem a confiabilidade dos relatórios financeiros e a conformidade com as leis e regulamentos, e que empresas com controles internos fracos remuneram o capital próprio e da dívida a um custo mais elevado.

Ao examinarem o efeito na estrutura de capital das empresas, decorrente do aumento da conformidade do imposto sobre os livros contábeis e fiscais dos Estados Unidos, Blaylock, Gaertner e Shevlin (2017), descobriram que o aumento provocou elevação na alavancagem e no custo do capital próprio, mas não da dívida. Cao *et al.* (2015) encontraram evidência de um menor custo da dívida para alta reputação e menor assimetria da informação. Hoyt e Liebenberg (2011) investigaram o nível da implementação dos programas de gerenciamento de riscos corporativo e as implicações de valor desses programas, encontraram uma relação positiva entre o valor da empresa e o uso do gerenciamento de riscos.

Chen *et al.* (2009) examinaram o efeito da governança corporativa sobre o custo do capital próprio, em mercados emergentes, e descobriram um efeito significativamente negativo sobre o custo do capital próprio nesses mercados. Dhaliwal *et al.* (2011) examinaram o benefício associado ao início da divulgação voluntária de atividades de responsabilidade social corporativa e descobriram que o

início da divulgação de atividades de responsabilidade social causa redução no custo de capital próprio.

Sobre o sistema de gerenciamento de riscos corporativos, Florio e Leoni (2017) investigaram a existência de relação com o desempenho das empresas listadas na Itália, e os resultados mostraram que níveis avançados de gerenciamento de risco corporativo apresentaram maior desempenho, tanto financeiro quanto em avaliação de mercado. Em seus estudos Verschoor (1998) demonstraram a ligação entre o desempenho financeiro geral e a ênfase na ética como um aspecto da governança corporativa, e identifica que 26,8% das 500 maiores empresas de capital aberto americanas, em seu relatório anual aos acionistas, se comprometem com o comportamento ético em relação a seus *stakeholders* ou enfatizam o cumprimento de seu código de conduta.

Pelo exposto, verificou-se que tanto o aumento, quanto a redução do custo total de capital em relação a agressividade fiscal, estão associados aos níveis de controles internos exercidos pelas empresas. Além disso, observou-se também que a moderação dos riscos legais e regulatórios, da imagem e reputação, por meio da adesão de políticas de conformidade, melhora a avaliação das empresas no mercado. Assim sendo, pode-se desenvolver a seguinte hipótese:

H1: Maior nível de *compliance* modera a relação negativa entre agressividade fiscal e o custo de capital

Espera-se que as empresas com agressividade fiscal e adoção de uma política de *compliance* tenham uma associação negativa com o custo total de capital, dado que empresas em *compliance* mitigam os riscos legais, melhoram a reputação, gozam de uma melhor avaliação pelo mercado, o que é reforçado pelos estudos de Florio e Leoni (2017) que identificaram que empresas com gerenciamento de riscos

apresentam maior desempenho financeiro e melhor avaliação pelo mercado, e de Hoyt e Liebenberg (2011) que encontraram uma relação positiva entre o valor da empresa e o uso do gerenciamento de riscos, e Cao *et al.* (2015) que encontraram evidência de um menor custo da dívida para alta reputação.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 DEFINIÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA

Este trabalho investigou se o *compliance* atenua os riscos decorrentes da agressividade fiscal e, se ao atenuar estes riscos, pode provocar um efeito redutor no custo total de capital (WACC). Para isso foram analisadas as empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no ano de 2018.

A amostra foi dividida entre o grupo de interesse e de controle. O grupo de interesse é composto pelas empresas com evidências de *compliance* e o de controle pelas empresas sem evidências de *compliance*. A evidência de *compliance* foi identificada por meio do Formulário de Referência da CVM, disponível no Sistema de Informações Corporativas (SINC) com o apoio de uma lista de verificação da divulgação de gerenciamento de risco de *compliance*.

Os dados financeiros foram coletados da base de dados do *software* Economática. Os dados utilizados foram de *cross-section* e todas as variáveis referiram-se ao ano de 2018, porque a partir deste ano as empresas passam a obrigatoriedade da divulgação do gerenciamento de riscos e *compliance* no Formulário de Referência da CVM.

Dadas às particularidades da estrutura patrimonial e da regulação específica do Banco Central, os bancos, as seguradoras e os fundos de investimentos foram retirados da amostra. Este procedimento foi adotado para evitar viés na análise (Chiachi & Martinez, 2019; Santos, Ponte, & Mapurunga, 2014; Cupertino, Martinez, & Costa Junior, 2016).

A Tabela 1, a seguir, demonstra a estrutura da seleção dos dados e a classificação das observações validadas para examinar a variável do custo total de capital.

TABELA 1 - SELEÇÃO DA AMOSTRA

Definição	Quantidade
Empresas Brasileiras Listadas na B3 – Ano 2018	344
(-) Empresas com patrimônio líquido e ativo total \leq zero	42
(-) Empresas com ausência de valores	164
(x) Quantidade de anos investigados	1
(=) Quantidade de Observações	138

Fonte: Elaborada pelo Autor

3.2 VARIÁVEIS E TESTES

Foi utilizado o teste de diferença de média (*t de student*), para identificar se o custo total de capital das empresas em *compliance* é em média menor do que o custo total de capital das empresas sem *compliance*.

Na sequência, aplicado o teste de variância ANOVA (*analysis of variance*) para verificar a existência de diferença estatística significativa da variância do custo total de capital entre os grupos de empresas, por níveis de *compliance*. Este procedimento buscou destacar uma possível dispersão entre os grupos e a média, devido à presença de *outliers*. Prosseguindo na análise, serviu-se do teste *post-hoc* de *Tukey HSD (Honestly Significant Difference)* para identificar, entre os grupos comparados, qual apresentou diferença significativa de média do custo total de capital a um nível de confiança de 99% ($p \leq 0,01$).

Prosseguindo, o teste univariado de correlação Pearson, foi utilizado para verificar a direção e grau com que as variáveis se associam linearmente. As

variáveis dependentes e independentes foram *winsorizadas* a 1,5% em cada cauda, com o intuito de corrigir possíveis *outliers*, reduzindo o desvio-padrão das variáveis e a dispersão em torno da média.

O modelo empírico utilizado nesta pesquisa se apoiou nos estudos de Goh *et al.* (2016) que investigaram o efeito da elisão fiscal no custo do capital próprio das empresas americanas, e de Lim (2001) que investigou o impacto da evasão fiscal sobre o custo da dívida e o efeito de interação com o ativismo de acionistas, e de Street e Gray (2002) que mensuraram a conformidade contábil as normas internacionais. Diante do exposto o modelo foi definido da seguinte forma.

Equação (1)

$$WACC_i = \beta_0 + \beta_1 AGREF_i + \beta_2 COMPL + \beta_3 COMPL \times AGGREF_i + \beta_k \sum_{k=4}^9 \text{Controles}_i + \varepsilon_i$$

Sendo: $WACC_i$ custo total de capita, $AGREF$, agressividade fiscal, medida pelas *proxies* ETR e BTD ; $COMPL$, *compliance*, tratado como três *dummies*, sendo atribuído (1) para empresas com NCE situados acima de 53% e 0 para as demais, (2) para empresas com NCE situados acima de 60% e 0 para as demais, (3) para empresas com NCE situados acima de 75% e 0 para as demais, $COMPL \times AGREF$ representam uma *dummy* interativa entre as *dummies* de *compliance* e a agressividade fiscal. Ademais, o conjunto de variáveis de controles foi composto pelo Tamanho, Alavancagem, Endividamento, Idade, ADR, Lucratividade e Volatilidade, Governança Corporativa e BIG4 e ε representa o termo de erro do modelo.

Os coeficientes β_1 , β_2 indicam o efeito da agressividade fiscal e do *compliance*, respectivamente, no custo total de capital. O coeficiente β_3 visa indicar o

efeito da interação do *compliance* na mitigação dos riscos ocasionados pela agressividade fiscal no custo total de capital. Com base no sinal e na significância estatística deste coeficiente foi possível testar a hipótese H1 desta pesquisa.

3.2.1 Variável Dependente Custo Total de Capital

O cálculo do custo total de capital – WACC, foi definido a partir dos trabalhos de Neto *et al.* (2008); Tomazoni e Menezes (2002) e Guimarães e Nossa (2018). Por conseguinte, foram definidos os valores para WACC das empresas analisadas da seguinte maneira:

Equação (2)

$$WACC = Ke \frac{E}{D+E} + Kd \frac{D}{D+E}$$

Sendo: WACC, o custo total de capital; Ke , o custo de capital próprio; Kd , o custo da dívida; E , total do patrimônio líquido e D , total da dívida; $\frac{E}{D+E}$ a participação do capital próprio na estrutura de capital da empresa; $\frac{D}{D+E}$ a participação do capital de terceiro na estrutura de capital da empresa.

O modelo utilizado neste trabalho para cálculo do Ke , equação (3), foi adaptado para o mercado brasileiro com base nos estudos de Neto *et al.* (2008); Tomazoni e Menezes (2002) e Lambert, Leuz e Verrecchia (2007). A definição e as fontes de coletas das variáveis utilizadas para cálculo do Ke estão especificadas no Quadro 1.

Equação (3):

$$Ke_i = Rf + [\beta (Rm - Rf) + \alpha_{BR} + (InfBR - InfEUA)]$$

Sendo: K_e , retorno esperado (custo do capital próprio); R_f , taxa nominal do ativo livre de risco, que neste trabalho foi usado os juros pagos pelos títulos do governo norte americano (T-Bond); β , sensibilidade do retorno do ativo em relação ao mercado ou risco sistemático, como por exemplo: mudanças no cenário econômico; R_m , taxa de remuneração do mercado; $(R_m - R_f)$, prêmio pelo risco de mercado, mede o retorno que o investidor espera obter em uma carteira em relação a taxa livre de risco; α_{BR} , evidência de risco da economia do Brasil e $(Inf_{BR} - Inf_{EUA})$, é a diferença da inflação do ano 2018 do Brasil, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em relação a dos Estados Unidos, medida pelo Índice de Preço ao Consumidor (IPC). Sendo que as inflações do Brasil e dos Estados Unidos foram obtidas dos portais citadas no Quadro 1.

O fator que explica o K_e (custo de capital próprio) medido por este modelo é o beta (β), por ter sido um estudo comparativo entre as empresas, a taxa livre de risco e o prêmio pelo risco de mercado possuem o mesmo valor para todas as empresas, e os demais fatores do modelo são constantes independentemente da empresa analisada (Salmasi & Martelanc, 2009; Lambert *et al.*, 2007)

A taxa livre de risco, segundo Neto *et al.* (2008) é formada pela média das taxas de juros históricas dos títulos públicos, sendo que este modelo é prejudicial para os títulos soberanos do Brasil, porque as taxas apresentam enorme dispersão e não são aceitas como livre de riscos pelo mercado. Por estes motivos, Neto *et al.* (2008) destacam que a taxa dos títulos soberanos dos Estados Unidos é considerada de risco zero. Tomazoni e Menezes (2002) recomendam a utilização dos títulos soberanos dos Estados Unidos de dez anos, porque fica próximo da duração dos fluxos de caixa projetados, aproxima-se da duração do portfólio dos

índices do mercado acionário e, é menos suscetível a mudanças inesperadas de inflação.

O risco país é a diferença do retorno médio diário dos preços dos títulos emitidos por países emergentes, em comparação ao retorno médio dos títulos semelhantes do Tesouro dos Estados Unidos, e é medido pelo EMBI - *Emerging Markets Bond Index* (Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes). O risco Brasil é medido pelo EMBI+ Brasil de acordo com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA. Esta diferença é o prêmio do risco país, definido como o retorno adicional que o investidor exige em acréscimo à taxa de retorno livre de risco, conforme Sanvicente (2015).

Variáveis	Definições	Fonte
Rf – Taxa Livre de Risco – EUA	$R_f = \text{T-Bond 10 anos} / 100$	https://br.investing.com
β – Beta	$\beta = \text{Risco Sistemático do Mercado}$	Economática
Rm – Taxa de Remuneração do Mercado - EUA	$R_m = \text{S\&P500} / 100$ (mede o retorno total para cada ano civil)	http://www.nefin.com.br/
α_{BR} - Risco País - Brasil	$\alpha_{BR} = \text{Risco País-Brasil} / 100$	http://www.ipeadata.gov.br
Inf _{BR}	Inf _{BR} = Taxa Inflação Brasil / 100	http://www.portalbrasil.net
Inf _{EUA}	Inf _{EUA} = Taxa Inflação EUA / 100	http://pt.global-rates.com

Quadro 1 – demonstrativo de cálculo do (KE)

Fonte: Elaborado pelo autor

O custo da dívida (K_d) foi calculado com base na equação (4) apoiado pelos estudos de Ma, Ma e Tian (2017); Pittman e Fortin (2004); Kim, Simunic, Stein e Yi (2011); Sanchez-Ballesta e Garcia-Meca (2011); Lim (2011); Sanvicente (2012). A despesa financeira foi ajustada a 34%, sendo 15% de alíquota e mais 10% de adicional de Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e 9% da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Este ajuste é para eliminar o efeito do benefício fiscal,

gerado pela dívida como dedução dos impostos em função dos juros que, segundo Cunha, Pereira, da Cruz e Rech (2013), pode afetar o valor da empresa, assim deve ser considerado no processo de avaliação, sendo necessário um cálculo que as incorpore na avaliação do custo de capital médio ponderado (WACC).

Equação (4)

$$Kd_i = \frac{DFL_i (1 - 0,34)}{\frac{(PO_{it-1} + PO_i)}{2}}$$

Sendo: Kd_i , custo da dívida; $DFL_i (1-0,34)$, despesas financeiras líquidas dos tributos e PO_{it-1} passivo oneroso no início do período $t-1$ e PO_{it} , passivo oneroso no final do período t .

3.2.2 Variáveis Independentes

A agressividade fiscal foi medida pelas *próxies*: *Effective Tax Rate (ETR)* apoiada pelo estudo de Balakrishnan *et al.* (2018); Chen *et al.* (2010); Lietz (2013) e Martinez e Silva (2017); *Book Tax Differences (BTD)* apoiado pelos estudos Goh *et al.* (2016); Hanlon, Krishnan e Mills (2012); Lim (2011) e Fonseca e Costa (2017) e Martinez e Passamani (2014) e o compliance foi mensurado conforme está descrito no item 3.2.4 adiante

Na Tabela 2 são apresentadas de forma resumida as descrições das *proxies* que foram utilizadas neste estudo.

TABELA 2 - DESCRIÇÃO DAS VARÁVEIS EXPLICADAS E EXPLICATIVAS

PROXY	DESCRIÇÃO	LITERATURA	FONTE	SINAL ESPERADO
WACC	$WACC = Ke \frac{E}{D+E} + Kd \frac{D}{D+E}$	Mcconaughey, 1999; Martins, 2015; Alencar, 2005; Neto, 2007 e Goh <i>et al.</i> (2016)	Economática	
ETR-EFFECTIVE TAX RATE	$ETRI = \frac{IRCSI}{LAIRI} * (-1)$	Balakrishnan <i>et al.</i> (2018); Chen <i>et al.</i> (2010); Lietz (2013);	Economática	Negativo

		Martinez e Silva (2017); Goh <i>et al.</i> (2016); Drake, Lusch e Stekelberg (2019)		
BTD-BOOK TAX DIFFERENCE	$BTD_i = \frac{LAIR - \frac{IRCS_i}{0,34}}{ATTOTAL_{i-1}}$	Goh <i>et al.</i> (2016); Hanlon, Krishnan e Mills (2012); Lim (2011); Fonseca e Costa (2017); Martinez e Passamani (2014)	Econômica	Negativo
COMPLIANCE EVICENCIADO	$NCE_i = \frac{TIE_i}{TIR_i}$ <p>Após a identificação do NCE das empresas, elas serão tratadas como três <i>Dummy</i>, sendo: (1) para empresas com NCE igual e acima 53% e 0 para os demais; (1) para empresas com NCE igual e acima 60% e 0 para os demais e (1) para empresas com NCE igual e acima de 75% e 0 para os demais.</p>	Hodgdon, Tondkar, Harless e Adhikari (2008); Glaum e Street (2003); Street e Gray (2002) e Santos <i>et al.</i> (2014);	Formulário de Referência da CVM	Negativo
INTERAÇÃO COMPLIANCE AGRESSIVIDADE FISCAL *	$INTERAÇÃO = NCE_i * ETR_i$ $INTERAÇÃO = NCE_i * BTD_i$	Hodgdon, Tondkar, Harless e Adhikari (2008); Glaum e Street (2003); Street e Gray (2002) e Santos <i>et al.</i> (2014).	Formulário de Referência da CVM e Econômica	Negativo

WACC é Custo Total de Capital; K_e é o custo de capital próprio; K_d é o custo da dívida; E é o Total do Patrimônio Líquido; D é o Total da Dívida; ETR Próxie para medir a agressividade fiscal; $IRCS$ é a soma do Imposto de Renda mais a Contribuição Social Sobre o Lucro $LAIR$ é o Lucro Antes do Imposto de Renda; BTD próxie dois para medir a agressividade fiscal; $LAIR$ é o lucro Antes do Imposto de Renda. $ATTOTAL$ é o Ativo Total; NCE é o Nível de *Compliance* Evidenciado; TIE é o Total de Itens Evidenciados; TIR é o Total de Itens Requeridos. Fonte: Elaborado pelo autor

3.2.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle utilizadas neste trabalho para reduzir a heterogeneidade da amostra, foram sustentadas teoricamente pelos modelos empíricos utilizados pelos estudos de Carvalho de Alencar (2005); Martinez e Silva (2017); Guimarães e Nossa (2018); Goh *et al.* (2016); Lim (2011); Fonseca e Silveira (2016); Pittman e Fortin (2004); Bhojraj e Sengupta (2003) e Carvalho de Alencar (2005) todos citados na fundamentação teórica e apresentadas na Tabela 3 e comentadas a seguir:

Tamanho, espera-se que haja relação inversa entre taxas de juros e tamanho da empresa, que é medida como o logaritmo natural do total de ativos. Empresas maiores, por deterem maior capital e possuírem maiores chances de internalizar funções atribuídas ao sistema financeiro, costumam ter melhor reputação, características que influem positivamente sobre a percepção dos agentes quanto ao risco do investimento, por essas razões, grandes empresas tendem a acessar recursos externos a menores custos.

Alavancagem, definida como dívida de curto e longo prazo escalonada pelo ativo no final do exercício. Empresa alavancada conta com a participação de recursos de terceiros na sua estrutura de capital, captado a custo fixo, visando potencializar a rentabilidade do capital próprio. Na literatura citada, sugere-se que a dívida está negativamente associada com a ETR.

Endividamento é a razão das dívidas de curto e longo prazo pelo patrimônio líquido. Empresas endividadas comprometem parcela maior dos seus resultados com o pagamento do custo da dívida e amortizações, aumentando os riscos de inadimplência e falência, contribuindo para as taxas de juros da dívida mais elevadas; como na alavancagem a dívida está negativamente associada com a ETR.

Idade, a teoria prevê que as taxas de juros caiam com o tempo, a medida que as empresas compilam bons históricos de crédito. A idade da empresa é medida como o número de anos desde que a empresa abriu o capital.

Lucratividade, medida como a razão do EBITDA sobre as vendas, quanto maior a lucratividade, menor é a volatilidade, menor o risco, e quanto menor a lucratividade, maior a volatilidade e maiores são os riscos percebidos pelo investidor ocasionando elevação do custo da dívida.

Volatilidade, medida como o desvio padrão da razão do EBITDA sobre o ativo total. Representa a força e a periodicidade na variação do valor de um ativo, pois quanto menor for a variação de preço de uma ação, menor poderá ser o risco de perder nas transações. Se a volatilidade for baixa, menor poderá ser o custo da dívida.

ADR - *dummy* 1, para empresa com ADR e 0, caso contrário, admitidas as empresas com ADR emitido durante e antes do período considerado. O risco associado à posse das ações das empresas globalizadas é reduzido, porque demanda melhores controles e maior transparência, tornando menor o custo de capital.

Governança Corporativa, medida como uma *dummy* para cada nível de governança, sendo 1 se a empresa for listada em um dos segmentos de governança corporativa da B3 e 0, caso contrário serão consideradas as adesões ocorridas até 31/12/2017. Os mecanismos de governança podem reduzir o risco de inadimplência, mitigar os custos de agência e monitorar o desempenho gerencial, reduzindo a assimetria de informações entre a empresa e os credores.

Big4, medida como uma *dummy* 1, se a empresa tem auditor Big4 (*Deloitte*, *Price waterhouse Coopers (PwC)*, *Ernst & Young* e *KPMG*) e 0 caso contrário. A manutenção de um auditor Big4 pode reduzir os custos de monitoramento da dívida, aumentando a credibilidade das demonstrações financeiras, permitindo que as empresas reduzam seus custos de empréstimos.

TABELA 3 – DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	LITERATURA	FONTE	SINAL ESPERADO
TAMANHO	<i>TAM = LOGAT</i>	Carvalho de Alencar (2005); Martinez e Silva (2017); Goh <i>et al.</i> (2016); Lim (2011); Guimarães e Nossa (2018); Cook <i>et al.</i> (2017); Sengupta (1998); Ali Shah e Butt	Econômica	Negativo

		(2009); Kim <i>et al.</i> (2011)		
ALAVANCAGEM	$ALAV_i = \frac{DIVCP_i + DIVLP_i}{ATTOTAL_i}$	Martinez e Silva, (2017); Goh <i>et al.</i> (2016); Lim (2011); Cook <i>et al.</i> (2017); Guimarães e Nossa (2018); Kim <i>et al.</i> (2011)	Economática	Positivo
ENDIVIDAMENTO	$ENDIV_i = \frac{DIVCP_i + DIVLP_i}{PL_i}$	Fonseca e Silveira (2016)	Economática	Positivo
IDADE	É o número de anos desde que a empresa abriu o capital.	Lim (2011); Cook <i>et al.</i> (2017)	Site CVM	Negativo
LUCRATIVIDADE	$LUC_i = \frac{EBITDA_i}{VENDA_i}$	Lim (2011); Fonseca e Silveira (2016)	Economática	Negativo
VOLATILIDADE	$VOLAT_i = \frac{EBITDA_i}{ATTOTAL_i}$	Cook <i>et al.</i> (2017); Fonseca e Silveira (2016)	Economática	Positivo
ADR	Medida como uma <i>dummy</i> (1) para empresas com ADR, (0) caso contrário	Carvalho de Alencar (2005)	Economática	Negativo
GOVERNANÇA CORPORATIVA	Medida como uma <i>dummy</i> para cada nível de governança, sendo (1) se a empresa for listada em um dos segmentos de governança corporativa da B3 e (0), caso contrário	Bhojraj e Sengupta (2003)	Economática	Negativo
BIG4	Medida como uma <i>dummy</i> (1) se a empresa tem auditor Big4 e (0), caso contrário.	Lim (2011); Pittman e Fortin (2004)	Site CVM	Negativo

TAM é o Tamanho; *LOGAT* é o logarítmo do Ativo Total; *ALAV* é a Alavancagem; *DIVCP* é a Dívida de Curto Prazo; *DIVLP* é a Dívida de Longo Prazo; *ATTOTAL* é o Ativo Total; *ENDIV* é o Endividamento; *PL* é o Patrimônio Líquido; *LUC* é a Lucratividade; *VOLAT* é a Volatilidade; Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2.4. Critérios para identificação do Nível de Compliance Evidenciado (NCE)

O *compliance* que foi verificado e mensurado nesta investigação teve como referência a Instrução Normativa CVM n. 586 de 2017 que normatizou a publicação da Política de Gerenciamento de Riscos e Controles Internos no Formulário de Referência. Essa mesma instrução orienta que o item 5.1 – Relacionados aos Riscos, não se aplicam às empresas da categoria “B” com limitações para operar com certos valores mobiliários, porém não é impeditivo a sua divulgação por essas empresas.

Para minimizar o viés da subjetividade foi capacitado um pesquisador que verificou a evidenciação de cada item, amparado pela lista de verificação, ora citada, entretanto é impossível excluir por completo a subjetividade do pesquisador.

A identificação do nível de *compliance* evidenciado (NCE) das empresas se deu com a utilização da lista de verificação de divulgação de gerenciamento de risco e *compliance*. Apêndice A com 15 itens de evidenciação de *compliance*. Na seqüência foi calculada a pontuação não ponderada utilizando a equação (5), sendo o (NCE) a razão do total de itens evidenciados (*TIE*) pelo total de itens requeridos (*TIR*). Quanto mais próximo de um o NCE, mais em *compliance* a empresa está.

Após o cálculo do NCE, as empresas foram agrupadas por NCE, sendo que as empresas em *compliance* apresentaram o NCE superior a 53%, superior a 60% e superior a 75%. Cada nível foi tratado como uma *dummy* (1) para o grupo das empresas NCE ≥ 53%; NCE ≥ 60%; NCE ≥ 75% e (0) caso contrário.

Após o cálculo do NCE, as empresas foram agrupadas por NCE, sendo que as empresas em *compliance* apresentaram o NCE superior a 53%, superior a 60% e superior a 75%. Cada nível foi tratado como uma *dummy* (1) para o grupo das empresas NCE ≥ 53%; NCE ≥ 60%; NCE ≥ 75% e (0) caso contrário.

Equação (5)

$$NCE_i = \frac{TIE_i}{TIR_i}$$

Sendo: NCE_i ; nível de *compliance* evidenciado de acordo com a abordagem dicotômica ($0 \leq NCE_i \leq 1$); TIE_i ; é o número total de itens evidenciados; TIR_i ; número total de itens requeridos.

Capítulo 4

4 RESULTADO DA PESQUISA

4.1 RESULTADO DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis de interesse e das variáveis de controle deste estudo. Nela observa-se que o custo total de capital (WACC) demonstrou uma média de 13% entre as empresas analisadas no período do estudo, isso sugere que em média as empresas possuem um risco baixo, resultado que está em conformidade com os achados de Goh *et al.* (2016) e Guimarães e Nossa (2018). Este resultado pode ser ratificado pelos valores destacados da volatilidade de 3%, Tamanho e Idade, bem como a utilização dos serviços de auditoria de uma BIG4 e a lucratividade média de 22%, favorecendo o fluxo de caixa.

TABELA 4 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA

VARIÁVEIS	Nº OBS	MÉDIA	DEV PAD	QUARTIL				
				MIN	0.25	MEDIANA	0.75	MAX
WACC	138	0.13	0.05	0.06	0.10	0.12	0.16	0.32
VOLAT	138	0.03	0.03	0.00	0.00	0.02	0.03	0.12
ETR	138	-0.24	0.22	-1.04	-0.31	-0.21	-0.07	0,00
BTD	138	0.01	0.07	-0.32	-0.01	0.02	0.05	0.13
TAM	138	15.53	1.62	11.83	14.38	15.43	16.71	19.65
ENDIV	138	1.24	2,21	0.00	0.24	0.62	1.27	11.72
ALAV	138	0.27	0.17	0.00	0.14	0.28	0.39	0.66
IDADE	138	19.04	15.23	1	11	13	22	81
LUC	138	0.22	0.46	-1.80	0.08	0.20	0.39	1.50
ADR	138	0.11	0.31	0	0	0	0	1
BIG4	138	0.83	0.38	0	1	1	1	1
COMPL ≥ 53%	138	0.60	0.49	0	0	1	1	1
COMPL ≥ 60%	138	0,52	0.50	0	0	1	1	1
COMPL ≥ 75%	138	0.36	0.48	0	0	0	1	1
COMPL ≥ 75%* ETR	138	-0.09	0.17	-1.04	-0.18	0	0	0
COMPL ≥ 75%*BTD	138	0.00	0.04	-0.32	0	0	0	0.14
COMPL ≥ 60%*ETR	138	-0,13	0,20	-1.04	-0.24	0	0	0
COMPL ≥ 60%*BTD	138	0,01	0,04	-0.32	0	0	0.01	0.13
COMPL ≥ 53%*ETR	138	0.15	0.21	-1.04	-0.25	-0.04	0	0
COMPL ≥ 53%*BTD	138	0.01	0.05	-0.32	0	0	0.03	0.13

WACC é custo total de capital; VOLAT é a volatilidade medida pela razão do ebitda pelo ativo total; ETR, BTD são medidas de agressividade fiscal; TAM é o tamanho da empresa medido pelo logaritmo natural do ativo total; ENDIV é o endividamento medido pelas dívidas de curto e longo prazo sobre o patrimônio líquido; ALAV é a alavancagem financeira medida pela razão das dívidas de curto e longo

prazo pelo ativo total; IDADE é o número de anos desde que a empresa abriu o capital; LUC é a lucratividade medida como a razão do ebitda sobre as vendas; ADR é medida como uma *dummy* (1) para empresas com ADR, (0) caso contrário; BIG4 é medida como uma *dummy* (1) se a empresa tem auditor BIG4 e (0), caso contrário; COMPL \geq 53%, COMPL \geq 60% e COMPL \geq 75% é a indicação do nível de *compliance* e é medido como três *dummy* (1) se a empresa possui um dos níveis 53%, 60% e 75% e (0) caso contrário; COMPL \geq 53%* ETR, COMPL \geq 60%* ETR e COMPL \geq 75%* ETR é a indicação da interação do *compliance* com a ETR e é medido como três *dummy* (1) se a empresa possui um dos níveis interado com a ETR e (0) caso contrário; a mesma interpretação é válido para a interação COMPL \geq 53% * BTD, COMPL \geq 60% * BTD E COMPL \geq 75% * BTD; Fonte: Elaborado pelo autor.

O nível médio captado para a alíquota de tributos foi de 24%, medido pela *proxy* ETR, destacando que a ETR foi multiplicada por (-1) para que a interpretação fosse diretamente proporcional e não inversamente, portanto, abaixo da carga tributária padrão, apontada na literatura brasileira de 34%, consistente com os achados de Cook *et al.* (2017) e Martinez e Silva (2017).

No entanto, não se pode afirmar que as empresas estão com nível elevado de agressividade fiscal, devido às limitações desta *proxy*, como argumentado por Hanlon e Heitzman (2010) e evidenciado no valor do endividamento das empresas que foi em média 1,24, isto é, apresenta-se em média 124% do patrimônio líquido, o que se pode dizer é que estas empresas não apresentam restrições financeiras, logo, evitam mais imposto, porque o lucro antes dos impostos é menor por causa dos juros da dívida.

A média da BTD escalonada com o ativo total foi de 1%, resultado comparável ao relatados nos estudo de Goh *et al.* (2016) e Cook *et al.*(2017). Este valor significa dizer que a agressividade fiscal das empresas é baixa quando medida por esta *proxy*.

Segundo Desai (2005), a BTD é provocada e ampliada pelo gerenciamento de resultados e gerenciamento tributário, que são formas de maximizar o lucro contábil para atrair investidores e minimizar o lucro tributário para evitar impostos. Hanlon (2005) defende que as empresas com maior BTD apresentam baixa constância nos

lucros em relação às empresas que apresentam menor BTB, assim os baixos valores da BTB estão associados com alta qualidade do lucro, sugerindo que as empresas analisadas não estão gerenciando os resultados contábeis e tributários, bem como a alta lucratividade justifica o baixo BTB.

Tamanho (TAM) da empresa e a idade (IDADE) apresentaram alta variabilidade, indicando que a amostra é composta por empresas heterogêneas no tocante ao tamanho e a idade, condizentes com os estudos de Lim (2011). Estas empresas, 83% utilizam serviços de auditoria de uma BIG4 e 11% são empresas com ADR.

Das empresas observadas, em média, 60% apresentaram um nível de *compliance* superior a 53%, sendo essa medida fundamentada nos achados de Street e Gray (2002); 52% um nível de *compliance* superior a 60% e 36% um nível de *compliance* superior a 75%.

A Tabela 5 reflete a posição das empresas em relação aos níveis da governança corporativa, onde 74,64% das empresas da amostra estão classificadas no segmento novo mercado, que exige uma maior qualidade de governança, como citado pela literatura, empresas neste nível tem maior controle, são mais transparentes e os riscos são reduzidos e está associado a um menor custo da dívida (Fonseca & Silveira, 2016).

TABELA 5 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA VARIÁVEL CATEGÓRICA GOVERNANÇA

GOVERNANÇA	FREQUENCIA	PORCENTAGEM	ACUM
NOVO MERCADO	103	74,64	74,64
NÍVEL 1	10	7,25	81,88
NÍVEL 2	6	4,35	86,23
TRADICIONAL	19	13,77	100,00
TOTAL	138	100,00	

GOV é a governança corporativa, medida como uma *dummy* (1) se a empresa for listada em um dos segmentos de governança corporativa e (0), caso contrário. Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2 TESTES E ANÁLISES

4.2.1 Teste de Diferença de Média, Anova e Tukey

Utilizou-se o teste de diferença de média para verificar se o custo total de capital (WACC) do grupo das empresas em *compliance* é em média menor que o WACC do grupo das empresas sem *compliance*.

TABELA 6 – TESTE DE MÉDIA PARA A VARIÁVEL WACC

GRUPO	MÉDIA GRUPO 0	DP	MÉDIA GRUPO 1	DP	DIFERENÇA	P-valor
COMPLIANCE \geq 75%	0,143	0,005	0,122	0,005	0,020**	0,021
COMPLIANCE \geq 60%	0,148	0,007	0,123	0,004	0,025***	0,003
COMPLIANCE \geq 53%	0,155	0,008	0,123	0,004	0,032***	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor. Estatística t robusta entre parêntese *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Os resultados demonstrados na Tabela 6 indicam que o WACC apresenta diferença de média para todos os grupos de empresas em *compliance*, uma diferença de 2,0%, significativa a 5%, no WACC para empresas com mais de 75% de *compliance* em relação àquelas com menos *compliance*; uma diferença de 2,5%, significativa a 1%, no WACC para empresas com mais de 60% de *compliance* em relação àquelas com menos *compliance*; e por fim uma diferença de 3,2%, significativa a 1%, no WACC para empresas com mais de 53% de *compliance* em relação àquelas com menos *compliance*.

Na Tabela 07 serão exibidos os três grupos de empresas por nível de *compliance* evidenciado (NCE), sendo que o primeiro grupo é formado pelas empresas sem *compliance* com NCE inferior a 53% (COMPL 00% < NCE <53%). O segundo grupo é composto pelas empresas em *compliance* com NCE igual ou superior a 53% e inferior a 60% (COMPL 53% \leq NCE <60%). O terceiro grupo pelas empresas em *compliance* com NCE igual ou superior a 60% e inferior a 75%

(COMPL 60% ≤ NCE ≤ 75%). O quarto grupo pelas empresas em *compliance* com NCE igual ou superior a 75% e inferior a 100% (COMPL 75% ≤ NCE ≤ 100%).

TABELA 07 – GRUPO DE EMPRESAS

GRUPO	RESUMO WACC		
	MÉDIA	DESV PADRÃO	FREQ
COMPL 00% < NCE < 53%	0.1551	0.0630	54
COMPL 53% ≤ NCE < 60%	0.1209	0.0465	12
COMPL 60% ≤ NCE < 75	0.1256	0.0308	22
COMPL 75% ≤ NCE ≤ 100%.	0.1224	0.0377	50
TOTAL	0.1356	0.0511	138

Fonte: Elaborado pelo autor

O resultado do teste ANOVA, como mostrado na Tabela 8, a seguir, demonstrou a existência de diferença com nível de significância de 1%, sinalizando que há diferença de variância do WACC entres os grupos de empresas descritos na Tabela 7. Portanto, existem fortes evidências de que as diferenças amostrais entre os grupos são decorrentes de diferenças populacionais em detrimento de diferenças advindas de variabilidade da amostra.

TABELA 8 – TESTE ANOVA – ANÁLISE DA VARIAÇÃO

FONTE DE VARIAÇÃO	ANÁLISE DE VARIAÇÃO				
	Soma de Quadrados	Desvio Padrão	Quadrado Médio	Estatística F	P-valor
ENTRE OS GRUPOS	0.0341	3	0.0113	4,70	0.0038
DENTRO DOS GRUPOS	0.3247	134	0.0024		
TOTAL	0.3589	137	0.0026		

Fonte: Elaborado pelo autor

Para identificar os grupos que apresentaram diferença de média, utilizou-se do teste de *Tukey*. A Tabela 9, a seguir, apresenta os resultados deste teste, evidenciando que entre os grupos comparados, o grupo das empresas sem *compliance* e das empresas com nível de *compliance* acima de 75% apresentou diferença de média a um nível de significância de 1%, ou seja, empresas com um nível de *compliance* acima de 75% possuem um WACC menor em 3,2% em relação às empresas que possuem um nível de *compliance* abaixo de 53%.

TABELA 9 - TESTE TUKEY

WACC	CONTRAST	DESV PAD ERR.	TUKEY		TUKEY
			T	P-valor	[95% Interv Conf]

00%< NCE<53% VS 75%≤NCE<100%	-0.0327	0.0096	-3.39	0.005	-0.0579	-0.0076
00%< NCE<53% VS 60%≤NCE<75%	-0.0295	0.0124	-2.37	0.088	-0.0619	0.0028
00%< NCE<53% VS 53%≤NCE<60%	-0.0342	0.0157	-2.18	0.134	-0.0751	0.0066
60%< NCE<75% VS 75%≤NCE<100%	0.0032	0.0125	0.26	0.994	-0.0295	0.0360
53%< NCE<60% VS 75%≤NCE<100%	-0.0014	0.0158	-0.09	1.000	-0.0426	0.0396
53%< NCE<60% VS 60%≤NCE<75%	-0.0047	0.0176	-0.27	0.993	-0.0507	0.0412

Fonte: Elaborado pelo autor

Observou-se ainda uma diferença significativa a 10% entre o grupo que não possui *compliance* e o grupo com nível de *compliance* entre 60% e 75%, indicando que as empresas neste nível “intermediário” possuem um WACC, 2,95% menor em relação às empresas sem *compliance*. Quanto aos demais níveis de *compliance* não foram encontrados significância.

4.2.2 Análise de Correlação de Pearson

As correlações não paramétricas de Pearson, entre as variáveis deste estudo, estão apresentadas na Tabela 10, de onde se extraiu que a variável *WACC* apresentou uma correlação negativa e significativa a 1% com o tamanho (TAM) e positiva com volatilidade (VOLAT) e endividamento (ENDIV), sendo bons regressores para explicação do WACC, consistente com os resultados do Lim (2011), Guimarães e Nossa (2016) e Cook *et al.* (2017). Confirmando que empresas com maior endividamento e alavancagem geralmente tem um custo mais elevado de capital Cook *et al.* (2017).

A variável de agressividade fiscal (BTD) apresentou uma correlação negativa e significativa a 5% com o WACC. Esses resultados são consistentes com os resultados encontrados por Goh *et al.* (2016) e Lim (2011). No entanto, a variável de agressividade fiscal (ETR) não apresentou correlação significativa, estatisticamente, com o WACC, resultado inconsistente com os estudos de Goh *et al.* (2016) e Cook

et al. (2017) que evidenciaram uma relação significativa e negativa com o custo de capital próprio e positiva como custo de capital, respectivamente.

Alavancagem (ALAV) apresentou uma relação negativa e significativa a 5% com o WACC, Martinez e Martins (2016), informam que o custo da dívida pode ser maior para empresa elevada alavancagem e para Blaylock, Gaertner e Shevlin (2017) o aumento da conformidade provoca elevação da alavancagem e do custo do capital próprio, exceto da dívida.

A variável BTM apresentou forte correlação significativa, positiva com o tamanho (TAM) e a Lucratividade (LUC), confirmando que empresas maiores e mais lucrativas têm baixo BTM, segundo Hanlon (2005), e negativa com a volatilidade (VOLAT). Ainda sobre a BTM, identifica-se uma correlação negativa significativa a 1% com a volatilidade (VOLAT), não consistente com os resultados de Cook *et al.* (2017) que destacaram uma relação positiva e significativa. Fonseca e Silveira (2016) destacam que maior a volatilidade, maior o risco percebido e mais elevado é o custo da dívida (Fonseca & Silveira, 2016).

Destaca-se uma relação positiva e significativa entre a interação do *compliance* com a agressividade fiscal medida pela BTM com o tamanho (TAM) das empresas, evidenciando que as maiores empresas são as que mais utilizam o *compliance* e a BTM na agressividade fiscal. Quanto à interação do *compliance* com ETR, a relação é negativa e significativa a 5% com o tamanho (TAM), assim é sugerido que esta interação tem relação com as empresas menores.

TABELA 10 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE PEARSON

VARIÁVEIS	WACC	VOLAT	ETR	BTD	TAM	ENDIV	ALAV	IDADE
WACC	1.0000							
VOLAT	0.2787***	1.0000						
ETR	0.0671	0.1844**	1.0000					
BTD	-0.2058**	-0.4298***	0.1213	1.0000				
TAM	-0.2556***	-0.3705***	-0.0192	0.3531***	1.0000			
ENDIV	0.2516***	0.1227	-0.1045	-0.3207***	-0.0433	1.0000		
ALAV	-0.1795**	-0.1610*	-0.2004**	-0.0470	0.2841***	0.4968***	1.0000	
IDADE	0.0986	0.0893	0.1253	0.0503	0.1810**	0.0706	0.0933	1.0000
LUC	-0.1127	-0.2769***	-0.1427*	0.5601***	0.3740***	-0.0572	0.0661	0.0185
COMPL≥75% * ETR	0.0656	0.1429*	0.4330***	-0.0148	-0.1728**	-0.1502*	-0.1535*	0.1631*
COMPL≥75% * BTD	-0.0305	-0.2095**	0.0881	0.5081***	0.3106***	-0.0657	0.0213	0.0454
COMPL≥60% * ETR	0.1128	0.1888**	0.5589***	-0.0200	-0.2138**	-0.1001	-0.1885**	0.1024
COMPL≥60% * BTD	-0.0306	-0.1892**	0.1448*	0.5684***	0.3358***	-0.0829	0.0067	0.0858
COMPL≥53% * ETR	0.1149	0.1982**	0.6775***	-0.0061	-0.1962**	-0.0921	-0.2083**	0.0593
COMPL≥53% * BTD	-0.0466	-0.2897***	0.1380	0.6295***	0.3336***	-0.0956	-0.0435	0.0802

VARIÁVEIS	LUC	COMPL≥75% * ETR	COMPL≥75% * BTD	COMPL≥60% * ETR	COMPL≥60% * BTD	COMPL≥53% * ETR	COMPL≥53% * BTD
LUC	1.0000						
COMPL≥75% * ETR	-0.0513	1.0000					
COMPL≥75% * BTD	0.4523***	-0.0328	1.0000				
COMPL≥60% * ETR	-0.1247	0.7768***	0.0070	1.0000			
COMPL≥60% * BTD	0.4360***	0.0218	0.8992***	0.0261	1.0000		
COMPL≥53% * ETR	-0.1167	0.6620***	0.0251	0.8525***	0.0518	1.0000	
COMPL≥53% * BTD	0.5109***	0.0214	0.8086***	0.0259	0.8690**	0.0533	1.0000

WACC é custo total de capital; VOLAT é a volatilidade; ETR, BTD são medidas de agressividade fiscal; TAM é o tamanho da empresa; ENDIV é o endividamento; ALAV é a alavancagem financeira; IDADE é o número de anos desde que a empresa abriu o capital; LUC é a lucratividade; COMPL ≥75% * ETR; COMPL ≥60% * ETR; COMPL ≥53% * ETR é a indicação da interação do *compliance* com a ETR; COMPL ≥75% * BTD; COMPL ≥60% * BTD; COMPL ≥53% * BTD é a indicação da interação do *compliance* com a BTD; Nota: (*) 10,0% de significância; (**) 5,0% de significância, (***) 1,0% de significância Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3 RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO

A análise do modelo de regressão foi realizada para testar a hipótese: H1: Maior nível de *compliance* modera a relação negativa entre agressividade fiscal e o custo de capital. Os resultados da regressão estão dispostos na Tabela 11 e foram obtidos utilizando-se de duas métricas de agressividade fiscal: *Efetive Tax Rate (ETR)* e *Book-Tax Differences (BTD)* e uma métrica para mensurar o nível do *compliance* evidenciado NCE.

TABELA 11 – RESULTADO DOS MODELOS DE REGRESSÃO

H1: Maior nível de *compliance* modera a relação negativa entre agressividade fiscal e o custo de capital $WACC_i = \beta_0 + \beta_1 AGGREF_i + \beta_2 COMPL + \beta_3 COMPL \times AGGREF_i + \beta_k \sum_{k=4}^9 Controles_i + \varepsilon_i$

VARIABLES	WACC					
	COMPL ≥53% * ETR	COMPL ≥60% * ETR	COMPL ≥75% * ETR	COMPL ≥53% * BTD	COMPL ≥60% * BTD	COMPL ≥75% * BTD
ETR	0.0344	0.0136	0.0099			
BTD				-0.0666	-0.0684	-0.0531
COMPL ≥ 53%	-0,0356 ***					
COMPL ≥ 53% * ETR	-0.0728 **					
COMPL ≥ 60%		-0.0239**				
COMPL ≥ 60% * ETR		-0.0459*				
COMPL ≥ 75%			-0.0228**			
COMPL ≥ 75% * ETR			-0.0514*			
COMPL ≥ 53%				-0.0177**		
COMPL ≥ 53% * BTD				0.1476		
COMPL ≥ 60%					-0.0132*	
COMPL ≥ 60% * BTD					0.1788	
COMPL ≥ 75%						-0.0113
COMPL ≥ 75% * BTD						0.1707
TAM	-0.0002	-0.0007	-0.0016	-0.0013	-0.0018	-0.0023
ENDIV	0.0076**	0.0079**	0.0079**	0.0075**	0.0078**	0.0081
ALAV	-0.0979***	-0.0963***	-0.0944***	-0.0894***	-0.0926***	-0.0942***
VOLAT	0.1832	0.1781	0.1891	0.1480	0.1145	0.1348
IDADE	0.0001	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002
ADR	0.0010	-0.0024	-0.0016	-0.0007	-0.0021	-0.0009
LUC	0.0057	0.0045	0.0054	0.0030	0.0038	0.0030
BIG4	-0.0323**	-0.0333**	-0.0337**	-0.0317**	0.0339**	0.0337**
GOV						
Nível 1	0.0140	0.0148	0.0163	0.0132	0.0130	0.0129
Nível 2	0.0055	0.0009	0.0036	0.0063	0.0011	0.0034
Tradicional	-0.0044	-0.0049	-0.0062	-0.0064	-0.0075	-0.0088
CONSTANTE	0.1919	0.1902	0.2005	0.1918	0.2052	0.2103
R ²	0.3340	0.3088	0.3055	0.3191	0.3116	0.3056
F-test	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

ETR BTD são medidas de agressividade fiscal; COMPL≥53%, COMPL≥60% e COMPL≥75%, é a indicação do nível de *compliance* e são medidos como três *dummy* (1) se a empresa estiver em um dos níveis e (0) caso contrário; COMPL ≥53% * ETR, COMPL ≥60% * ETR e COMPL ≥75% * ETR é a indicação da interação do *compliance* com a agressividade fiscal medida pela ETR; A mesma leitura com a utilização da ETR se aplica a BTD. TAM é o tamanho da empresa medido pelo ativo total; ENDIV é o endividamento medido pelas dívidas de curto e longo prazo sobre o patrimônio líquido; ALAV é a alavancagem financeira medida pela razão das dívidas de curto e longo prazo pelo ativo total; VOLAT é a volatilidade medida pela razão do ebitda pelo ativo total; IDADE é o número de anos desde que a empresa abriu o capital; ADR é medida como uma *dummy* (1) para empresas com ADR,

(0) caso contrário; LUC é a lucratividade medida como a razão do ebitda sobre as vendas; BIG4 é medida como uma *dummy* (1) se a empresa tem auditor Big4 e (0), caso contrário; GOV são os níveis de governança, Nível 1, Nível 2 e Tradicional; Nota: (*) 10,0% de significância; (**) 5,0% de significância, (***) 1,0% de significância. Fonte: Elaborado pelo autor.

A ETR e a BTM não apresentaram resultados significativos, indicando que, dado outros fatores constantes, a agressividade fiscal, por si só, parece não influenciar no WACC.

BTM é uma proxy de risco, e captura informações sobre o gerenciamento resultado e tributário (Mills, 1998; Desai, 2005) e está associada a abrigo fiscal (Frank, Lynch, & Rego 2009) o que pode justificar o efeito não significativo no WACC.

Por outro lado, a ETR a falta de evidencia de efeito no WACC pode ter sido devido ao número da amostra e período da pesquisa, vista que a ETR é influenciada pelo tamanho (Omer, Molloy, & Ziebart 1993; Derashid & Zhang, 2003), alavancagem (Plesko, 2003) e o endividamento (Gillman & Harris, 2005), os quais foram utilizados neste trabalho.

Em sinergia com os resultados indicados pelo Teste de Média e Teste de Tukey, verificou-se uma associação negativa e significativa a 1% entre o grupo de empresas com nível de *compliance* acima de 53% e 5% entre o grupo de empresa com nível de *compliance* acima de 60% e acima de 75% e o WACC. Porém, quanto maior o nível de *compliance*, menor é a diferença do WACC, entre o grupo de empresas que estão acima deste nível e o grupo das empresas que estão abaixo, indicando um benefício marginal decrescente do *compliance*, ou que os itens considerados “mais importantes” pelo mercado são adotados primeiro, causando maior impacto inicial, ou que os níveis mais elevados de *compliance* podem causar

um *trade-off* entre gerenciamento fiscal, a eficiência da informação contábil e o cumprimento das normas, segundo Chan *et al.*(2013) e Martinez e Leal (2019).

A interação entre a agressividade fiscal, medida pela ETR e o grupo das empresas com nível de *compliance* 53%, apresentou uma associação negativa e significativa a 5%. O grupo das empresas com nível de *compliance* superior 60% e superior a 75% a associação é negativa e significativa a 10% com o WACC. Quanto à interação do *compliance* com a agressividade fiscal medida pelo BTM não foi identificado nenhum efeito.

Estes resultados sinalizam que os stakeholders podem estar percebendo a estratégia da empresa. Se eles entendem que a empresa tem um bom nível de *compliance*, a estratégia de agressividade fiscal não deve se transformar em um problema legal e a empresa pode ser mais lucrativa por pagar menos imposto, assim, investidores e detentores da dívida podem vê-las como empresa menos arriscada.

As interações dos níveis de *compliance* com a agressividade medida pela ETR não rejeita o H1: Maior nível de *compliance* modera a relação negativa entre agressividade fiscal e o custo de capital, uma vez que os níveis de *compliance* reduzem a taxa menor o WACC. Quanto à interação do *compliance* com a agressividade fiscal, medida pelo BTM, não foi identificado nenhum efeito.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho investigou se o *compliance* atenua os riscos decorrentes da agressividade fiscal e, se ao atenuar este risco, pode provoca um efeito redutor no custo do capital total das empresas e os resultados apontam que os índices da ETR e da BTM não foram significativos, indicando que, dado a outros fatores constantes, a agressividade fiscal por si só parece não influenciar no WACC.

No entanto verificou-se uma associação negativa e significativa entre os grupos de empresas com certo nível de *compliance* e o WACC. Porém, quanto maior o nível de *compliance*, menor é a diferença do WACC. Estes resultados podem indicar um benefício marginal decrescente do *compliance*, ou que os itens considerados “mais importantes” pelo mercado, são adotados primeiro, causando maior impacto inicial ou porque o nível mais elevado de *compliance* pode causar um trade-off entre gerenciamento fiscal, a eficiência da informação contábil e o cumprimento das normas, segundo Chan *et al.*(2013) e Martinez e Leal (2019).

Além do mais a agressividade fiscal, medida pela ETR, no grupo das empresas em *compliance* apresentou uma associação negativa e significativa com o WACC, revelando um efeito decrescente à medida que as empresas atingem o nível superior da *compliance*. Quanto à interação do *compliance* com a agressividade fiscal, medida pelo BTM, não foi identificado nenhum efeito.

Estes resultados sugerem a percepção do mercado (stakeholders e detentores da dívida) na estratégia da empresa no monitoramento dos riscos. Se identificado que a empresa tem um bom nível de *compliance* com a adoção dos

itens considerados mais impactantes, a agressividade fiscal pode não se transformar em um problema legal, e a empresa pode ser mais lucrativa e mais valorizada por pagar menos imposto.

Esta pesquisa apresentou limitações, devidas ao período da pesquisa, o número de observações que ficou limitado em função da variável *compliance*, o qual passou a ser exigido das empresas partir de 02/01/2018 e ao elevado número de empresas sem valores para as variáveis de interesse deste estudo.

Os resultados deste estudo estão limitados à amostra analisada do período testado, assim como ao modelo empírico proposto. Recomenda-se para futuras pesquisas: a investigação do efeito do *compliance* no custo da dívida; a fim de identificar se o detentor da dívida considera o *compliance* um instrumento de sinalização de segurança, ao ponto de reduzir o seu custo; o aprofundamento desta pesquisa utilizando um maior período de observação, a fim de capturar resultados mais consistentes da agressividade fiscal e do *compliance* no custo total de capital; verificar os determinantes do *compliance* que causam maior efeito no custo de capital próprio e da dívida e analisar a averiguar a relação do *compliance* com a restrição financeira, com o propósito de identificar se o *compliance* causa efeito negativo na restrição.

REFERÊNCIAS

- Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital?. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 1-40.
- Asal, M. (2015). Estimating the cost of equity capital of the banking sector in the eurozone. *Journal of Applied Finance and Banking*, 5(6), 69.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney Jr, W. R., & LaFond, R. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *Journal of Accounting research*, 47(1), 1-43.
- Balakrishnan, K., Blouin, J., & Guay, W. (2018). *Tax aggressiveness and corporate transparency. The Accounting Review*.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The journal of Business*, 76(3), 455-475.
- Blaylock, B., Gaertner, F. B., & Shevlin, T. (2017). Book-tax conformity and capital structure. *Review of Accounting Studies*, 22(2), 903-932.
- Blaylock, B.; Shelvin, T.; & Wilson, R. (2012). Tax avoidance, large positive temporary book-tax differences, and earnings persistence. *The Accounting Review*, 87 (1), 91-120
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of accounting research*, 40(1), 21-40.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review*, 323-349.
- Calegari, I. P., de Souza Gonçalves, R., Serrano, A. L. M., & Rodrigues, J. M. (2016). Efeitos da Reputação Corporativa no Custo de Capital Próprio em Empresas Brasileiras Listadas. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 178-198.
- BRASIL, *Lei n. 12.846, de 1 de agosto de 2013*. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Recuperado em 29 março, 2019, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm
- BRASIL, *Decreto n. 8.420, de 18 de março de 2015*. Regulamenta a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira e dá outras providências. Recuperado em 29 março,

2019, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/decreto/d8420.htm

- Carvalho de Alencar, R. (2005). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1).
- Cao, Y., Myers, J. N., Myers, L. A., & Omer, T. C. (2015). Company reputation and the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 42-81
- Chan, K. H., Lin, K. Z., & Tang, F. (2013). Tax effects of book-tax conformity, financial reporting incentives, and firm size. *Journal of International Accounting Research*, 12(2), 1-25.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273-289.
- Chen, J., Chan, K. C., Dong, W., & Zhang, F. (2017). Internal control and stock price crash risk: Evidence from China. *European Accounting Review*, 26(1), 125-152.
- Cook, K. A., Moser, W. J., & Omer, T. C. (2017). Tax avoidance and ex ante cost of capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(7-8), 1109-1136.
- Comissão de Valores Imobiliários (CVM). *Instrução Normativa n. 480, de 7 de dezembro de 2009*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado em 30 maio, 2019, de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480 consolid.pdf>
- Comissão de Valores Imobiliários (CVM). *Instrução Normativa n. 586, de 8 de junho de 2017*. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Recuperado em 30 maio, 2019, <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>
- Da Silva Guimarães, V. A., & Nossa, V. Cue194-Custo de Capital e Índice de Sustentabilidade Empresarial: Relação Entre as Empresas Brasileiras de Capital Aberto.
- De Alencar, R. C. (2005). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 1-12.
- De Lima, G. A. S. F. (2009). Nível de evidenciação, custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 95-108.
- Desai, M. A. (2005). The Degradation of Reported Corporate Profits. *Journal of Economic Perspectives* 19 (4), 171-192.

- Dhaliwal, D., Hogan, C., Trezevant, R., & Wilkins, M. (2011). Divulgações de controle interno, monitoramento e o custo da dívida. *The Accounting Review*, 86 (4), 1131-1156.
- Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A., Yang, Y.G., 2011. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review* 86 (1), 59–100.
- Drake, K. D., Lusch, S. J., & Stekelberg, J. (2019). Does tax risk affect investor valuation of tax avoidance?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(1), 151-176.
- Dunbar, A., Higgins, D., Phillips, J., & Plesko, G. (2010). What do measures of tax aggressiveness measure. In *Proceedings of the National Tax Association Annual Conference on Taxation* (Vol. 103, No. 103, pp. 18-26).
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56-74.
- Fonseca, C. V. C & Silveira, R. L. F da (2016). Governança Corporativa e Custo de Capital de Terceiros: Evidências entre Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)*.
- Fonseca, K. B. C., & Costa, P. S. (2017). Fatores determinantes das book-tax differences. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 11(29), 17-29.
- Frank, M. M., Lynch, L. J., & Rego, S. O. (2009). Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*, 84(2), 467-496.
- Frischmann, P. J., Shevlin, T., & Wilson, R. (2008). Economic consequences of increasing the conformity in accounting for uncertain tax benefits. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), 261-278.
- Gallemore, J., & Labro, E. (2015). The importance of the internal information environment for tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 149-167.
- Gallemore, J., Maydew, E. L., & Thornock, J. R. (2014). The reputational costs of tax avoidance. *Contemporary Accounting Research*, 31(4), 1103-1133.
- Glaum, M., & Street, D. L. (2003). Compliance with the disclosure requirements of Germany's new market: IAS versus US GAAP. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14(1), 64-100.
- Gomes, A. P. M. (2016). Características da governança corporativa como estímulo à gestão fiscal. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), 149-168.

- Goh, B. W., Lee, J., Lim, C. Y., & Shevlin, T. (2016). *The effect of corporate tax avoidance on the cost of equity. The Accounting Review, 91(6)*, 1647-1670
- Graham, J. R., & Tucker, A. L. (2006). Tax shelters and corporate debt policy. *Journal of Financial Economics, 81(3)*, 563-594.
- Guenther, D. A., Matsunaga, S. R., & Williams, B. M. (2016). Is tax avoidance related to firm risk?. *The Accounting Review, 92(1)*, 115-136.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of accounting and Economics, 50(2-3)*, 127-178.
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The value of enterprise risk management. *Journal of risk and insurance, 78(4)*, 795-822.
- Hasan, I., Hoi, C. K. S., Wu, Q., & Zhang, H. (2014). Beauty is in the eye of the beholder: The effect of corporate tax avoidance on the cost of bank loans. *Journal of Financial Economics, 113(1)*, 109-130.
- Hodgdon, C., Tondkar, R. H., Harless, D. W., & Adhikari, A. (2008). Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast errors. *Journal of international accounting, auditing and taxation, 17(1)*, 1-13.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA. Recuperado em 03 junho, 2019, de <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics, 100(3)*, 639-662.
- Lambert, R.; C. Leuz; And R. Verrecchia. "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital." *Journal of Accounting Research* 45 (2007): 385–420.
- Lanis, R., & Richardson, G. (2015). Is corporate social responsibility performance associated with tax avoidance?. *Journal of Business Ethics, 127(2)*, 439-457.
- Lietz, G. M. (2013). Tax avoidance vs. tax aggressiveness: A unifying conceptual framework. *Tax Aggressiveness: A Unifying Conceptual Framework*.
- Lim, Y. (2011). Tax avoidance, cost of debt and shareholder activism: Evidence from Korea. *Journal of Banking & Finance, 35(2)*, 456-470.
- Lisowsky, P., Robinson, L., & Schmidt, A. (2010). An examination of FIN 48: Tax shelters, auditor independence, and corporate governance. *University of Illinois at Urbana-Champaign working paper*.
- Lisowsky, P., Robinson, L., & Schmidt, A. (2013). Do publicly disclosed tax reserves tell us about privately disclosed tax shelter activity?. *Journal of Accounting Research, 51(3)*, 583-629.

- Long, Y. E., Ye, K., & Lv, M. (2013). Non-institutional Determinants of Book-Tax Differences: evidence from China. *Journal of Accounting and Finance*, 13(3), 146-153..
- Martinez, A. L., & Passamani, R. R. (2014). *Book-tax differences* e sua relevância informacional no mercado de capitais no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(2), 20-37.
- Martinez, A. L., & da Silva, R. F. (2017). Agressividade Fiscal e o Custo de Capital de Terceiros no Brasil, *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 240-251.
- Martinez, A. L. (2017). Agressividade tributária: um survey da literatura. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11, 106-124.
- Martinez, A. L., Ribeiro, A. C., & Funchal, B. R. U. N. O. (2015). The Sarbanes Oxley Act and taxation: a study of the effects on the tax aggressiveness of Brazilian firms. In *Anais do Congresso da USP Controladoria e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil* (Vol. 15).
- Martinez, A. L., & de Almeida Coelho, L. F. (2016). Planejamento tributário com operações societárias: critérios de validade utilizados pelo CARF. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(30), 193-213.
- Martinez, A. L., & Martins, V. A. M. (2016). Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 4-22.
- Martinez, A. L., & Leal, L. V. (2019). Conformidade contábil-fiscal e gerenciamento de resultados contábeis no Brasil. *RACE-Revista De Administração, Contabilidade E Economia*, 18(1), 9-30.
- Martinez, A. L., & Reinders, A. P. G. S. (2018). Qual o efeito da agressividade tributária na rentabilidade futura? Uma análise das companhias abertas brasileiras. *Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI*, 5(1), 3-14. *Regulamento Novo Mercado, de 3 de outubro de 2017*. Recuperado em 30 de maio de 2019, http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/
- Martins, E., & Martins, V. A. (2015) Contabilidade e Finanças: a Temerária Utilização do WACC1 Accounting and Finance: The Reckless Use of Wacc Contabilidad y Finanzas: el uso Temerario del WACC. *Revista universo contábil* 11(1), 25-46 1809-3337
- McConaughy, D. L. (1999). Is *the cost of capital different for family firms?*. *Family Business Review*, 12(4), 353-360.
- Miyoshi, R. K., & Nakao, S. H. (2012). Riscos de Conformidade Tributária: Um estudo de caso no estado de São Paulo. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(14), 46-76

- Minnick, K., & Noga, T. (2010). Do corporate governance characteristics influence tax management?. *Journal of corporate finance*, 16(5), 703-718.
- Moreira, A. M. (2003). Elisão e Evasão Fiscal—limites ao planejamento tributário. *Revista da associação brasileira de direito tributário*, 21, 11-17.
- Moreira, C. S., & Silva, M. C. D. (2019). O efeito da governança tributária sobre o custo de capital das empresas brasileiras. *Revista Científica Hermes*, (23), 3-27.
- Mills, L. F. (1998). Book-tax differences and Internal Revenue Service adjustments. *Journal of Accounting research*, 36(2), 343-356.
- Neto, A. A., Lima, F. G., & de Araújo, A. M. P. (2008). Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. *Rausp Management Journal*, 43(1), 72-83
- Padula, A. J. A., & Albuquerque, P. H. M. (2018). Corrupção governamental no mercado de capitais: Um estudo acerca da operação Lava Jato. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 58(4), 405-417.
- Perera, L. C. J., de Freitas, E. C., & Imoniana, J. O. (2014). Avaliação do sistema de combate às fraudes corporativas no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(23), 03-30.
- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 113–136
- Ribeiro, M. C. P., & Diniz, P. D. F. (2015). *Compliance* e lei anticorrupção nas empresas. *Revista de informação legislativa*, 52(205), 87-105.
- Salmasi, S. V., & Martelanc, R. (2009). Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. *Revista de Contabilidade da Ufba*, 3(1), 101-117.
- Sanvicente, A. Z. (2015). Relevância de prêmio por risco país no custo de capital das empresas. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(spe1), 38-52.
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 161-176.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 459-474.
- Silva, J. M. D. (2017). *A influência do ciclo de vida organizacional sobre o nível de planejamento tributário*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo.
- Street, D. L., & Gray, S. J. (2002). Factors influencing the extent of corporate compliance with International Accounting Standards: summary of a research

monograph. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 11(1), 51-76.

Tang, T., & Firth, M. (2011). Can book–tax differences capture earnings management and tax management? Empirical evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 46(2), 175-204.

Tomazoni, T., & Menezes, E. A. (2002). Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37(4).

Tomazeti, R. S., da Silva Costa, C. D., de Souza, R., & de Amorim Goldenstein, A. I. B. (2016). A importância do compliance de acordo com a Lei Anticorrupção. *Anais do EVINCI-UniBrasil*, 2(2), 297-310.

Verschoor, C. C. (1998). A study of the link between a corporation's financial performance and its commitment to ethics. *Journal of Business Ethics*, 17(13), 1509-1516

Wilson, R. (2009). An examination of corporate tax shelter participants. *The Accounting Review*, 84, pp. 969–999.

APÊNDICE A – Lista de verificação de divulgação de gerenciamento de risco de *compliance*

CNPJ		Empresa	
Ord	Item	Itens de Evidenciação	0 / 1 / NA
	4.1	- Fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento	
01	4.1.a	- É citado o <i>compliance</i> como fator de risco?	
	5.1	- Em relação aos riscos indicados no item 4.1	
02	5.1.a	- É citada a existência de política formalizada e aprovada de gerenciamento de riscos?	
03	5.1.b.i	- É citado o <i>compliance</i> como um dos riscos que a empresa busca proteção em sua política de gerenciamento de riscos?	
04	5.1.b.ii	- São citados os instrumentos utilizados para proteção dos riscos em sua política de gerenciamento de riscos?	
05	5.1.b.iii	- É citada a estrutura organizacional de gerenciamento de riscos em sua política de gerenciamento de riscos?	
06	5.1.c	- É citada a adequação operacional e o controle interno para atender a política de gerenciamento de risco?	
	5.4	- Em relação aos mecanismos e procedimentos internos de integridade previstos na política, procedimentos e práticas?	
07	5.4.a.i	- São citados os mecanismos e procedimentos de integridade adotados pela empresa?	
08	5.4.a.i	- É citada a frequência com que os riscos de integridade, política, procedimentos e práticas são reavaliados?	
09	5.4.a.ii	- É citada a estrutura que monitora o funcionamento dos mecanismos internos de integridade?	
10	5.4.a.iii	- É citada a existência do código de ética ou conduta formalizado e aprovado?	
11	5.4.a.iii	- São citadas sanções aplicadas por violação ao código de ética ou conduta?	
12	5.4.b	- É citada a existência de canal de denúncia interno ou externo?	
13	5.4.b	- É citado o responsável pela apuração de denúncia?	
	12.1	- Descrição da estrutura administrativa	
14	12.1.ii	- A empresa cita a existência do Comitê de Auditoria?	
Data Coleta		Qtde “0”	Qtde “1”
			Qtde “NA”

Legenda: Não Evidenciado = “0” // Evidenciado = “1” // Não de Aplica = “NA”