

FUCAPE PESQUISAS E ENSINO LIMITADA – FUCAPE

WELLITON BOTÃO MARTINS

**AGRESSIVIDADE FISCAL E OS RISCOS DE MERCADO E
IDIOSINCRÁTICO NO BRASIL**

**SÃO LUIS
2019**

WELLITON BOTÃO MARTINS

AGRESSIVIDADE FISCAL E OS RISCOS DE MERCADO E

IDIOSSINCRÁTICO NO BRASIL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - FUCAPE MA, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre.

Orientador: Prof. Dr. Arilda Magna Campagnaro
Teixeira

SÃO LUIS
2019

WELLITON BOTÃO MARTINS

**AGRESSIVIDADE FISCAL E OS RISCOS DE MERCADO E
IDIOSINCRÁTICO NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - FUCAPE , como requisito parcial para obtenção do título de Mestre.

Aprovada em 14 de março de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dra.: ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA

Prof. Dr.: ANTÔNIO LOPO MARTINEZ

Prof. Dr.: CESAR VALENTIM DE OLIVEIRA CARVALHO JUNIOR

AGRADECIMENTOS

A Deus, meu pastor, que nunca deixou que nada me faltasse. A minha esposa Lilian e meu filho João Gabriel, minhas fontes de inspiração e dedicação.

A todos meus colegas de mestrado, pelo prazer de ter participado de um grupo extraordinário.

Aos professores da FUCAPE, pela excelência na arte de ensinar. E em especial, ao meu orientador Dr. Lopo Martinez, referência em conhecimento e dedicação à docência. Agradeço, também, ao professor Dr. Paulo Cavalcante - UFPB, pelas valiosas contribuições, quando da qualificação da dissertação.

“Se você pensa ou sonha que pode, comece.
Ousadia tem poder, genialidade e mágica. Ouse
fazer e o poder lhe será dado”

(Goethe)

RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar a relação da agressividade fiscal com os níveis dos riscos apresentados por um ativo, nas suas componentes risco sistemático e risco idiossincrático. A amostra foi obtida a partir das companhias brasileiras de capital aberto, que negociaram seus ativos na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) e pertencentes ao índice BOVESPA, no período compreendido entre 2011 a 2016. Como metodologia, a pesquisa foi analisada através de dados em painel efeitos fixos. Um grau de risco menor contribui com uma melhor precificação de ações, proporcionando um ambiente favorável para a geração de novos negócios. Os resultados encontrados evidenciaram uma relação entre graus de agressividade fiscal e os riscos estudados, inferindo-se que, quanto maior for a agressividade de uma organização, menos expressivo será seu beta e maior será seu risco idiossincrático. O achado para a relação direta entre a agressividade e risco idiossincrático está alinhado com a literatura, e de acordo com Guenther, Matsunaga e Williams (2017) este resultado pode estar refletindo a dispersão de retornos prováveis, em virtude da elevada imprevisibilidade futura, advinda de práticas de postergação de despesas. Já a relação inversa encontrada entre o risco de mercado e a agressividade fiscal, pode estar refletindo uma maior atratividade desses ativos em carteiras de investimentos que buscam um maior equilíbrio, neste caso, ativos de empresas com maiores níveis de agressividade fiscal, teriam seu risco idiossincrático diversificado e seu beta funcionaria como uma espécie de *hedge*, por ser menos sensível às variações do mercado.

Palavras-chaves: Tributos; Agressividade fiscal; Risco de mercado e Risco idiossincrático.

ABSTRACT

This study aims to analyze the existing connection between fiscal aggressiveness and risk levels presented by an asset, regarding its components, systematic risk and idiosyncratic risk. The sample was obtained from Brazilian publicly held companies, which negotiated its assets on São Paulo Securities, Commodities and Futures Exchange (BM & FBOVESPA) and belonging to BOVESPA index in the period between 2011 and 2016. As for the methodology, the research was analyzed through panel data fixed effects. A lower degree of risk contributes to better stock pricing, providing a favorable environment for generating new business. The results showed a relationship between degrees of fiscal aggressiveness and risks studied. It can be inferred that the greater the aggressiveness of an organization, the less significant its beta and the greater their idiosyncratic risk. The findings for the direct relationship between aggressiveness and idiosyncratic risk are aligned with the literature, and according to Guenther, Matsunaga and Williams (2017) this result may reflect the dispersion of likely returns, due to the high future unpredictability, arising from expenditure postponement practices. As for the inverse relationship found between market risk and fiscal aggressiveness, it may reflect an increased attractiveness of these assets in investment portfolios that seek a better balance, which means business assets with higher levels of fiscal aggression would have their idiosyncratic risk diversified and its beta would act as a kind of hedge, because it is less sensitive to market variations.

Keywords: Taxes; Fiscal aggressiveness; Market risk and idiosyncratic risk.

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1	8
1 INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO 2	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 AGRESSIVIDADE FISCAL.....	12
2.2 RISCO.....	16
2.3 AGRESSIVIDADE FISCAL E RISCO	19
CAPÍTULO 3	21
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	21
3.1 AMOSTRA	21
3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	21
3.3 MODELOS DE REGRESSÃO	24
3.3.1 Variável dependente Beta($t + 1$)	24
3.3.2 Variável dependente Risco Idiossincrático($t + 1$)	24
CAPÍTULO 4	26
4 RESULTADOS	26
4.1 RESULTADOS DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA	26
4.2 RESULTADOS DA CORRELAÇÃO DE PEARSON	27
4.3 RESULTADOS DA REGRESSÃO.....	28
4.3.1 Regressão variável dependente Risco de Mercado.....	28
4.3.2 Regressão variável dependente Risco Idiossincrático.....	30
CAPÍTULO 5	33
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	33
REFERÊNCIAS	35

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O Brasil possui um sistema tributário extremamente complexo, de difícil entendimento pelos seus diferentes usuários, em virtude da própria lei, quer por dar margem à diversas interpretações ou até mesmos de lacunas e brechas dessa lei. Atualmente a legislação tributária nacional conta com aproximadamente 60 (sessenta) tributos vigentes, regidos por leis, decretos e outras normas que frequentemente são alteradas, dando margens a diferentes interpretações (PILATI; THEISS, 2016).

Para Rezende e Nakao (2012) essas dificuldades de entendimentos, advindos da própria lei ou ainda, por dar margem à diversas interpretações, têm gerado conflitos em escolhas contábeis adotadas por legisladores tributários e normatizadores contábeis, tudo isso, à luz de interesses econômicos distintos. Assim, é compreensível que cabe também ao gestor determinadas opções, incluindo a possibilidade de adotar entendimentos diversificados, objetivando a divulgação de um melhor desempenho econômico, resultando em reflexos importantes nos resultados contábeis para fins de divulgação e de apropriação dos dispêndios com tributos.

Neste sentido, os gestores gerenciam tributos visando a maximização dos ganhos dos investidores, controlar riscos com fiscalizações tributárias, definir padrões de suas próprias remunerações, além de, responder aos anseios do mercado, haja vista que, despesas com impostos influenciam diretamente os preços dos ativos (GUIMARAES *et al.*, 2016). Para Martinez e Silva (2017) pode-se classificar como empresas que praticam agressividade fiscal àquelas que se apropriam de

mecanismos adequados de planejamento fiscal, visando diminuições de suas despesas com encargos tributários.

Compreende-se por gerenciamento tributário, ou tax management, como o conjunto de ações comissivas ou omissivas, desenvolvida por administradores, adotadas antes ou depois da ocorrência de um fato gerador, com a finalidade de reduzir, mitigar, transferir ou postergar de maneira legal e licita os encargos de um tributo (MACHADO; NAKAO, 2012).

Vello e Martinez (2014) alertam que, organizações que possam ser ineficientes em planejamento tributário, teriam, desta maneira, um encargo tributário maior do que seus competidores do setor, em tal magnitude que venha a prejudicar seu potencial competitivo, refletindo em um grau maior de risco em relação às suas rivais. Eles sugerem, ainda, a existência de uma relação significativa e opostas entre o risco sistemático e o grau de planejamento tributário eficiente em organizações com melhores práticas de governança corporativa.

Os resultados apresentados por uma empresa podem influenciar as percepções de risco dos investidores. Além disso, o surgimento de informações relevantes, tais como: nível de risco, lucros e fluxos de caixa futuros, pode, ainda, provocar impactos imediatos nos papéis negociados, ajustando para mais ou para menos seu índice de risco (AMORIM; LIMA; PIMENTA JUNIOR, 2014).

Silva, Favero e Almeida 2016 conceituando o risco a que estão submetidas as empresas, afirmam que a volatilidade dos retornos das ações de um ativo, representa o risco total dessa organização, podendo ser decomposto em duas componentes de risco: o risco idiossincrático ou não sistemático e o risco de mercado ou sistemático.

Neste sentido, pode-se elaborar o seguinte problema de pesquisa: Empresas nacionais, com maiores níveis de agressividade fiscal, apresentam maiores riscos de mercado e idiossincrático? Deste modo, este estudo visa verificar se empresas nacionais, com maiores níveis de agressividade fiscal, apresentam maiores riscos de mercado e idiossincrático. A amostra da pesquisa é composta por empresas nacionais de capital aberto, que negociaram seus ativos na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) e pertencentes ao índice BOVESPA, no período compreendido entre 2011 a 2016.

Resultados de estudos como este, podem colaborar com aqueles agentes que relacionam informações contábeis ao risco do negócio, estimulando pesquisas sobre o tema. Além disso, fundamenta-se este trabalho na medida em que:

(a) o nível da carga tributária exige que todos os aspectos da relação sistema tributário – empresas sejam investigados;

(b) não se sabe ao certo em que medida os usuários de informações disponibilizadas pela empresa consegue perceber a agressividade. Se percebem bem, possivelmente isto irá refletir no risco idiossincrático;

(c) trabalhos relacionando agressividade fiscal e riscos, nas componentes riscos idiossincrático e de mercado, realizados no Brasil não são conclusivos.

Pode ainda, ser útil para órgãos disciplinadores da ciência contábil, auxiliando na elaboração de normas de contabilidade (AMORIM; LIMA; MURCIA, 2012).

No capítulo 2 será abordado o referencial teórico, tratando dos conceitos e trabalhos anteriores para a agressividade fiscal, riscos, e relação entre agressividade fiscal e risco. O capítulo seguinte será destinado aos procedimentos relativos a metodologia aplicada na presente pesquisa, incluindo a delimitação da amostra,

definição das variáveis que foram objeto do estudo e suas métricas, além de tratar dos modelos matemáticos utilizados na regressão. No quinto capítulo serão apresentados os resultados obtidos a partir da correlação de Pearson e da regressão em painel. E o último capítulo será destinado às considerações finais.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 AGRESSIVIDADE FISCAL

Em países *common law*, onde é mais valorizada a essência econômica em relação a forma jurídica, observa-se uma maior diferença entre os valores encontrados para o lucro contábil e àqueles atribuídos ao resultado tributável. Nesta realidade, o sistema contábil se assenta em princípios. Em contrapartida, naqueles em que há uma maior conformidade entre os sistemas contábil e tributário, as nações *code law*, a forma prevalece sobre a essência, observando-se uma maior vinculação entre os preceitos contábeis e os regulamentos fiscais (FONSECA; COSTA, 2017).

No caso específico do Brasil, historicamente, as normas contábeis tinham uma forte vinculação com as normas tributárias. Espera-se que com a convergência aos padrões da *International Financial Reporting Standards* – IFRS, essa vinculação perca força, e que, na presença de alternativas contábeis que possibilitem a representação fidedigna, com o predomínio da essência sobre a forma, essa desvinculação provoque maior oscilação nas diferenças entre os lucros contábeis e os lucros tributáveis. (CARDOSO; COSTA; ÁVILA, 2017).

Martinez e Silva (2017) conceituam agressividade fiscal como o conjunto de procedimentos administrativos, que antecedem a incidência do fato responsável pela geração da tributação, com o objetivo de reduzir o total de seus custos com pagamentos de tributos. Visa, deste modo, através de um planejamento fiscal eficiente a redução da renda ou margem tributável.

A diminuição de impostos, perseguida pela agressividade fiscal, atinge todas as ações empresariais que tem o potencial de impactar na responsabilidade fiscal, ou seja, pode atingir atividades operacionais, ações discricionárias de gerente e vantagens fiscais (RAMOS; MARTINEZ, 2018)

Uma das medidas do nível de agressividade mais utilizada pela literatura atual sobre o tema é a *Effective Tax Rate* – ETR, obtida a partir do quociente entre despesas com impostos e os rendimentos auferidos antes dos impostos. Nesta métrica, para duas empresas que alcançam o mesmo lucro antes do pagamento dos impostos e apresentam valores de despesas com impostos divergentes, aquela que tem o menor encargo, pode ser identificada pelos investidores, como possuidor de um melhor planejamento tributário. Outra métrica importante para agressividade de uma organização empresarial é a *Book Tax Difference* – BTD, presente na hipótese da não conformidade entre lucro contábil e lucro tributável, oriundo do gerenciamento dos resultados contábeis para mais e os resultados tributários para menos (RODRIGUES; MARTINEZ, 2018).

A *Effective tax rate* - ETR estabelece uma relação entre os tributos pagos com o lucro corrente da empresa. Esta métrica pode indicar que quanto menor for o nível da carga tributária apresentada por uma empresa, maior será sua agressividade fiscal. Já a *Book-tax differences* - BTD mede a diferença entre os resultados do lucro contábil e o lucro tributável, quanto maior for a BTD de uma empresa, maior poderá ser sua agressividade fiscal (ARAÚJO *et al.*, 2018).

Marques, Costa e Silva (2016) tratando sobre o tema, chamam a atenção para os ambientes com diferentes níveis de conformidade entre os sistemas contábil e fiscal. Em países com níveis menores de vinculação entre regras contábeis e fiscais, a informação contábil se torna mais relevante para os diversos agentes econômicos.

Já em cenários em que os sistemas são alinhados, os investidores valorizam mais as informações fiscais do que os números contábeis divulgados.

Quando a BTM está fundamentada, essencialmente, no nível de conformidade entre a norma contábil e a tributária, ela é classificada como diferenças ditas não-discricionárias ou também denominada de BTM normal. Será dita diferença discricionária ou BTM anormal, quando há interferência do gestor, adotando critérios alternativos, à luz das normas contábeis e fiscais, neste caso, a origem dessa controvérsia é o gerenciamento contábil e/ou fiscal (MELLO; SALOTTI, 2013).

A BTM recebe, ainda, outros dois tipos de classificação: permanentes e temporárias. São nomeadas como BTMs permanentes - BTMP, quando uma receita ou despesa é reconhecida pelo sistema contábil, mas não provoca consequência no sistema tributário. Já as BTMs temporárias - BTMT, originam-se quando os sistemas reconhecem igualmente as receitas e as despesas, mas divergem somente quanto ao momento do reconhecimento, implicando em seus lançamentos no futuro (FONSECA; COSTA, 2017).

A classificação da BTM, em permanente e temporária, pode implicar na previsibilidade de resultados futuros. As BTMs temporárias carregam informações sobre a persistência dos lucros e sobre gerenciamento de resultados. Já as permanentes, possuem a capacidade de captar a agressividade financeira e fiscal, maior lucro contábil e menor lucro tributável. Deste modo, as classificações da BTM, em diferentes tipos, afetam de maneira diferente, o nível de incerteza que os atores econômicos possam ter sobre os retornos futuros das companhias (MARQUES; COSTA; SILVA, 2016).

Nesse entendimento, quando as empresas apresentam níveis elevados de BTM, seus resultados são menos persistentes. Fato este, que explica o porquê das

BTDs estarem associadas com o nível de incerteza dos investidores, em relação aos resultados apresentados pelas empresas (MARQUES; COSTA; SILVA, 2016).

Martinez e Salotti (2013) na mesma linha, confirmam que BTD elevadas reduzem as expectativas de investidores, pois sinaliza aumento de acréscimos discricionários e uma menor persistência de ganhos, em virtude da possibilidade de no futuro os acréscimos serem revertidos.

É apresentado no quadro 01 uma síntese cronológica das mais recentes pesquisas em âmbitos nacional e internacional, relacionando agressividade fiscal e suas métricas.

AUTOR(ES)	ANO	ACHADOS
Formigoni, Antunes e Paulo	2009	Não encontraram relação entre gerenciamento de resultado e de tributos com a BTD e não encontrou correlação entre as métricas ETR e BTD.
Comprix; Graham, e Moore	2011	Resultados obtidos sugerem que as BTDs possuem uma associação positiva com a rotatividade de ações, dispersão nas previsões dos analistas e o nível de variação dos ganhos e, portanto, com divergência de opinião entre os participantes do mercado.
Rezende e Nakao	2012	Existência de uma relação negativa entre lucro tributável e planejamento de resultados.
Machado e Nakao	2012	Empresas menores possuem pior nível de planejamento eficiente de tributos do que as empresas maiores.
Martinez e Passamani	2014	BTD temporárias podem ser reflexos de gerenciamento de resultados.
Martinez e Ronconi	2015	A métrica BTD somente tem sua capacidade informativa atual após o advento do RTT tanto para empresas com alto planejamento tributário quanto para as demais empresas; a rentabilidade é positivamente relacionada à BTD temporária.
Marques, Costa e Silva	2015	Quanto maior a magnitude da BTD, menores os lucros futuros das companhias com capital aberto nos países da América Latina.
Watson	2015	O desempenho dos lucros modera a relação entre a responsabilidade social e a evasão fiscal, em empresas norte-americanas.
Jackson	2015	Não encontra evidências, no mercado norte-americano, de que o gerenciamento de resultados contribui para a associação entre BTDs e futuras variações de resultados.
Martinez e Silva	2017	Empresas com menor nível de agressividade arcam com despesas maiores da dívida.
Braga	2017	Após a adoção mandatória das IFRS, as companhias passaram a se engajar mais em <i>tax avoidance</i> , utilizando tanto práticas que envolvem o gerenciamento dos <i>accruals</i> quanto aquelas que não envolvem.

Quadro 01 – Estudos mais recentes tratando de agressividade fiscal

Fonte: Elaborado pelo autor

2.2 RISCO

O fator risco é, normalmente, um componente presente em qualquer negócio, potencializado em momentos de turbulência no mercado, exigindo das empresas uma maior atenção em sua gestão. Soma-se a isso, a expansão no ambiente de negócios, a abertura de capital e a ampliação dos mercados, conduzindo a administração a uma crescente preocupação com a percepção do risco por potenciais investidores (COSTA; LEAL; PONTE, 2017).

Os relatórios contábeis são as ferramentas que possuem a capacidade de fornecer acesso aos parâmetros de risco, influenciando o investidor em sua tomada de decisão. Neste entendimento, a ciência contábil pode ser entendida como uma fonte, muito importante, de informação para que acionistas determinem o preço de uma ação e seu risco de mercado (AMORIM; LIMA; MURCIA, 2012).

O risco é a probabilidade de um evento previsto não ocorrer. Em virtude disso, investidores cobram um percentual para se associarem a um determinado empreendimento. Essa taxa de retorno exigida será tão maior quanto maior for o risco envolvido no negócio (AMORIM; LIMA; PIMENTA JUNIOR, 2014).

Empresas que praticam a agressividade fiscal potencializam seu grau de risco junto ao mercado de capitais, gerando dúvidas sobre sua capacidade de implementarem um planejamento de seus encargos tributário de maneira eficaz. Fato este, que gera incertezas sobre seus resultados futuros. Pesquisas anteriores encontraram variações dos níveis da BTB com elevação do risco creditício (VELLO; MARTINEZ, 2014).

Pode-se classificar conceitualmente o risco em dois tipos: o risco será classificado como sistemático se afetar as empresas em geral, não havendo a

possibilidade de sua eliminação através do método da diversificação. Será classificado como não sistemático quando for específico de uma única empresa ou de um grupo delas. Neste caso aplicando-se a diversificação, o investidor administra o risco diminuindo seu nível ou até mesmo, eliminando-o em sua totalidade (SOUZA; MASSARDI; PIRES, 2017).

Amorim, Lima e Murcia (2012) esclarecem ainda, na mesma linha, que se o risco total pode ser entendido como a soma entre risco sistemático (aquele não diversificável) e risco próprio da empresa (que pode ser diversificável) e existe a possibilidade de investidores, que operam no mercado de ativos, de diversificarem o portfólio de seus investimentos. Ou seja, eliminarem o efeito do risco diversificável, o centro de preocupação com o risco organizacional se concentra apenas no risco sistemático, que passa a ser a única componente do risco total.

Marinho *et al.* (2013) afirmam que investidores racionais analisam informações disponíveis objetivamente e que erros ou acertos em suas decisões sobre o futuro são aleatórios e não resultantes de tendências próprias do sentimento humano. Os Autores afirmam ainda, que acionistas em seus processos relativos a oportunidade de decidirem efetivar seus investimentos, avaliam pelo menos um indicador e consideram o lucro e o risco específico do mercado – βM , como fatores determinantes para a quantificação do risco em um portfólio.

Neste sentido, o risco sistemático pode ser compreendido como uma medida de sensibilidade, de um ativo individualmente ou de um portfólio de investimentos, em relação às variações que ocorrem no mercado. O Beta está relacionado, desta maneira, a totalidade do risco sistemático a que estão sujeitos os ativos, sendo, portanto, não-diversificável, independente do investimento ser em apenas um ativo ou em uma carteira (AMORIM; LIMA; PIMENTA JUNIOR, 2014).

Na mesma linha Marinho *et al.* (2013) afirmam que evidências sugerem que aumento de uma unidade no índice Beta provoca um acréscimo em cinco vezes o risco percebido pelo investidor. Motivo pelo qual, os autores colocam o índice Beta como a principal variável para aferir o nível de risco em que está sujeito um portfólio de ativos, no momento de decidir investir.

Amorim, Lima e Pimenta Júnior (2014) encontraram em suas pesquisas, uma Relação positiva entre o Beta e indicadores financeiros e de rentabilidade, bem como, com empresas que apresentam maiores lucros. Encontraram ainda uma relação inversa entre o risco de mercado e os seguintes indicadores empresariais: percentual de retorno de organizações com maiores lucros; volatilidade de *Market-to-book*; maiores ativos totais; maiores volumes de endividamento e GAF; liquidez e capital de giro.

Já o risco idiossincrático, conceitualmente, é o risco específico da empresa e segundo a teoria do Portfólio, de Harry Markowitz, os investidores com carteiras de mercado equilibradas, teoricamente, eliminariam o risco idiossincrático em sua totalidade. Entretanto, nem todos investidores mantem seus investimentos muito diversificados, existindo neste caso, resíduos ou o risco específico em sua totalidade, implicado na exigência, por partes destes investidores, de retornos adicionais, para compensarem a presença de um maior risco em suas carteiras ou investimentos singulares (MENDONÇA *et al.*, 2012).

Empresas que apresentam níveis de riscos menos expressivos são beneficiadas com uma melhor precificação de suas ações, proporcionando um ambiente favorável para novas aberturas de capital e novas emissões. Desde modo, o mercado de ações se fortalece, criando alternativas economicamente mais interessantes para o financiamento das empresas (BESSARRIA; SILVA, 2017).

É apresentado no quadro 02, uma síntese cronológica das mais recentes pesquisas, em âmbitos nacional e internacional, envolvendo os riscos de mercado e idiossincrático.

AUTOR(ES)	ANO	ACHADOS
Mendonça <i>et al.</i>	2012	A volatilidade idiossincrática constitui-se em um indicador muito bom para explicar o retorno.
Marinho <i>et al.</i>	2013	Indicadores <i>dividend yield</i> , beta de mercado e resultado líquido possuem influencia na quantificação do risco percebida por um investidor. Indicadores risco de mercado e resultado da companhia são as condicionantes portadoras de maior relevância no acréscimo do risco de uma carteira quando o investidor não leva em conta, simultaneamente todos os múltiplos presentes.
Amorim, Lima e Pimenta Junior	2014	Relação negativa entre tamanho e βM , relaciona menores riscos de mercado com endividamento menor, maior liquidez e maior folga financeira.
Vello e Martinez	2014	Relação significativa e inversa entre o risco de mercado e o nível de planejamento tributário ótimo das organizações nas empresas que apresentam melhores políticas de Governança Corporativa.
Fan; Opsal e Linda	2015	Encontraram uma forte correlação entre retorno anormal e risco idiossincrático, sendo mais forte, esta relação, em países em desenvolvimento.
Vidal-García, Vidal, e Nguyen	2016	Liquidez e risco específico são fatores de risco úteis e importantes para subgrupos de fundos mútuos de grande porte no mercado europeu.
Besarría e Silva	2017	Grau de transparência influenciando negativamente o risco.
Costa; Leal e Ponte	2017	Empresas sujeitas a um índice maior de risco publicam mais informações sobre risco de mercado.
Martinez e Ramalho	2017	Empresas que se envolvem com a sustentabilidade são menos sujeitas a passivos fiscais e, por conseguinte, são propensas a menores níveis de riscos do que as demais empresas.
Souza <i>et al</i>	2017	Carteira otimizada, quando não consegue ter resultado melhores do que o índice Ibovespa, apresenta rendimentos próximos em virtude do risco sistemático.
Kinnunen e Martikainen	2017	O risco específico ou idiossincrático é relevante para explicar a variação nos retornos esperados no mercado acionário russo.

Quadro 02 – Estudos mais recentes sobre Beta e risco idiossincrático

Fonte: Elaborado pelo autor

2.3 AGRESSIVIDADE FISCAL E RISCO

Vello e Martinez (2014) alertam que, organizações que possam ser ineficientes em planejamento tributário, teriam, desta maneira, um encargo tributário maior do que seus competidores do setor, em tal magnitude que venha a prejudicar seu potencial competitivo, refletindo em um grau maior de risco em relação às suas rivais. Eles

sugerem, ainda, a existência de uma relação significativa e opostas entre o risco sistemático e o grau de planejamento tributário eficiente em organizações com melhores práticas de governança corporativa.

Empresas estimulam seus gerentes a assumirem estratégias arriscadas, em busca de maximizar seus retornos, aceitando um maior nível de risco, existindo, desta maneira, uma relação direta entre incentivos do CEO e a agressividade fiscal (GUENTHER; MATSUNAGA; WILLIAMS, 2017).

Empresas que praticam a agressividade fiscal potencializam seu grau de risco junto ao mercado de capitais, gerando dúvidas sobre sua capacidade de efetuar um planejamento tributário eficaz, fato este, que gera incertezas sobre seus resultados futuros. Pesquisas anteriores relacionam níveis de BTM com elevação do risco creditício (VELLO; MARTINEZ, 2014).

Os autores Guenther, Matsunaga e Williams (2017) defendem em suas publicações, que operações das empresas que buscam minimizar pagamento de despesas tributárias potencializam o risco organizacional, uma vez que, a agressividade fiscal é acompanhada de incertezas futuras quanto ao dispêndio com impostos. Entretanto, os mesmos autores, não encontraram relação significativa, entre a agressividade e o risco total da empresa.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 AMOSTRA

A amostra foi obtida a partir da base de dados da Economática® e na plataforma da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sendo composta por companhias brasileiras de capital aberto, que negociaram seus ativos na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) e pertencentes ao índice BOVESPA, no período compreendido entre 2011 a 2017. Após tratamento dos dados, foram excluídas instituições com tratamento tributário diferenciado, como por exemplo instituições financeiras e seguradoras, além de serem também excluídos, ETRs com valores negativos, permitindo com isso, uma melhor compreensão dos resultados obtidos.

3.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

As variáveis independentes do estudo são a BTDT temporária e a ETR. A utilização de duas proxies visa testar uma possível convergência entre as métricas, dando maior confiabilidade aos resultados. Justifica-se a escolha da variável BTDT baseado nos ensinamentos de Fonseca e Costa (2017) que associam a BTDT temporária com a diminuição de pagamento de tributos, permitindo uma melhor associação com a agressividade fiscal.

Variáveis dependentes: O presente estudo propõe a análise da relação de dependência para duas variáveis. A primeira análise refere-se a variável dependente

que representa o risco de mercado ou sistêmico e a segunda variáveis será o risco idiossincrático ou específico da empresa.

Bessaria e Silva (2017) defendem que carteiras de ativos com maior grau de governança apresentam menor risco, quando comparadas a outras com empresas dos outros níveis. Fonseca e Costa (2017) defendem uma relação inversa entre a BTDT, tamanho do ativo e alavancagem. Amorim, Lima e Pimenta Junior (2014) chamam a atenção para a crença de que quanto maior for o ativo, menor será o risco. Consul e Saito (2014) encontraram em seus estudos, uma relação direta do rendimento do patrimônio líquido com desempenho, sugerindo a utilização desse indicador, como critério a ser utilizado por investidores na seleção de ativos. Assim, como base na literatura, serão utilizados os seguintes indicadores, como variáveis de controle: Segmento de mercado Novo mercado; Tamanho, ROE e alavancagem financeira, sendo que o tamanho foi expresso em Logaritmo natural do valor do Ativo Total.

VARIÁVEL DEPENDENTE	FÓRMULA	COMPONENTES
BTD Temporária	$BTDT = \frac{IRDt/34\%}{ATt-1}$	BTDT é a BTD temporária; IRD é a despesa obtida com IR e CSLL e a alíquota máxima do Imposto de Renda. e ATt-1 e ativo total defasado (FONSECA; COSTA, 2017).
ETR	$ETR = \frac{IR+CSLL}{LAIR}$	IR e a despesa com imposto de renda; CSLL e a despesa com contribuição social sobre o lucro líquido e LAIR e o lucro antes do imposto de renda (MARTINEZ; RAMALHO, 2017).
Tamanho	LnAT	Logaritmo natural do ativo total
ROE	$ROE = (LL / PL) * 100$	ROE e o retorno sobre o patrimônio líquido; LL = o lucro líquido e PL = patrimônio líquido. (BARBOSA; NOGUEIRA, 2018).
Alafin	$Alafin = PT / AT$	PT= passivo total e AT = ativo total. (PACHECO <i>et al.</i> 2017).

Quadro 03 – Fórmulas matemáticas das variáveis independentes

Fonte: Elaborado pelo autor

Para determinação do Beta de mercado – β_M , utiliza-se a covariância entre os resultados atingidos por um ativo e os retornos advindos do próprio mercado, dividido pela variância dos retornos do mercado. (SILVA; FÁVERO; ALMEIDA, 2016).

$$\beta_M = \text{Covar}[\text{OscAção}, \text{OscInd}] / \text{Dvp}^2[\text{OscInd}] \quad (1)$$

Onde:

Covar = função covariância

Dvp = função desvio padrão

Já para o risco idiossincrático, usa-se o modelo baseado na teoria do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*): $\text{VAR}(R_A) = \beta_A^2 \text{VAR}(R_M) + \varepsilon_{SA}^2$. Reordenando-se seus termos resulta no modelo para cálculo do IDIOS (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008).

$$\varepsilon_{SA} = \sqrt{\text{VAR}(R_A) - \beta_A^2 \text{VAR}(R_M)} \quad (2)$$

Tipo de Risco	Fórmula	Componentes
Risco de mercado	$\beta_M = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$	Sendo Cov (Ri, Rm) a covariância dos retornos do ativo com os retornos de mercado e Var (Rm) a variância dos retornos do mercado.
Risco Idiossincrático	$\varepsilon_{SA} = \sqrt{\text{VAR}(R_A) - \beta_A^2 \text{VAR}(R_M)}$	Em que: var(RA) - Variância da taxa de retorno de um ativo A qualquer (risco total); var(RM) - Variância da taxa de retorno da carteira de mercado; β_A - beta do ativo A (risco sistemático); ε_{SA} - Risco idiossincrático ou risco próprio do ativo A.

Quadro 04 – Fórmulas matemáticas das variáveis dependentes

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3 MODELOS DE REGRESSÃO

Visando identificar a existência de relação entre níveis de agressividade fiscal e as componentes riscos sistêmico e idiossincrático. Foram utilizados os modelos de regressão linear para dados com efeitos fixos conforme as equações abaixo:

3.3.1 Variável dependente Beta(t + 1)

Este modelo verifica a possível significância presente entre o nível do risco sistêmico e as métricas da BTDT – equação (3) e ETR – equação (4), como proxy da agressividade fiscal. $Beta_{(t+1)}$ é o Beta de mercado da empresa defasado em t-1; BTDT é a métrica da Book-Tax Difference Temporária; a ETR é a *Effective tax rate*; NM representa o segmento Novo Mercado; TAM é o Tamanho da empresa; ALAFIN é a Alavancagem Financeira e ROE é o Retorno do Patrimônio Líquido; α_0 é o intercepto e ε é o erro associado ao modelo.

$$Beta_{(t+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 BTDT_{(t)} + \alpha_2 TAM_{(t)} + \alpha_3 ROE_{(t)} + \alpha_4 ALAFIN_{(t)} + \alpha_5 NM + \varepsilon \quad (3)$$

$$Beta_{(t+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 ETR_{(t)} + \alpha_2 TAM_{(t)} + \alpha_3 ROE_{(t)} + \alpha_4 ALAFIN_{(t)} + \alpha_5 NM + \varepsilon \quad (4)$$

3.3.2 Variável dependente Risco Idiossincrático(t + 1)

Testa a correlação, a um nível de confiança de 5%, entre o risco idiossincrático e as proxies da agressividade fiscal, BTDT – equação (5) e ETR – equação (6). $IDIOS_{(t+1)}$ é o risco idiossincrático da empresa defasado em t-1.

$$IDIOS_{(t+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 BTDT_{(t)} + \alpha_2 TAM_{(t)} + \alpha_3 ROE_{(t)} + \alpha_4 ALAFIN_{(t)} + \alpha_5 NM + \varepsilon \quad (5)$$

$$\text{IDIOS}_{(t+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ETR}_{(t)} + \alpha_2 \text{TAM}_{(t)} + \alpha_3 \text{ROE}_{(t)} + \alpha_4 \text{ALAFIN}_{(t)} + \alpha_5 \text{NM} + \varepsilon$$

(6)

Capítulo 4

4 RESULTADOS

Para se alcançar os objetivos da pesquisa, foram adotadas as ferramentas estatísticas de correlação de Pearson e regressão em painel com efeitos fixos. A análise econométrica foi realizada a partir da plataforma do programa de estatística Stata.

4.1 RESULTADOS DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na Tabela 01 é registrado o resultado da estatística descritiva. As variáveis independentes, estão defasadas em relação às variáveis dependentes, visando, com isso, identificar reflexos em $t+1$, nos riscos estudados, reflexos estes, advindos da variação dos dados das componentes independentes. O tamanho é expresso em função logarítmica.

TABELA 01: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão
BETA	300	0,79	0,49
IDIOS	270	4,37	1,20
BTDT	327	0,05	0,20
ETR	330	0,88	6,87
NM	330	0,62	0,49
TAM	326	7,08	0,49
ALAFIN	329	0,56	0,20

ROE	-0,176***	-0,046	0,177***	0,082
-----	-----------	--------	----------	-------

Fonte: Dados da pesquisa; Nível de significância: 1% (***), 5% (**) e 10% (*); elaborado pelo autor. Nota: Beta é o Beta de mercado; IDIOS é o risco idiossincrático; BTDT é a *Book-Tax Difference* Temporária; ETR é a *Effective Tax Rate*; NM é a *dummy* para Novo Mercado; TAM é o tamanho do ativo; ALAFIN é a Alavancagem Financeira e ROE é o Retorno do Patrimônio Líquido

Em relação às variáveis de controle, os dados apresentaram relação inversa e significativa entre as componentes do modelo novo mercado, alavancagem financeira e retorno do patrimônio líquido e o risco sistemático, apresentando significância a 1%, 10% e 1% respectivamente. Desse modo, pode inferir que, quanto maiores forem os níveis de NM, ALAFIN e ROE de uma empresa, menor será seu risco de mercado. A alavancagem financeira se correlacionou inversamente com o risco idiossincrático, significância de 10%, podendo significar que empresas mais alavancadas financeiramente, possuem menor risco específico. Os dados apontam ainda, para uma relação inversa entre a variável ALAFIN e a BTDT, nível de significância observado a 10%, e direta entre o retorno do patrimônio líquido e a BTDT. Podendo-se inferir, deste modo, que empresas mais alavancadas tendem a apresentarem um nível menor de agressividade e aquelas com maior retorno sobre o PL, apresentarem maior nível de agressividade. Não foram encontradas outras relações significantes. Os achados para a variável NM se alinha com os estudos realizados por Bessaria e Silva (2017) e Vello e Martinez (2017). Os resultados para a relação tamanho e risco de mercado não confirmam os achados de Amorim, Lima e Pimenta Júnior (2014).

4.3 RESULTADOS DA REGRESSÃO

4.3.1 Regressão variável dependente Risco de Mercado

Quando se utiliza a BTDT, como proxy que capta a presença de agressividade fiscal de uma empresa em relação ao risco sistemático, Tabela 03, o coeficiente

encontrado apresenta sinal negativo, com significância obtida a 10% (dez por cento). A literatura sobre o tema indica que quanto maior o valor da BTDT, maior pode ser o nível de agressividade apresentado por uma empresa, isto sugere, a luz dos achados, que quanto maior for o nível de agressividade de uma organização, menor será seu Beta.

As variáveis de controle novo mercado e retorno sobre o patrimônio líquido, ambas significantes a 5%, apresentaram coeficientes negativos, indicando uma relação inversa entre estas variáveis e o risco sistemático. Esses resultados indicam que quanto maiores forem o grau de governança corporativa e o resultado alcançados pelo patrimônio líquido de uma empresa, menor poderá ser seu risco de mercado.

TABELA 03: REGRESSÃO BETA EM RELAÇÃO A BTDT, NM, TAM ROE E ALAV

Beta	Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística T	P-Valor
BTDT	-0,155	0,073	-2,14	0,086*
NM	-0,325	0,108	-3,00	0,030**
TAM	-0,079	0,054	-1,48	0,199
ROE	-0,002	0,001	-2,72	0,042**
ALAFIN	-0,170	0,134	1,27	0,261
R-Quadrado	Dentro = 0,135	Entre = 0,518	Total = 0,137	

Fonte: Dados da pesquisa; elaborado pelo autor;

Nota1: Nível de significância: 1% (***), 5% (**) e 10% (*);

Nota2: Beta é o Beta de mercado; BTDT é a *Book-Tax Difference* Temporária; NM é a *dummy* para Novo Mercado; TAM é o tamanho do ativo; ALAFIN é a Alavancagem Financeira e ROE é o Retorno do Patrimônio Líquido.

Quando os dados se referem as métricas de agressividade ETR, em função do Beta, Tabela 04, o coeficiente encontrado é positivo, com significância determinada a 1%. Considerando-se que, segundo a literatura sobre o tema, quanto menor o valor da ETR relacionada a uma organização, maior será seu nível de agressividade, os achados convergem com os dados para a BTDT, reforçando que quanto mais elevado

for o nível de agressividade apresentado por uma organização, menos expressivo será seu Beta.

Os dados apresentando para a s variáveis de controle reforçam os achados quando a métrica de agressividade é a BTDT, sugerem, mais uma vez, que empresas com maior nível de governança e maiores valores obtidos pelo ROE podem apresentar menores riscos de mercado.

TABELA 04: REGRESSÃO BETA EM RELAÇÃO A ETR, NM, TAM ROE E ALAV

Beta	Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística T	P-Valor
ETR	0,075	0,001	38,36	0,000***
NM	-0,327	0,109	-2,98	0,031**
TAM	-0,071	0,055	-1,27	0,260
ROE	-0,004	0,001	-2,84	0,036**
ALAFIN	0,156	0,134	-1,16	0,297
R-Quadrado	Dentro = 0,1475	Entre = 0,1931	Total = 0,2469	

Fonte: Dados da pesquisa; elaborado pelo autor;

Nota1: Nível de significância: 1% (***), 5% (**) e 10% (*);

Nota2: Beta é o beta de mercado; ETR é a *Effective Tax Rate*; NM é a *dummy* para Novo Mercado; TAM é o tamanho do ativo; ALAFIN é a Alavancagem Financeira e ROE é o Retorno do Patrimônio Líquido.

4.3.2 Regressão variável dependente Risco Idiossincrático

Os dados obtidos quando a variável dependente é o risco específico da empresa e a variável independente é a métrica BTDT, Tabela 05, apresentam coeficiente positivo, estabelecendo uma proporcionalidade direta, com significância a 1% (um por cento). A luz da literatura, pode significar que o risco idiossincrático da organização é proporcional à sua agressividade, desse modo, quanto maior for o nível de agressividade maior será o valor apresentado para seu risco específico.

Somente a variável de controle novo mercado, apresentou significância, encontrando-se, para esta variável, um coeficiente negativo, inferindo-se, assim, que organizações que possuem maior nível de governança apresentam risco idiossincrático mais expressivos.

TABELA 05: REGRESSÃO IDIOS EM RELAÇÃO A BTDT, NM, TAM ROE E ALAV

Idios	Coeficiente	Desvio Padrão	Estatística T	P-Valor
BTDT	0,447	0,106	4,22	0,008***
NM	0,158	0,052	3,05	0,029**
TAM	-0,051	0,105	-0,48	0,650
ROE	-0,003	0,003	-0,77	0,477
ALAFIN	0,888	0,701	1,27	0,261
R-Quadrado	Dentro = 0,030	Entre = 0,163	Total = 0,033	

Fonte: Dados da pesquisa; elaborado pelo autor;

Nota1: Nível de significância: 1% (***), 5% (**) e 10% (*);

Nota2: IDIOS é o risco idiossincrático; BTDT é a *Book-Tax Difference* Temporária; NM é a *dummy* para Novo Mercado; TAM é o Tamanho do ativo; ALAFIN é a Alavancagem Financeira e ROE é o Retorno do Patrimônio Líquido.

Quando a métrica adotada para explicitar níveis de agressividade é a ETR em relação ao risco idiossincrático da empresa, Tabela 06, o coeficiente encontrado é negativo, com significância a 1%. Pode-se inferir, neste caso, que os achados convergem com os dados para a BTDT, ou seja, quanto mais agressiva for uma empresa mais expressivo será seu risco específico.

Somente a variável de alavancagem financeira, apresentou significância (5%). O coeficiente encontrado foi positivo, podendo indicar que quanto mais alavancada for uma empresa, maior será seu risco específico.

TABELA 06: REGRESSÃO IDIOS EM RELAÇÃO A ETR, NM, TAM ROE E ALAV

Idios	Coeficiente	Desvio Padrão	Estatística T	P-Valor
-------	-------------	---------------	---------------	---------

ETR	-0,376	0,003	-11,51	0,000***
NM	0,138	0,922	1,50	0,193
TAM	-0,087	0,111	-0,79	0,468
ROE	0,006	0,003	-0,48	0,649
ALAFIN	0,954	1,212	3,62	0,015**
R-Quadrado	Dentro = 0,055	Entre = 0,216	Total = 0,063	

Fonte: Dados da pesquisa; elaborado pelo autor;

Nota1: Nível de significância: 1% (***), 5% (**) e 10% (*);

Nota2: IDIOS é o risco idiossincrático; ETR é a *Effective Tax Rate*; NM = é a *dummy* para Novo Mercado; TAM é o tamanho do ativo; ALAFIN é a Alavancagem Financeira e ROE é o Retorno do Patrimônio Líquido.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa se propôs verificar a influência da agressividade fiscal sobre os riscos de mercado e idiossincrático em empresas brasileiras. As componentes dependentes dos modelos adotados foram os riscos de mercado e idiossincrático e, como variáveis independentes da pesquisa, as métricas que captam a intensidade da *tax avoidance* nas suas modalidades ETR e BTM. Empregou-se, como variáveis de controle para este estudo as seguintes componentes: uma *dummy* para Segmento de mercado Novo mercado; Tamanho, Roe e Alavancagem financeira. Araújo et al, (2018) ressalta a relação direta entre níveis presentes de agressividade fiscal e a métrica *Book-tax differences* e inversa com a *Effective tax rate*, assim, podemos inferir que empresas com maiores níveis de agressividade fiscal, apresentam maiores valores para a BTM e menores para a ETR.

Estudos anteriores indicam que a agressividade fiscal potencializa o risco organizacional. Vello e Martinez (2014) e Guenther, Matsunaga e Williams (2017) compactuam com esse pensamento, apesar dos últimos não terem encontrado nenhuma relação significativa entre o risco total de uma empresa e sua agressividade fiscal. Neste estudo, o risco total foi fracionado em suas duas componentes: risco de mercado e risco idiossincrático, visando verificar se a potencialização do risco se dá em ambientes distintos.

Os resultados encontrados evidenciaram uma relação entre graus de agressividade fiscal de um ativo e as componentes dos riscos estudados, inferindo-se que, quanto maior for a agressividade de uma organização, menos expressivo será

seu beta e maior será seu risco idiossincrático. O resultado obtido a partir da relação direta entre a agressividade e risco idiossincrático está alinhado com a literatura, e de acordo com Guenther, Matsunaga e Williams (2017) este resultado pode estar refletindo a dispersão de retornos prováveis, em virtude da elevada imprevisibilidade futura, advinda de práticas de postergação de despesas. Já a relação inversa encontrada entre o risco de mercado e a agressividade fiscal, pode estar refletindo uma maior atratividade desses ativos em carteiras de investimentos que buscam um maior equilíbrio. Neste caso, ativos de empresas com maiores níveis de agressividade, teriam seu risco idiossincrático diversificado e seu beta funcionaria como uma espécie de *hedge*, por ser menos sensível às variações do mercado.

A indisponibilidade de dados sobre despesas com tributos anteriores a 2011, bem como, o número pouco expressivo de empresas que pertencem ao índice Bovespa, se constituíram nas principais limitações deste estudo. Em discussões futuras sobre o tema sugere-se uma ampliação da amostra e contextualização com os níveis de instabilidade da economia nacional

REFERÊNCIAS

AMORIM, A. L. G. C.; LIMA, I. S.; MURCIA, F. D. Análise da relação entre as informações contábeis e o risco sistemático no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 23, n. 60, p. 199-211, 2012.

AMORIM, A. L. G. C.; LIMA, I. S.; PIMENTA JÚNIOR, T. Informação contábil e beta de mercado. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, p. 128-143, 2014.

ARAÚJO, R. A. M.; LEITE FILHO P. A. M.; SANTOS L. M. S.; CÂMARA R. P. B. Agressividade fiscal: uma comparação entre empresas listadas na NYSE e BM&FBOVESPA. Enfoque: Reflexão Contábil, v. 37 n. 1 p. 39-54, 2018.

BESARRIA, C. N.; SILVA, H. S. A efetividade da governança corporativa sobre o risco dos ativos da BM&FBOVESPA. **RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 3, p. 933-956, 2017.

CARDOSO, T. A. O.; COSTA, P. S.; ÁVILA, L. A. C. A persistência da Book-Tax Differences nas companhias abertas brasileiras após a adoção do International Financial Reporting Standards (IFRS). **Revista Alcance**, v. 24, n. 4, p. 462-475, 2017.

COMPRIX, J.; GRAHAM, R. C.; MOORE, J. A. Empirical evidence on the impact of book-tax differences on divergence of opinion among investors. **Journal of the American Taxation Association**, v. 33, n. 1, p. 51-78, 2011.

CONSUL, C. C.; SAITO, A. T. Desempenho de carteiras selecionadas pelo uso do ROE entre 2008 e 2013. **Caderno Profissional de Administração da UNIMEP**, v. 4, n. 1, p. 92-102, 2014.

COSTA, B. M. N.; LEAL, P. H.; PONTE, V. M. R. Determinantes da divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras. **RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 2, p. 729-756, 2017.

FAN, S.; OPSAI, S.; LINDA Y. Equity anomalies and idiosyncratic risk around the world. **Multinational Finance Journal**, v. 19, n. 1, p. 33-75, 2015.

FOLSTER, A.; SILVEIRA, T. P.; FERREIRA L. F.; LUNKES, R. J. Pesquisa empírica em contabilidade tributária: um panorama das pesquisas tributárias no Brasil. **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 6, n. 1, p. 1-16, 2016.

FONSECA, K. B. C.; COSTA, P. S. Fatores determinantes das Book-Tax Differences. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 11, n. 29, p. 17-29, 2017.

FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e

gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 44-61, 2009.

FRANK, M. M.; LYNCH, L. J.; Rego, S. O., Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. **Accounting Review**, v. 84, n. 2, 2009.

GUENTHER, D. A.; MATSUNAGA, S. R.; WILLIAMS, B. M. Is tax avoidance related to firm risk? **The Accounting Review**, v. 92, n. 1, p. 115–136, 2017.

GUIMARÃES, G. O. M.; CURVELLO, R. S.; MARQUES, J. A. V. C.; MACEDO, M. A. S. Gerenciamento tributário: evidências empíricas no mercado segurador brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13, n. 30, p. 134-159, 2016.

JACKSON, M. Book-tax differences and future earnings changes. **Journal of the American Taxation Association**, v. 37, n. 2, p. 49-73, 2015.

KINNUNEN, J.; MARTIKAINEN, M. Expected returns and idiosyncratic risk: Industry-level evidence from Russia. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 53, n. 11, p. 2528-2544, 2017.

MACHADO, M. C.; NAKAO, S. H. Diferenças entre o lucro tributável e o lucro contábil das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 3, p. 100-112, 2012.

MARINHO, K. B. A.; MENEZES, T. A.; LAGIOIA, U. C. T.; CARLOS FILHO, F. A.; LEMOS, L. V. Indicadores financeiros e contábeis que influenciam a tomada de decisão do investidor na elaboração de uma carteira de ações e na determinação do nível de risco. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 1, n. 2, p. 52-68, 2013.

MARQUES, A. V. C.; COSTA, P. S.; SILVA, P. R. Relevância do conteúdo informacional das Book-Tax Differences para previsão de resultados futuros: evidências de países-membros da América Latina. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 27, n. 70, p. 29-42, 2016.

MARTINEZ, A. L.; RAMALHO, V. P. Agressividade Tributária e Sustentabilidade Empresarial no Brasil. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 16, n. 49, p. 7-16, 2017.

MARTINEZ, A. L.; RONCONI, L. B. conteúdo informativo do lucro tributável em relação ao lucro contábil no Brasil - antes e após o Regime de Transição Tributária (RTT). **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 1, p. 35-56, 2015.

MARTINEZ, A. L.; SILVA, R. F. Agressividade fiscal e o custo de capital de terceiros no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 240-251, 2017.

MARTINEZ, A. L.; SOUZA, T. B. T.; MONTE-MOR, D. S. Book-Tax Differences, earnings persistence and tax planning before and after the adoption of IFRS in

Brazil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 9, n. 2, p. 162-180, 2016.

MELLO, H. R.; SALOTTI, B. M. (2013). Efeitos do regime tributário de transição na carga tributária das companhias brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 19, p. 3-15, 2013.

PILATI, R. H.; THEISS, V. Identificação de situações de elisão e evasão fiscal: Um estudo com contadores no estado de Santa Catarina. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 15, n. 46, p. 61-73, 2016.

RAMOS, M. C.; MARTINEZ, A. L. Agressividade tributária e o refazimento das demonstrações financeiras nas empresas brasileiras listadas na B3. **Pensar Contábil**, v. 20, n. 72, p. 4-15, 2018.

REZENDE, G. P.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 6-21, 2012.

RODRIGUES, M. A.; MARTINEZ, A. L. Demora na publicação das demonstrações contábeis e a agressividade fiscal. **Pensar Contábil**, v. 20, n. 71, p. 14-23, 2018.

SILVA, C. L.; FÁVERO, L. P. L.; ALMEIDA, J. E. F. Lucro abrangente e medidas de risco total e sistemático de companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 3, p. 1-37, 2016.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, art. 4, p. 51-66, 2008.

SOUZA, L. C.; MASSARDI, W. O.; PIRES, V. A. V. Otimização de carteira de investimentos: Um estudo com ativos do Ibovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 201-213, 2017.

VELLO, A. P. C.; MARTINEZ, A. L. Planejamento tributário eficiente: uma análise de sua relação com o risco de mercado. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 23, p. 117-140, 2014.

VIDAL-GARCÍA, J.; VIDAL, M.; NGUYEN, D. Do liquidity and idiosyncratic risk matter? Evidence from the European mutual fund market. **Review of Quantitative Finance & Accounting**, v. 47, n. 2, p213-247, 2016.

WATSON, L. Corporate social responsibility, tax avoidance, and earnings performance. **Journal of the American Taxation Association**, v. 37, n. 2, p1-21, 2015.