

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE MA

LUCIMARA SAMPAIO BASILIO

**AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E
VALOR DE MERCADO NO CURTO E LONGO PRAZO**

**SÃO LUÍS
2022**

LUCIMARA SAMPAIO BASILIO

**AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E
VALOR DE MERCADO NO CURTO E LONGO PRAZO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada-MA, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Edvan Soares de Oliveira

**SÃO LUÍS
2022**

LUCIMARA SAMPAIO BASILIO

**AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E
VALOR DE MERCADO NO CURTO E LONGO PRAZO**

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

Aprovada em 25 de janeiro de 2022.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. EDVAN SOARES DE OLIVEIRA
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Profa. Dra. SILVANIA NERIS NOSSA
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Profa. Dra. FLÁVIA DE OLIVEIRA RAPOZO
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela sua infinita misericórdia e amor que me ajudou a superar as dificuldades e não permitiu que desistisse nesses dois anos de curso.

À minha mãe Lucivalda Sampaio e ao meu irmão Romário Basílio, por todo apoio mesmo distante fisicamente, transmitindo força e coragem para superar os desafios.

Ao meu esposo Gerardo Sampaio, pela paciência e apoio dedicados à nossa família.

Aos colegas do mestrado da FUCAPE – MA, que mesmo distantes sempre estiveram dispostos a ajudar, em especial a Ananda e ao Jhonny.

Aos meus professores da FUCAPE – MA pelos conhecimentos transmitidos.

Ao meu orientador, prof. Dr. Edvan Soares de Oliveira pela brilhante condução e orientação vital para conclusão deste projeto.

RESUMO

O objetivo da pesquisa é identificar se a relação da agressividade tributária e o valor das firmas é afetada pelo fato delas estarem ou não em níveis diferenciados de governança corporativa, sobretudo esse efeito no curto e no longo prazo. Para verificar o efeito citado, foram utilizados modelos de regressão múltipla estimados por Mínimos Quadrados Ordinários controlados por efeito fixo de ano e setor. Para medir agressividade tributária, utilizou-se métricas *Effective Tax Rate* (ETR), *Book-Tax Differences* (BTD) e *Taxa_DVA* (TDVA). O valor de mercado foi medido pela métrica *Q de Tobin*. Para governança corporativa, adotou-se os níveis diferenciados de governança elaborados pela BOVESPA. A título de resultados, confirmou-se que a agressividade tributária tem um efeito negativo no valor de mercado da empresa e o efeito dessa relação é ponderado pela governança corporativa. No curto prazo, boas práticas de governança tendem a diminuir os efeitos negativos sobre o valor das empresas, pois o planejamento tributário é melhor administrado. Logo, o que se verifica é um ganho no desempenho e no valor de mercado; no longo prazo, devido à alta reputação da empresa e a disseminação de práticas agressivas, os investidores tendem a deixar suas participações, mesmo com altos níveis de governança, o que acaba por afetar negativamente o valor dessas empresas. O trabalho contribui com a literatura ao analisar o efeito da agressividade tributária sobre o valor da empresa na esfera temporal, demonstrando se o efeito negativo apresentado no curto prazo persiste no longo prazo.

Palavras-chave: Agressividade tributária; governança corporativa; valor de mercado.

ABSTRACT

The objective of the research is to identify whether the relationship between tax aggressiveness and the value of firms is affected by the fact that they are or not at different levels of corporate governance, especially this effect in short and long term. In order to verify the effect mentioned, were used models of multiple regression estimated by Ordinary Least Squares controlled by fixed effects of year and sector. To measure tax aggressiveness, the metrics Effective Tax Rate (ETR), Book-Tax Differences (BTD) and Taxa_ DVA (TDVA) were used. Market value was measured by Tobin's Q metric. For corporate governance, the differentiated levels of governance elaborated by BOVESPA were adopted. As results, it was confirmed that tax aggressiveness has a negative effect on the company's market value and the effect of this relationship is weighted by corporate governance. In the short term, good proper governance practices tend to reduce the negative effects on the value of companies, as tax planning is better managed. Therefore, what is verified is a gain in performance and market value; in the long term, due to the company's high reputation and the spread of aggressive practices, investors tend to leave their shares, even with high levels of governance, which ends up negatively affecting the value of these companies. The work contributes to the literature by analyzing the effect of tax aggressiveness on company value in the temporal sphere, demonstrating whether the negative effect shown in the short term persists in the long term.

Keywords: Tax aggressiveness; corporate governance; market value.

SUMÁRIO

1.INTRODUÇÃO	7
2.REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 VALOR DE MERCADO	12
2.2 AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA	14
2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA	17
2.4 AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA, VALOR DE MERCADO, GOVERNANÇACORPORATIVA E SINALIZAÇÃO NO LONGO PRAZO	20
3.METODOLOGIA	22
3.1 BASE DE DADOS E AMOSTRA	22
3.2 VARIÁVEIS	22
3.2.1 VALOR DE MERCADO	23
3.2.2 AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA	24
3.2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA	25
3.2.4 CONTROLE	26
3.3 MODELOS E ESTIMAÇÃO	27
4.RESULTADOS	29
5.CONSIDERAÇÕES FINAIS	37
REFERÊNCIAS	39

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A carga tributária das empresas brasileiras é considerada uma das mais altas do mundo (Lima & Rezende, 2019). A incidência de tais tributos influencia na tomada de decisão pois, naturalmente, os investidores têm interesse em diminuir os pagamentos de impostos e aumentar o valor de empresa (Potin, Silva, Reina & Neto, 2016). As práticas usadas à redução das obrigações tributárias, de acordo com os níveis e intensidades, definem o grau de agressividade do planejamento tributário e a magnitude da redução dos tributos (Martinez, 2017).

Na legislação brasileira, assim como na literatura, não há uma medida definitiva sobre agressividade tributária, assim como não existe um consenso na sua definição. O planejamento tributário agressivo é aquele que vai além do aceitável ou conhecido (Blouin, 2014). Inicialmente, ele reduz as obrigações tributárias ao utilizar tanto brechas na legislação quanto benefícios existentes, inserindo-se no contexto organizacional das operações empresariais (Martinez, 2017).

A literatura tem se mostrado inconsistente quanto ao efeito da agressividade tributária na *performance*. Empresas que praticam agressividade tributária tendem a ter um baixo desempenho financeiro, e isso se explica pelo reflexo negativo dos encargos tributários sobre os retornos dos investimentos, o que acaba por reduzir o fluxo de caixa (Santana & Rezende, 2016; Aprini, Ritter, & Piccoli, 2020). Ao mesmo tempo, essas empresas apresentam menor rentabilidade, dada a complexidade do sistema tributário ao mercado onde a empresa está inserida, e a forma de financiamento da firma (Araújo & Leite Filho, 2018). No entanto, existem evidências

de uma associação positiva entre o planejamento tributário e o desempenho das empresas no longo prazo (Blaylock, Shevlin, & Wilson, 2012; Vello & Martinez, 2014; Martinez & Ramos, 2006) que justificam tal relação pela redução do risco que é promovido pelo planejamento.

Para um planejamento tributário eficiente, é essencial que haja transparência e alinhamento de interesses entre os agentes, ou seja, práticas relacionadas à governança corporativa (Vello & Martinez, 2014). Nesse cenário, a governança é essencial para o bom funcionamento do mercado de capitais (Martinez & Ramos, 2006).

A governança corporativa pode ser entendida como um sistema de gestão que fomenta e reforça a transparência e a ética nas empresas (Silva, 2004). Dessa forma, a governança apresenta-se como um recurso valioso, ao agregar valor à organização por meio da confiabilidade, segurança, credibilidade, transparência, marca e reputação (Domeneghetti & Meir, 2009).

No Brasil, a BOVESPA, com intenção de aumentar a proteção aos investidores minoritários e proporcionar uma maior transparência, criou níveis de governança corporativa. As empresas que aderem voluntariamente aos chamados níveis diferenciados (*Nível 1*, *Nível 02* e *Novo Mercado*) cumprem graus de exigências crescentes em relação às práticas de governança corporativa, exigências essas que estão ligadas à confiabilidade, segurança, credibilidade, transparência, marca e reputação (Queiroz, Bastos, Cueva, & Mendes, 2019).

Das empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, pode-se esperar melhorias no desempenho financeiro e, ao mesmo tempo, a mitigação dos custos de agência entre acionistas minoritários e acionistas majoritários (Agarwal & Singh, 2021). O aumento no valor, que acaba por

proporcionar um melhor posicionamento diante do mercado de capitais, provoca, conseqüentemente, uma melhor percepção dos investidores sobre a expectativa de rentabilidade futura (Carreiro, Nascimento, Barbosa, Neto, & Silva, 2021; Vieira, Velasquez, Losekann & Ceretta, 2011; Almeida, Parente, Luca & Vasconcelos, 2018; Silva & Leal, 2005; Pinto & Martinez, 2014).

Segundo Hanlon e Slemrod (2009), para um planejamento tributário eficiente, a empresa deve atentar-se para os custos implícitos e explícitos decorrentes das práticas tributárias, em especial para os custos de reputação, que se trata de algo criado e consumido pela empresa como parte de uma estratégia corporativa, adotando uma visão de cidadania (empresas respeitáveis) e de licença moral (Graham, Hanlon, Shevlin, & Shroff, 2014; Bai, Lobo & Zhao, 2017). Ainda segundo os autores, empresas cujas práticas de planejamento tributário agressivo são noticiadas, tendem a ter o valor de suas ações diminuídas devido à rejeição social.

Nesse contexto, há preocupação por parte dos executivos quanto aos custos reputacionais que o planejamento tributário agressivo pode gerar (Graham *et al.*, 2014), já que existem evidências que o valor da empresa está negativamente relacionado ao seu nível de planejamento tributário, e conseqüentemente aos custos reputacionais (Dhaliwal, Goodman, Hoffman, & Schwab, 2016). No entanto, existem evidências que o mercado pode levar um certo tempo para compreender as práticas adotadas pelas empresas e assim, não reagir de forma instantânea ao comportamento delas (Santana & Rezende, 2016).

Alguns pontos trazidos ajudam a compreender as relações que se pretende estudar. Primeiro, a contradição na literatura a respeito do efeito da agressividade na *performance*; depois, o fato da governança corporativa ser um mecanismo que pode ao mesmo tempo ajudar a empresa a lidar melhor com planejamento tributário e

gerar custos reputacionais, juntamente com o fato de que os *stakeholders*, que podem afetar de alguma maneira o valor da empresa, levam tempo para absorver uma certa informação.

De acordo com o exposto, espera-se que a ambiguidade existente na relação entre agressividade tributária e valor seja norteadada tanto pela governança, quanto pelo tempo que se leva para que a reputação da empresa seja de fato observada. Espera-se que o efeito negativo da agressividade fiscal seja menos evidente quando a empresa adere a maiores níveis de governança, no entanto, uma empresa classificada nos maiores níveis, a qual se espera melhores práticas e por isso tem uma maior expectativa sobre ela, seria mais rejeitada no longo prazo, uma vez que uma má reputação vinda do planejamento tributário agressivo influencia negativamente o valor da empresa, e o mercado ao longo do tempo é capaz de absorver tal informação.

Assim, um questionamento relevante é: o nível de governança corporativa pondera de forma diferente o efeito da agressividade tributária sobre o valor da empresa no curto e no longo prazo?

O objetivo da pesquisa é identificar se a relação da agressividade tributária e o valor das firmas é afetada pelo fato delas estarem ou não em níveis diferenciados de governança corporativa, sobretudo esse efeito no curto e longo prazo.

Para se alcançar tais objetivos, foram analisados modelos de regressão linear múltipla, tendo como variável dependente o Q de Tobin e como independentes a agressividade tributária (medida por ETR, BTD e TTVA), *dummies* de governança corporativa e as interações entre o nível de governança e a agressividade. A estimação foi feita a partir do estimador de Mínimos Quadrados Ordinários com efeito fixo de ano e setor, com erros padrões corrigidos pelo estimador de *White*.

Os resultados evidenciaram que níveis diferentes de governança de fato direcionam a relação entre agressividade e valor, e de maneira diferente a depender se no curto ou no longo prazo. No curto prazo, o planejamento tributário agressivo tende a diminuir o valor das firmas, no entanto, essa redução é menos evidente para as empresas que possuem altos níveis de governança. No longo prazo, maiores níveis de agressividade também reduzem valor, só que de forma mais expressiva para empresas com altos padrões de governança. Evidenciou-se assim, a importância dos custos implícitos, sobretudo da reputação, na maneira como o planejamento tributário pode ser um impulsionador ou um destruidor de valor.

Sob a perspectiva teórica, o trabalho contribui ao evidenciar possíveis motivos para a inconsistência encontrada na literatura sobre a associação entre planejamento tributário agressivo e valor, apontando para relações diferentes a depender de níveis de governança e horizonte temporal.

Sob a perspectiva prática, o trabalho traz contribuições para as discussões a respeito de agressividade tributária, evidenciando os custos de ser mais ou menos agressivo a depender do perfil da empresa, quanto a sua governança e do horizonte de tempo. Para a empresa, é possível evidenciar as melhores estratégias de planejamento tributário, principalmente sob a ótica de sua reputação e consequentemente seu valor no curto e longo prazo. Para o investidor, é possível mostrar a importância de estar atento à sinalização que a empresa dá pelo seu comportamento de agressividade tributária e assim, tomar melhores decisões baseado na reputação das empresas.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 VALOR DE MERCADO

O valor de mercado de um ativo ou conjunto de ativos é, de forma livre, definido e negociado entre os agentes, sem pressões externas; esse processo representa no ato o consenso entre as partes (Lemme, 2001). Para chegar ao valor de mercado, os investidores utilizam-se das informações contábeis relevantes (Moura, Barbosa, Schio, & Mazzioni, 2020).

O valor de mercado da empresa é determinado pelos fluxos de caixas operacionais esperados, descontados à uma taxa de risco dos ativos, considerando sua solidez financeira, consolidação no mercado, ativos tangíveis e intangíveis. Ainda, no valor de mercado é esperado um grau de subjetivismo, visto que é o valor que as partes estão dispostas a pagar no processo de negociação. (Rosa, Bastos, Silva & Sousa Ribeiro, 2021; Damodaran, 2004; Martinez, 1999)

Uma métrica utilizada de maneira frequente na literatura para mensuração do valor de mercado (Desai & Dharmapala, 2009; Santana & Rezende, 2016; Santana, 2014; Linhares, 2021) é o Q de Tobin, que é um indicador dado pela razão entre o valor de mercado da empresa e o ativo total. No entanto, métricas como Valor Econômico Agregado (EVA) e Fluxo de Caixa Operacional são utilizados para mensurar a criação de valor da empresa e, conseqüentemente, geração de riqueza dos acionistas a partir das informações contábeis (Menegussi & Domingues, 2021; Bastos, Nakamura, David, & Rotta, 2009).

A literatura apresenta vários determinantes do valor de mercado das empresas. O *accruals* e o fluxo de caixa, por exemplo, afetam esse valor. Apesar do *accruals* muitas vezes ser ignorado nos modelos de avaliação, ele apresenta informações adicionais sobre o fluxo de caixa futuro; por isso, essa ferramenta é adicionada na estimativa de valor de empresas (Almeida, Souza, & Rodrigues, 2010).

O valor de mercado apresenta uma relação positiva com a alavancagem e a governança corporativa, isso pode ser explicado pela confiabilidade, transparência e aumento na reputação das empresas que adotam uma estrutura de governança corporativa (Silva, 2004). Quando analisado, a variação do ativo imobilizado como sinalização de investimentos apresenta relação positiva com a variação do valor da ação da empresa no mercado. A constatação dessa reação sugere que o mercado percebeu os sinais de decisões de investimentos emitidos pela empresa, elevando assim, o valor da empresa no mercado (Antunes & Procianoy, 2003).

Em seus estudos, Desai e Dharmapala (2009) e Santana (2014) incluíram a receita líquida como variável para controlar o efeito do tamanho da empresa, e conseqüentemente do valor de mercado. Linhares (2021) analisou a relação entre o valor de mercado, a agressividade tributária e os estágios do ciclo de vida organizacional nas empresas de capital aberto, e encontrou evidências de que a agressividade tributária influencia no valor de mercado das empresas. Segundo o autor, quando este aspecto é analisado sob a ótica do ciclo de vida organizacional, essa influência fica clara.

2.2 AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA

Na literatura em geral, não existe uma definição exata ou hegemônica para as políticas de planejamento tributário, assim como para o planejamento tributário agressivo, planejamento tributário abusivo e *tax avoidance*. Entretanto, é unânime que tais recursos reduzem a carga tributária das empresas (Braga, 2017; Gaspar, Sá, & Alves, 2021; Martinez, 2017). A agressividade tributária é definida amplamente como um conjunto de atividades que resultam na redução dos pagamentos de tributos. E quanto maior for o esforço para redução, maior será o grau de agressividade tributária (Chen, Hu, Wang, & Tang, 2014).

O planejamento tributário agressivo é entendido como uma ação lícita menos perigosa, e não deve ser confundido com evasão fiscal (Lenkauskas, 2014). O autor ainda aponta que, para a realização de tais planos, deve-se ter conhecimento técnico para identificar brechas na legislação que ocasionem a redução dos tributos, sem que isso resulte no aumento dos custos.

A *tax avoidance* (planejamento tributário) está relacionada com todas as atividades que provocam a redução dos impostos, sejam elas legais ou ilegais (Hanlon & Heitzem, 2010). A intensidade e a legalidade das práticas do planejamento tributário definem o grau de agressividade, e até que ponto o sujeito passivo está disposto a reduzir o custo dos tributos explícitos (Martinez, 2017).

O planejamento tributário baseado na legalidade tem baixo grau de agressividade; já o *abusivo* é executado fora do aspecto legal, e que acaba por se direcionar à evasão fiscal, podendo aproximar-se a um alto grau de agressividade (Martinez, 2017). Nesse mesmo contexto, Reinders e Martinez (2016) classificam as atividades do planejamento tributário em três níveis: o chamado *conservador*,

moderado ou *agressivo*, na qual as práticas consideradas agressivas são aquelas que beiram à evasão fiscal.

Dentre as métricas mais utilizadas na literatura para mensurar o grau de agressividade tributária, as métricas internacionais são a ETR (*effective tax rate*) que utiliza as despesas com imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, quanto menor seu resultado maior será a agressividade tributária. A BTM (*book tax difference*) calculada a partir da diferença entre lucro tributário e lucro contábil, quanto maior o valor maior será a agressividade tributária (Dunbar *et al.*, 2010; Dalfior, 2015; Santana & Rezende, 2016; Santana, 2014; Scholes *et. al*, 2015; Desai & Dharmapala, 2009; Reinders & Martinez, 2016).

A métrica brasileira para mensuração da agressividade tributária é a TDVA (Taxa_DVA) definida como Carga Tributária da TDVA dividida pelo Valor Adicionado Total a Distribuir. Considerada uma das mais completas ao mensurar a agressividade dos tributos no âmbito federal, estadual e municipal (Martinez, 2017; Santana, 2014).

O planejamento tributário não significa redução de custos para empresa. Isso exige do planejador conhecimento de todos os custos do negócio, pois a tentativa de reduzir os tributos podem ocasionar na criação ou aumento de outros custos, o que comprometeria o planejamento tributário eficaz (Scholes *et. al*, 2015).

Portanto, a prática do planejamento tributário é vista como uma prática de gestão, e possui custos e benefícios que devem ser avaliados (Santana & Rezende, 2016). Os autores ressaltam que os benefícios são observados na melhora dos resultados da empresa, ou seja, pelo capital que permanece no caixa. No entanto, os custos envolvidos são explícitos e implícitos.

Os custos explícitos podem ser observados diretamente, como a taxa do pessoal envolvido no planejamento. No entanto, os custos implícitos ou não fiscais são percebidos nas consequências das práticas de *evasão fiscal*, como a perda de credibilidade das demonstrações financeiras, apropriação direta da economia resultante da evasão pelos gestores, custos de reputação e, finalmente, potenciais penalidades impostas pelas autoridades fiscais (Santana & Rezende, 2016).

Nesse contexto, quando os benefícios do planejamento tributário excedem os custos, pode-se dizer que está gerando valor para a empresa, do contrário, acaba-se na destruição do valor (Cunha, Martins & Neto, 2014). Diante disso, a capacidade da empresa de criar valor está relacionada ao desempenho, ou seja, competência na geração de benefícios no curto e no longo prazo (Arpini, Ritter, & Piccoli, 2020).

Assim, aumentar os resultados após a liquidação dos impostos é um dos objetivos a ser alcançado pela empresa para que o seu valor aumente (Bhagiawan & Mukhlisin, 2020). Segundo Vu e Le (2021), o planejamento fiscal é eficaz quando o valor da empresa aumenta, isso em decorrência da diferença positiva dos benefícios do planejamento em relação aos custos.

Wahab e Holle (2012) encontraram uma relação negativa entre a intensidade do planejamento tributário e o valor da empresa no contexto do Reino Unido. Desai e Dharmapala (2009) confirmaram essas evidências na China, identificando que o comportamento agressivo aumenta os custos de agência. Observaram também, que empresas mais transparentes tiveram aumento no seu valor, ou seja, que o efeito da agressividade sobre o valor depende da governança.

Yorke, Amidu e Agyemin-Boateng (2016), utilizando amostra de dados não financeiros da Bolsa de valores de Gana nos períodos de 2003 a 2012, encontraram evidências positivas do resultado da agressividade tributária sobre o valor da

empresa. No entanto, tais efeitos não são significativos para compensar impactos negativos dos riscos e dos custos de gerenciamento dos saldos. Nugroho e Agustia (2017) utilizaram em seu estudo empresas manufatureiras listadas na bolsa de valores da Indonésia nos períodos de 2013 a 2016, que apontaram o efeito positivo da agressividade tributária sobre o valor da empresa. Uma vez que a agressividade tributária indica um bom valor corporativo, os investidores acabam por responder positivamente ao sinal divulgado e, conseqüentemente, o valor da empresa aumenta (Nugroho & Agustia, 2017).

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

No Brasil, a governança corporativa passou a ganhar notoriedade nas pesquisas acadêmicas por volta de 1990, quando os empresários perceberam que suas práticas poderiam contribuir para resolver divergências entre diretores e acionistas (Vieira *et al*, 2011). Para os autores, a governança atrelada aos princípios de equidade, transparência, ética, obediência às leis e prestação de contas, podem ser entendidas como um conjunto de práticas pelas quais as empresas são dirigidas e controladas, sempre vinculadas a um conselho de administração.

Para Barros, Soares e Lima (2013), a governança corporativa é definida como atributos da gestão, onde no intuito de alinhar os interesses dos investidores e gestores, tais critérios definem como a autoridade e a responsabilidade são distribuídas. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2002), define governança corporativa como ações que visam melhorar o desempenho da companhia ao proteger os investidores, empregadores e credores.

A governança corporativa utiliza-se dos mecanismos da contabilidade (transparência, equidade e prestação de contas) para solucionar os conflitos de

agência e reduzir a assimetria informacional (Erfurth & Bezerra, 2013). Portanto, a adoção de práticas de governança corporativa é apontada como uma condição essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais, pois os investidores se sentem protegidos quando a empresa adota práticas de governança corporativa (Martinez & Ramos, 2006).

Para a OCDE (*Organization for Economic Co-Operation e Development*) (2016), os princípios de governança corporativa devem, em primeiro plano, promover mercados mais transparentes e justos, assim como apoiar os acionistas no exercício dos seus direitos. Do mesmo modo, devem facilitar acesso a investimentos, reconhecer os direitos dos *stakeholders*, fomentar a cooperação ativa entre as sociedades e os seus *stakeholders* na geração de riqueza, empregos e na sustentabilidade de sociedades financeiramente sólidas. Finalmente, esses princípios devem garantir a divulgação de informação oportuna de todas as questões relevantes.

Assim, com a finalidade de criar regras de maior proteção aos acionistas minoritários e fomentar a transparência na prestação de contas, foram criados os níveis de governança corporativas idealizados pela BOVESPA (Vieira *et al.*, 2011). A figura 1 apresenta um quadro-resumo dos níveis de governança da BOVESPA.

Características	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
% mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25%	25%	25%
Características das ações emitidas	permite existência de ações ON e PN	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Somente ações ON
Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros	Mínimo de 5 membros: 20% ^b devem ser independentes	Mínimo de 5 membros: 20% ^b devem ser independentes
Demonstrações financeiras padrão internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS

Concessão de <i>tag along</i>	80% para ações ON	100% para ações ON e 80% para ações PN	100% para ações ON
Adoção de câmara de arbitragem	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório

Figura 1: Comparativo dos níveis de governança da Bovespa

Fonte: Vieira et al. (2011)

Nota: Adaptado pela autora.

A companhia, ao aderir aos níveis de governança corporativa, demonstra compromisso com a transparência da informação, e conseqüentemente se destaca no mercado de capitais (Erfurth & Bezerra, 2013). Além disso, destaca-se a ocorrência de ganhos, como melhoria na imagem da empresa perante os agentes financeiros e o mercado de capitais ao aderirem a níveis de governança corporativas (Vieira *et al.*, 2011).

A governança influencia positivamente no desempenho empresarial, tendo em vista aspectos econômicos, operacionais e de valor (Almeida *et al.*, 2018). Esses mecanismos acabam por exercer um papel importante na mitigação da destruição do valor da empresa, ao mediar a relação entre a agressividade tributária e o valor da empresa (Rezende & Santana, 2016).

As empresas listadas na bolsa em níveis diferenciados de governança tendem a apresentar um comportamento tributário mais agressivo (Proner, Trevizan, Batistella, & Einsweiller, 2021). Assim, as práticas de governança corporativa contribuem para que as empresas se tornem mais lucrativas. Isso é explicado pelo aumento da agressividade tributária, que por sua vez é limitada aos níveis de riscos que a organização se sujeita (Kovermann & Velte, 2019).

Então, diante da perspectiva que governança modera a relação entre a agressividade tributária e o valor da empresa, levanta-se a seguinte hipótese:

H1a: O fato de uma empresa estar listada em algum dos níveis diferenciados de governança, faz com que no curto prazo o efeito negativo da agressividade fiscal no valor seja menor.

O papel da governança é garantir o capital dos investidores mediando na relação entre a planejamento tributário e a geração de valor aos acionistas (Wilson, 2009). Entretanto, a agressividade tributária nem sempre resulta em retorno positivo aos acionistas, pois em certas circunstâncias, quando há um baixo nível de governança corporativa, os gerentes podem perseguir seus próprios interesses e isso incorreria em perda aos investidores (Desai & Dharmapala, 2009).

No Reino Unido, a governança não teve efeito sobre a relação da agressividade tributária e o valor da firma. Uma explicação é que, os investidores reagem negativamente a possibilidade de esbulho de riqueza por parte dos gestores, e a falta de confiabilidade das demonstrações financeiras (Abdul Wahab & Holland, 2012). Dada as evidências, torna-se imperativo medir os efeitos dos maiores níveis de governança, buscando confirmar ou rejeitar a seguinte hipótese:

H1b: Quanto maior o nível de governança corporativa, menor o efeito da agressividade fiscal no valor no curto prazo.

2.4 AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA, VALOR DE MERCADO, GOVERNANÇA CORPORATIVA E SINALIZAÇÃO NO LONGO PRAZO

A publicação pela imprensa das práticas de agressividade tributária de uma empresa ocasiona um reflexo negativo sobre sua reputação; como consequência, há uma diminuição no preço das ações da companhia (Hanlon & Slemrod, 2009). Os autores ainda encontraram evidências de que empresas bem governadas que tiveram notícias de envolvimento em paraísos fiscais reveladas, são recebidas de

forma favorável pelo mercado. Esses custos reputacionais (custos não fiscais ou implícitos), podem também ser um dos motivos pelos quais as empresas familiares apresentam menores níveis de agressividade em relação às empresas não familiares (Chen *et al.*, 2014).

Na literatura, existem evidências de que os investidores apreciam os graus de planejamento tributário em empresas bem governadas. As empresas que possuem governança corporativa experimentam valorização das ações pelo mercado e apresentam maior rentabilidade. Essa percepção pode ser explicada pelo grau de confiabilidade, transparência na prestação de contas e aumento na reputação das empresas que aderem aos níveis mais elevados de governança corporativa (Desai & Dharmapala, 2009; Wilson, 2009; Koester, 2011; Correia, 2008; Peixoto, 2012; Rezende & Santana, 2016; Silva & Leal, 2005).

Neste cenário, existem evidências de uma associação positiva entre o planejamento tributário e o desempenho da empresa no longo prazo, possibilitando a empresa gerar valor no longo prazo aos investidores (Blaylock *et al.*, 2012). Diante de tais evidências, busca-se confirmar ou rejeitar a seguinte hipótese:

H2a: O fato de uma empresa estar listada em algum nível diferenciado de governança faz com que no longo prazo, o efeito da agressividade no valor seja maior.

A literatura demonstra o efeito da agressividade tributária sobre o valor, e que esse efeito é moderado pela governança (Rezende & Santana, 2016; Wahab & Holle, 2012; Desai & Dharmapala, 2009). No entanto, há evidências que o efeito moderador da governança poderá ser irrelevante no longo prazo (Blaylock *et al.*, 2012). Assim, se faz importante verificar se empresas listadas nos maiores níveis de governança

tendem a apresentar um maior efeito da agressividade sobre o valor. Para tal, busca-se confirmar ou rejeitar a seguinte hipótese:

H2b: Quanto maior o nível de governança corporativa, maior o efeito da agressividade fiscal no valor no longo prazo.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 BASE DE DADOS E AMOSTRA

A pesquisa tem natureza descritiva com metodologia do tipo aplicada com abordagem quantitativa, e buscou identificar se os níveis de governança afetam a relação entre da agressividade tributária e valor de mercado das empresas no curto e no longo prazo. Para seleção da amostra, foram consideradas empresas com ações negociadas na BOVESPA e demonstrações publicadas nos anos de 2010 a 2020.

No tratamento dos dados desconsiderou-se empresas do setor financeiro, assim como empresas com patrimônio líquido negativo. Também foram desconsideradas as empresas que não possuíam todos os dados necessários para se fazer as estimativas, e com isso, a limpeza dos dados gerou um total de 2.427 observações. Os dados a respeito da TDVA foram extraídos no site da Dra. Tatiana Albanez (n.d.), e as demais variáveis foram extraídas da plataforma Economatica e processados no software *Stata 17*. Para minimizar possíveis vieses advindos pela presença de *outliers*, seguindo Rezende e Santana (2016), todos os dados passaram por um processo de Winsorização ao nível de 1% em cada cauda.

3.2 VARIÁVEIS

3.2.1. Valor de mercado

Como *proxy* para o valor da empresa foi adotado o Q de Tobin, variável dependente que é dado pela razão entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos. A variável foi calculada utilizando-se fórmula equivalente à utilizada por Desai e Dharmapala (2009):

$$Q_{it} = \frac{VMPL_{it} + PE_{it}}{AT_{it}} \quad (1)$$

A variável Q_{it} corresponde ao Q de Tobin da firma i no tempo t , já a $VMPL_{it}$ ao valor contábil do patrimônio líquido da firma i no tempo t . O PE_{it} corresponde ao passivo exigível da firma i no tempo t , e a AT_{it} ativo total da firma i no tempo t .

3.2.2. Agressividade Tributária

Para mensurar a agressividade tributária utilizou-se as *proxies*: a *Effective Tax Rate* (ETR), a *Book-Tax Differences* (BTD) e a *Taxa_DVA*. A ETR corresponde a alíquota efetiva dos tributos incidente sobre o lucro contábil, e é calculada dividindo a despesa total com tributo sobre o lucro pelo lucro antes dos tributos.

$$ETR = \frac{\text{despesa total com tributo sobre o lucro}}{\text{lucro antes dos tributos}} \quad (2)$$

A *proxy* BTD corresponde a diferença entre lucro antes do imposto e lucro real. O lucro contábil (lucro real) da empresa, é calculado dividindo os tributos correntes (IRPJ e CSLL) divulgados na DRE, pela alíquota dos tributos (CSLL alíquota de 9% e IRPJ alíquota de 25% totalizando 34%). Assim:

$$\text{Lucro Real} = \frac{\text{despesas tributárias anuais}}{0,34} \quad (3)$$

$$BTD = \text{lucro antes do imposto de renda} - \text{lucro real} \quad (4)$$

A Taxa_DVA é uma métrica que captura os tributos nas diferentes esferas, ou seja, abrange não apenas os tributos sobre o lucro, mas também os sobre o faturamento. Para medir a TDVA é dividido a carga tributária total (Carga tributária da DVA) pelo valor total adicionado a distribuir, conforme Martinez e Motta (2015) e Martinez e Silva (2018).

$$TDVA = \frac{\text{Impostos Taxas e Contribuições}}{\text{Valor Total Adicionado à Distribuir}} \quad (5)$$

3.2.3 Governança Corporativa

Para mensurar a governança corporativa foram usadas quatro variáveis. gov_{it} é uma *dummy* criada da seguinte maneira:

$$gov_{it} = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa } i \text{ está em algum nível diferenciado de} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases} \quad (6)$$

As variáveis $nível1_{it}$, $nível2_{it}$ e $novo_mercado_{it}$ são *dummies*, que se encarregam de fazer a separação das empresas por níveis de governança e foram criadas da seguinte maneira:

$$nível1_{it} = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa } i \text{ está listada no nível 1} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases} \quad (7)$$

$$nível2_{it} = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa } i \text{ está listada no nível 2} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases} \quad (8)$$

$$noco_mercado_{it} = \begin{cases} 1 & \text{se a empresa } i \text{ está listada no novo mercado} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases} \quad (9)$$

3.2.4 Controles

Como controles foram utilizados:

- Caixa líquido operacional (cxlop) – Variável apresenta relação com valor da empresa, visto que o mesmo é calculado considerando os fluxos de caixa futuro esperados e por isso foi inclusa no modelo. Ademais disso, a variável apresentou um alto coeficiente de correlação com *Q de Tobin* corroborando com resultados encontrados por Santana (2014).
- Alavancagem (Alav) – Variável encontrada a partir dos financiamentos de longo prazo, utilizada também por Desai e Dharmapala, (2009) e Vieira et al., (2011).
- Imobilizado (Imob) – Variável dada pelo ativo imobilizado. O uso como variável de controle é decorrente das diferenças na avaliação de empresas que possuem capital físico das que possuem capital com predominância em intangíveis. Variável utilizada por Santana (2014) e Santana e Rezende (2016).
- Accruals - Variável calculada pela diferença entre lucro líquido do período e o fluxo de caixa operacional líquido. Com a finalidade de retirar o efeito de gerenciamento de resultados da BTD, ela foi incluída como variável de controle, conforme utilizado por Desai e Dharmapala (2009) e Ramos e Martinez (2006).
- Receita Líquida (Recliq) – Variável encontrada na demonstração de resultado do exercício, foi utilizada para controlar o efeito do tamanho da empresa.
- A figura 02 apresenta o resumo das variáveis utilizadas, bem como suas especificações detalhadas, fórmulas e referências.

Variável	Tipo	Significado	Fórmula	Autor
Q_Tobin	Dependente	É um indicador econômico dado pela razão entre o valor de mercado da empresa e os seus ativos	Valor contábil do PL + passivo exigível / Ativo total	Desai e Dharmapala (2009)
ETR	Independente	É uma métrica que mede a taxa de tributos efetiva sobre o lucro contábil.	ETR = despesa total com tributo sobre o lucro / lucro antes dos tributos	Martinez, (2017).
BTD	Independente	Métrica de medida dada a partir da diferença entre lucro contábil e lucro tributado	BDT = Lucro antes do imposto – Lucro real	Santana e Rezende, (2016)
TDVA	Independente	Métrica que captura os tributos nas diferentes esferas, estadual, municipal e federal.	TDVA= Impostos, Taxas e Contribuições/ valor total adicionado a distribuir	Martinez e Silva (2018)
Gov	Independente	Governança corporativa	Dummy assumem valor 1 queo a empresa está em algum dos níveis diferenciados e 0 em caso contrário	Erfurth e Bezerra, (2013)
Nível 1	Independente	Nível de governança da BOVESPA	Dummy assumem valor 1 queo a empresa pertence ao Nível 1 de governança corporativa e 0 em caso contrário	Erfurth e Bezerra, (2013)
Nível 2	Independente	Nível de governança da BOVESPA	Dummy assumem valor 1 queo a empresa pertence ao Nível 2 de governança corporativa e 0 em caso contrário	Erfurth e Bezerra, (2013)
Novo mercado	Independente	Nível de governança da BOVESPA	Dummy assumem valor 1 queo a empresa pertence ao Novo mercado e 0 em caso contrário	Erfurth e Bezerra, (2013)
cxlop	controle	Demonstra o quanto de dinheiro a empresa consegue gerar a partir de suas atividades operacionais.	(caixa, banco e aplicações de curto prazo) / Ativo Total	Martinez e Salles, (2018).
alav	controle	Demonstra a capacidade da empresa de utilizar recursos externos para maximizar os resultados.	Passivo oneroso/ ativo total	Vieira et al., (2011)
Imob	controle	Valor publicado no balanço patrimonial do respectivo ano ponderado pelo ativo total.	Total do ativo imobilizado/Ativo Total	Santana e Rezende, (2016)
accruals	controle	É a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa líquido. Quanto maior o valor, maior será a diferença entre lucro contábil e o caixa gerado.	(Lucro Líquido – fluxo de caixa líquido) /ativo total.	Ramos e Martinez, (2006)
recliq	controle	Valor publicado no demonstrativo de resultado do respectivo ano ponderado pelo ativo total	Receita Líquida/Ativo total	Santana (2014)

Figura 02 - Variáveis independentes e de controle

Fonte: Elaborado pela autora

3.3 Modelos e estimação

Para se chegar ao objetivo do trabalho, foram estimados dois conjuntos de modelos. O primeiro, descrito pela equação 10, utiliza como métrica de governança

a variável gov_{it} , que mede se a empresa pertence a algum dos níveis diferenciados de governança.

$$Q_tobin_{it+k} = \beta_0 + \beta_1 agress_{it} + \beta_2 gov_{it} + \beta_3 agress_{it} * gov_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

A estimação da equação, descrita pela equação 10, ajuda a responder sobre a validade das hipóteses H1a e H1b, uma vez que mede a maneira que o fato de uma empresa estar ou não listada nos níveis diferenciados de governança interfere na relação de curto e longo prazo entre agressividade tributária e valor.

O segundo modelo é descrito pela equação 11, na qual é levado em conta as outras três *dummies* de governança, uma para cada um dos níveis diferenciados (nível 1, nível 2 e novo mercado). Essa especificação permite que se tenha uma visão mais detalhada do efeito da agressividade no valor de mercado em diferentes níveis de governança.

$$Q_tobin_{it+k} = \beta_0 + \beta_1 agress_{it} + \beta_2 nível1_{it} + \beta_3 nível2_{it} + \beta_4 novo_mercado_{it} + \beta_5 nível1_{it} * agress_{it} + \beta_6 nível2_{it} * agress_{it} + \beta_7 novo_mercado_{it} * agress_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

A estimação da equação, descrita pela equação 11, ajuda a responder sobre a validade das hipóteses H2a e H2b, pois mede o efeito de diferentes níveis de governança na relação de curto e longo prazo entre agressividade tributária e valor.

A variável dependente foi mensurada na data $t+k$, onde k varia entre 0 e 2, o que significa que as relações estudadas foram verificadas até dois períodos a frente. Isso foi feito para que se tenha a capacidade de se responder o efeito de curto e longo prazo analisado. Dessa forma, a especificação descrita pela equação 10 será

estimada 9 vezes, uma vez que serão utilizadas três diferentes datas e três diferentes métricas de agressividade.

Para o modelo descrito pela equação 2, também são utilizadas as três métricas de agressividade que são estimadas para três datas, o que indica que esse modelo também é estimado 9 vezes, o que leva o trabalho a ter 18 modelos estimados. A título de verificação das hipóteses, foi levado em conta que o horizonte considerado como longo prazo é aquele referente ao período maior que 1 ano (CPC R1 nº 26, 2011).

Os modelos foram estimados a partir do estimador de Mínimos Quadrados Ordinários controlados por *dummies* de ano e setor, com erros corrigidos pelo estimador de White, que é robusto à heterocedasticidade.

Capítulo 4

4 RESULTADOS

Buscou-se identificar se a governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) influencia no efeito da agressividade tributária junto ao valor de mercado das empresas. Para tal, são apresentados os resultados das regressões, considerando-se o conjunto inteiro de observações para os anos de 2010 a 2020.

A Tabela 01 apresenta os resultados a respeito da estatística descritiva das variáveis do estudo.

TABELA 01: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DE VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO – PERÍODO DE 2010 A 2020.

	Obs	Média	CV	Mínimo	1º quartil	Mediana	3º quartil	Máximo
Q_Tobin	2457	1,726	0,884	0,902	0,994	1,331	1,772	2,135
ETR	2457	0,265	1,125	0,000112	0,9541	1,2545	3,2587	7,125
BTD	2457	0,025	0,975	-0,035	0,0002	0,017	0,043	0,0589
TDVA	2457	0,308	0,788	0,0005	0,113	0,443	0,678	0,902
Gov	2457	0,685	1,122	0	0	1	1	1
nível 1	2457	0,152	0,998	0	0	0	1	1
nível 2	2457	0,092	1,111	0	0	0	1	1
novo mercado	2457	0,441	0,779	0	0	1	1	1
cxlop	2457	0,084	2,942	0,0002	0,006	0,088	0,132	0,221
alav	2457	0,451	0,775	0,041	0,144	0,389	0,512	0,715
imob	2457	0,259	0,884	0,0122	0,054	0,235	0,402	0,654
accruals	2457	-0,035	-0,658	0,0885	-0,062	-0,022	0,019	0,074
recliq	2457	0,552	0,689	0,115	0,338	0,751	0,991	1,552

Fonte: Elaborado pela autora

Legenda: *Q DE TOBIN* é uma métrica de valor de mercado da empresa; ETR, BDT e TDVA são métricas de agressividade tributária; Gov, Nível 1, Nível 2 e Novo mercado são *dummies* de governança; CXLOP: caixa líquido operacional; ALAV: alavancagem medido pelas dívidas onerosas dividido pelo ativo total; IMOB: imobilizado obtido a partir do balanço patrimonial; ACRUALS é a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa líquido; RECLIQ é a receita líquida.

Entre as métricas que medem a agressividade tributária, são a ETR com média de 26,5% e a TDVA com média de 30,8%, que aponta um valor maior destinado a tributos medidos na TDVA. Entende-se que a métrica de tributos detectados na DVA será maior em decorrência de sua maior abrangência, e assim

oferece vantagens sobre a métrica ETR (Martinez, 2017; Freitas, Alves, Neto, & Pinheiro, 2019).

Os valores médios apontam que 68,5% das empresas pertencem aos segmentos mais elevados de listagem em relação a governança (Nível 1, Nível 2 e Novo mercado). Exatos 15,2% das empresas da amostra estão no nível 1, já no nível 02 encontrou-se 9,2%, e 44,1% delas estão no Novo Mercado. Em relação a métrica que representa o valor de mercado, pode-se notar alta volatilidade dos dados, assim como nas métricas de agressividade fiscal, indicando alta heterogeneidade de agressividade e de valor de mercado nas empresas listadas na B3.

Dentre todas as variáveis, o caixa líquido operacional foi a que apresentou maior nível de dispersão. Essa variável tem grande oscilação dentro da amostra, haja vista que a empresa com menor caixa ponderado pelo ativo possui caixa líquido operacional de 0,02% do ativo, enquanto que há empresas chegando a níveis de 22,1% do ativo.

A Tabela 02 apresenta a análise de correlação entre variáveis independentes e de controle.

TABELA 02: ANÁLISE DE CORRELAÇÃO ENTRE VARIÁVEIS INDEPENDENTES E DE CONTROLE - PERÍODO DE 2010 A 2020.

	q_tobin	ETR	BTD	TDVA	cxlop	alav	imob	accruals	recliq
Q_Tobin	1								
ETR	0,445**	1							
BTD	-0,221*	-0,771	1						
TDVA	0,521*	0,567**	-0,667***	1					
cxlop	0,655	0,045	-0,012	0,124	1				
alav	0,521***	-0,211*	0,118**	-0,442**	-0,221	1			
imob	-0,159	-0,041	0,111	-0,212	0,125	0,321*	1		
accruals	0,554***	-0,052	0,114	-0,112	-0,232*	-0,012	-0,219	1	
Recliq	0,349**	0,231	-0,002	0,331	0,665***	0,111*	-0,114	-0,554	1

Fonte: Elaborado pela autora

Legenda: *Q DE TOBIN* é uma métrica de valor de mercado da empresa medido pela razão entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos; ETR: métrica de agressividade medida a partir da taxa de tributos efetiva sobre o lucro contábil; BDT Métrica de medida dada a partir da diferença entre lucro contábil e lucro tributado; TDVA métrica que mede Carga Tributária da DVA/Valor Adicionado Total a Distribuir; CXLOP: caixa líquido operacional ;ALAV: alavancagem medido pelas dividas onerosa dividido pelo ativo total; IMOB: imobilizado obtido a partir do balanço patrimonial; ACRUALS é a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa líquido; RECLI é a receita líquida obtida a partir da demonstração de resultado. As correlações com um asterisco (*) são significativas com 10% de significância, correlações com dois asteriscos (**) são significativas com 5% de significância e correlações com três asteriscos (***) são significativas com 1% de significância.

Os resultados das correlações entre as variáveis utilizadas na pesquisa demonstram que o *Q de Tobin* tem correlação positiva (0,445) com 5% significância com a ETR; com a BDT há associação negativa (-0,221) com significância de 10%; e com a TDVA uma correlação positiva (0,521) com significância de 10%. Ambas as *proxies* de agressividade evidenciam que a agressividade tributária está negativamente relacionada com o valor de mercado.

A variável ALAV apresenta correlação significativa e positiva com *Q_Tobin* com coeficiente de 0,521, indicando que empresas mais alavancadas, em média, possuem valor maior. Os *accruals* demonstra relação significativa e positiva com valor, e negativa significativa com *cxlop*. Esse resultado indica que empresas com maiores *accruals* possuem maior valor e menor caixa operacional líquida.

A correlação encontrada entre as variáveis explicativas do modelo pode representar um sintoma de possíveis problemas de multicolinearidade. No entanto, para os modelos que foram apresentados, a métrica de VIF (fator inflacionário da variância) apontou para a não existência de problemas dessa natureza.

A Tabela 03 apresenta os resultados obtidos para as estimações dos modelos descritos.

TABELA 03: ANÁLISE DOS MODELOS DE REGRESSÃO PARA VARIÁVEL DEPENDENTE Q DE TOBIN - PERÍODO DE 2010 A 2020.

Variável	Dependente																			
	Q tobin(t+k)						Q tobin(t+k)						Q tobin(t+k)							
	k = 0			k = 1			k = 1			k = 2			k = 2			k = 2				
ETR	1,44**			1,55***			1,29***			1,33**			1,19*			1,11**				
BTD		-4,98***			-5,42***						-4,41***						-3,94*		-4,41*	
TTVA			2,65***			2,77**					2,44***						1,28**		1,67*	
Gov	1,12**	1,25**	1,44*				1,29*	0,98*	1,37**				1,01*	0,95**	1,22**					
nível 1				0,89**	0,77*	0,69**					0,85*	0,78*	0,76**					0,69**	0,59*	0,55**
nível 2				1,1**	1,25*	1,14*					1,44*	1,25*	1,55**					1,55**	1,49**	1,53*
novo_mercado				2,89***	2,49***	2,44**					2,48***	2,44***	2,22*					2,21*	2,18***	2,22***
agressividade*Gov	-0,22*	2,21**	-0,42*				0,11	0,81	0,32					0,28**	-1,22***	0,44**				
agressividade*nível 1				-0,04	-0,94	0,112					-0,13	1,11	-0,43					-0,19	-0,44	-0,32
agressividade*nível 2				-0,07	2,54***	-1,03**					-0,11	2,22	-0,59					-0,04	-0,59	-0,11
agressividade*novo_mercado				-0,44***	4,48***	-1,76**					0,31	-0,33	-0,98					0,32***	-1,11**	-1,19***
alavancagem	-0,44*	-0,52**	-0,56*	-0,45***	-0,29**	-0,48*	-0,48***	-0,26*	-0,44**	-0,36***	-0,22	-0,49**		-0,43*	-0,29**	-0,36**	-0,19*	-0,25**	-0,22*	
Cxlop (ponderado pelo ativo)	2,21***	2,94***	2,33***	2,55**	2,18***	2,09***	2,22***	1,44*	2,19*	1,85**	1,66*	2,89*	1,09**	1,28**	2,24***	1,22*	1,49*	1,17**		
Recliq (ponderado pelo ativo)	0,33*	0,32*	0,27**	0,26***	0,194*	0,28**	0,25*	0,19*	0,34**	0,44*	0,26*	0,19**	0,28**	0,25	0,55*	0,29*	0,16	0,33*		
imob (ponderado pelo ativo)	-0,29**	-0,44*	-0,52*	0,16	0,41	-0,29*	-0,15	-0,25*	-0,44*	0,12	-0,21	-0,67*	-0,15	-0,21**	-0,49*	0,11	-0,08	-0,13*		
accruals(ponderado pelo ativo)	1,94**	1,28***	1,44**	2,14***	1,21	1,34**	0,98**	0,74**	1,65***	1,15**	1,21**	1,85***	0,77	0,41**	1,17*	0,25	0,92**	0,88		
Observações	2457	2457	2457	2457	2457	2457	2098	2098	2098	2098	2098	2098	1705	1705	1705	1705	1705	1705	1705	
Controle de ano e setor	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	
Coef. Determinação	0,254	0,354	0,392	0,366	0,412	0,487	0,204	0,288	0,391	0,341	0,335	0,488	0,188	0,277	0,344	0,384	0,299	0,441		

Fonte: Elaborado pela autora

Legenda: *Q DE TOBIN* é uma métrica de valor de mercado da empresa medido pela razão entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos; ETR: métrica de agressividade medida a partir da taxa de tributos efetiva sobre o lucro contábil; BTD Métrica de medida dada a partir da diferença entre lucro contábil e lucro tributado; TDVA métrica que mede Carga Tributária da DVA/Valor Adicionado Total a Distribuir; ALAV: alavancagem medido pelas dividas onerosa dividido pelo ativo total; IMOB: imobilizado obtido a partir do balanço patrimonial; ACRUALS é a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa liquido; RECLIQ; receita liquida obtida a partir da demonstração de resultado. Coeficientes marcados com um asterisco (*) são estatisticamente significativos com 10% de significância, coeficientes marcados com dois asteriscos (**) são estatisticamente significativos com 5% de significância e coeficientes marcados com três asteriscos (***) são estatisticamente significativos com 1% de significância.

O efeito negativo da agressividade tributária no valor de mercado é observado também na tabela 03, que apresenta as estimativas dos modelos de regressão. Isso pode ser percebido no coeficiente significativo e positivo da ETR e TDVA, e significativo e negativo da BDT. O que leva a afirmação que maiores níveis de agressividade, em média, reduzem o valor de mercado das empresas, tanto no curto quanto no longo prazo, confirmando a H1a e H1b: o valor de mercado é negativamente afetado pela agressividade tributária em qualquer horizonte de tempo.

Em relação a governança corporativa, o coeficiente é positivo e significativo independente do horizonte temporal. Isso significa que o fato de a empresa estar listada em algum nível de governança corporativa proporciona uma relação positiva no valor da empresa. No entanto, foram encontradas evidências de que, quanto maior for o nível de governança, maior será, em média, o efeito no valor, uma vez que os coeficientes crescem à medida que se analisa níveis maiores de governança.

Ao analisar apenas uma *dummy* de governança, os resultados apontam que a interação entre governança e *dummy* no curto prazo é significativa. No entanto, o resultado do sinal se inverte, ou seja, no curto prazo as empresas de alto nível de governança conseguem transformar o planejamento tributário em oportunidades de aumentar lucros ou reduzir prejuízos.

Quando se correlaciona a agressividade com níveis de governança corporativa (nível 1, nível 2 e Novo Mercado) e o valor no curto prazo, é possível verificar que, independentemente da métrica utilizada como agressividade, a interação entre valor de mercado e a agressividade também tem o sinal invertido. Entretanto, para o nível 2 e Novo Mercado de governança, essa relação se inverte apenas quando se usa a ETR. Então, de maneira geral, pode-se afirmar que o maior

(ou maiores) nível (eis) de governança são aqueles nos quais se encontra de fato diferença do efeito da agressividade no valor, quando comparadas com as demais empresas. Esses resultados confirmam a H2a: quanto maior o nível de governança corporativa, a agressividade tributária terá menor capacidade de afetar negativamente o valor de mercado no curto prazo.

Em relação ao longo prazo, pode-se notar que nenhuma interação se mostrou significativa para um período à diante. Para duas datas à frente, no entanto, as interações são significativas quando adotado a métrica geral de governança. Nessa situação, o sinal permanece o mesmo da relação encontrada entre agressividade e valor de mercado. Esse resultado indica que, para um horizonte de dois anos, empresas que estão no grupo das listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado apresentam maior redução no valor de mercado do que as demais empresas à medida que se aumenta o nível de agressividade fiscal.

Ao analisar os grupos específicos, a relação se mostra significativa para interação com a *dummy* de novo mercado, e não há reversão de sinal (em relação ao impacto da agressividade no valor de mercado). Ou seja, essas são as empresas que mais sofrem choques negativos no seu valor no longo prazo quando praticam planejamento tributário agressivo. Os resultados validam a H2a: no longo prazo, quanto maior o nível de governança corporativa, maior a capacidade de a agressividade tributária afetar negativamente o valor de mercado.

Os resultados encontrados validam os dados apresentados por Santana e Rezende (2016), Desai e Dharmapala (2009) e Chen et al. (2014). A agressividade tributária tem efeito negativo no valor de mercado, no entanto, esse efeito é menor para empresas que possuem algum nível de governança corporativa, ficando mais evidente nas empresas que apresentam governança corporativa alta classificada no

Novo Mercado. Para as empresas classificadas nessa categoria, a governança pondera a relação da agressividade e valor no curto e no longo prazo, com significância de 1% e 5%, respectivamente.

Com base nos resultados da pesquisa, as práticas de governança corporativa em níveis diferenciados têm potencial de aumentar a agressividade tributária de forma controlada, para que os riscos decorrentes das práticas de agressividade não superem os benefícios. Esses resultados confirmam aqueles encontrados por Proner et al., (2021). Portanto, medir os riscos e custos do planejamento tributário agressivo é indispensável na determinação da geração de valor de mercado.

Os custos implícitos ou não fiscais, como a perda da credibilidade das demonstrações financeiras decorrente da apresentação de impostos mais baixos do que a carga tributária de empresas semelhantes, levantam suspeitas dos investidores quanto a confiabilidade dos demonstrativos. Ainda, o custo de reputação que contribui para diminuição do valor de mercado da empresa — quando as práticas de agressividade tributária são divulgadas publicamente — à torna alvo de rejeição social generalizada (Hanlon & Slemrod, 2009).

Os resultados da pesquisa demonstraram que a governança corporativa é um importante fator mediador entre a agressividade tributária e o valor de mercado, corroborando com Wilson (2009), que encontrou evidências de que a geração de valor é maior quando as práticas de planejamento tributário agressivo são praticadas em empresas com alto nível de governança corporativa. Isso pode ser explicado pelo papel exercido pela governança, que mitiga os problemas dos custos de agência, promovendo maior transparência, ética e credibilidade da empresa diante dos investidores e acionistas.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho tem como questão central verificar se o nível de governança corporativa pondera o efeito da agressividade tributária no valor da empresa no curto e no longo prazo. Como resultado, os dados analisados demonstram que a agressividade tributária tem efeito negativo no valor de mercado da empresa, e que o efeito dessa relação é ponderado pela governança corporativa.

Assim, quanto mais práticas de agressividade tributária, menor será o valor de mercado da empresa, e tal aspecto pode ser explicado pelo aumento dos custos implícitos. Sustenta-se que a governança corporativa tem um papel fundamental na diminuição desse efeito, no curto e longo prazo. O aspecto causal que foi colocado em destaque é devido a adoção dos princípios de transparência, equidade e prestação de contas, que atuam aumentando a confiança dos investidores e acionistas.

Além disso foi evidenciado que a governança corporativa no curto e longo prazo exerce efeitos diferentes no impacto da agressividade sobre o valor da empresa. Foram encontradas evidências que as empresas mais afetadas pelo efeito negativo sobre o valor de mercado, ao serem mais agressivas sob a ótica tributária, são aquelas que estão classificadas a nível de governança como *Novo Mercado* no longo prazo. Essa relação é explicada pelo alto nível de exigência que as empresas dessa categoria são submetidas, como emissão exclusiva de ações com direito a voto e divulgação das demonstrações financeiras com padrões internacionais. A

maior exigência sobre essas firmas leva à uma quebra mais evidente de expectativas e a uma retaliação mais clara por parte dos investidores.

Como contribuição, o trabalho evidenciou inconsistência encontrada na literatura sobre a associação entre planejamento tributário agressivo e valor, apontando para relações diferentes a depender de níveis de governança e horizonte temporal. Apresentando contribuições para as discussões a respeito de agressividade tributária, evidenciando os custos de ser mais ou menos agressivo a depender do perfil da empresa, quanto a sua governança, e do horizonte de tempo.

Em resumo, no curto prazo, boas práticas de governança tendem a diminuir os efeitos negativos sobre o valor das empresas, pois o planejamento tributário é melhor administrado, logo, o que se verifica é um ganho no desempenho e no valor de mercado. A confiança dos investidores nessas empresas é mais evidente, pois sentem-se seguros pelos bons métodos de planejamento mesmo diante das ações tributárias agressivas. No longo prazo, devido à alta reputação da empresa e a disseminação de práticas agressivas, os investidores tendem a deixar suas participações, mesmo com altos níveis de governança, o que acaba por afetar negativamente o valor dessa empresa.

Como limitação do trabalho, cita-se a utilização apenas de empresas brasileiras de capital aberto, uma vez que a reputação pode trazer efeitos distintos quando se trata de empresas fechadas e quando analisada em outras economias.

Para pesquisas futuras, sugere-se a utilização de dados de empresas não listadas na bolsa, o estudo de empresas por setor e o estudo de empresas com filiais em outros países, fazendo comparativo da carga tributária e da influência dos custos reputacionais sobre o valor da empresa nacional e internacional. Tais estudos

seriam importantes para o entendimento do efeito moderador da governança sobre a relação da agressividade e o valor da empresa.

REFERÊNCIAS

- Agarwal, S., e Singh, A. (2021). Governança Corporativa: Revisão da Literatura sobre Custos de Agência e Evidências em Diferentes Perspectivas. *IUP Journal of Corporate Governance*, 20 (2).
- Almeida, F. T., Parente, P. H. N., De Luca, M. M. M., e de Vasconcelos, A. C. (2018). Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. *Gestão e Regionalidade*, 34(100).
- Almeida, J. E. F. D., Souza, A. F. D., e Rodrigues, A. (2010). Fluxo de Caixa e Accruals: Objetividade Versus Subjetividade no Índice Market-to-book das Companhias Abertas Brasileiras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 4(1).
- Antunes, M. A., e Procianny, J. L. (2003). Os efeitos das decisões de investimentos das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 38(1).
- Araújo, R. A.M., e Leite Filho, P. A. M. (2019). Reflexo do nível de agressividade fiscal sobre a rentabilidade de empresas listadas na B3 e NYSE. *Revista Universo Contábil*, 14(4), 115-136.
- Bai, Y, Lobo, G. J., Zhao, Y. (2017). Reputation e Corporate Tax Planning: A Moral Licensing View. Working Paper.
- Barros, C. M., Soares, R. O., e de Lima, G. A. F. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(19), 27-39.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., David, M., & Rotta, U. A. S. (2009). A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 16(3), 65-79.
- Bauer, R., Guenster, N., e Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value e performance. *Journal of Asset management*, 5(2), 91-104.
- Bhagiawan, G., e Mukhlisin, M. (2020). Effect of Corporate Governance on Tax Planning e Firm Value. *International Journal of Commerce e Finance*, 6(2), 72-80.
- Blaylock, B., Shevlin, T., e Wilson, R. J. (2012). Tax avoidance, large positive temporary book-tax differences, e earnings persistence. *The Accounting Review*, 87(1), 91-120.
- Blouin, J. (2014). Defining e measuring tax planning aggressiveness. *National Tax Journal*, 67(4), 875.

- Braga, R. N. (2017). Efeitos da adoção das IFRS sobre o tax avoidance. *Revista Contabilidade e Finanças*, 28(75), 407-424.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC (R1) Nº 26. (2011, dezembro). Apresentação das demonstrações contábeis, Brasília.
- Chen, X., Hu, N., Wang, X., e Tang, X. (2014). Tax avoidance e firm value: evidence from China. *Nankai Business Review International*, 5 (1), 25-42.
- Carreiro, N. K. D., do Nascimento, J. C. H. B., Barbosa, F. L. S., Neto, A. R., e da Silva, M. C. (2021). Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado. *Revista Faculdade de Ciências Económicas*, 29(2), 11-28.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2002). *Recomendações da CVM sobre Governança corporativa – Cartilha de Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: CMV. Jun/2002. Recuperado em 05 de abril de 2021, de <http://www.gecompany.com.br/gecompany/wpcontent/uploads/2019/02/cartilhaCVM1.pdf>.
- Correia, L. F. (2008). *Um índice de governança para empresas no Brasil*. Tese de Doutorado em Administração, Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Cunha, M. F., Martins, E., e Neto, A. A. (2014). Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Administração*, 49(2), 251-266.
- Dalfior, M. D. (2015). *Análise da agressividade fiscal entre controladoras e controladas*. Dissertação de Mestrado. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, Vitória, ES, Brasil.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., e Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas – teoria e prática*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Dantas, J. A., Medeiros, O. R. D., e Lustosa, P. R. B. (2006). Reação do mercado à alavancagem operacional: um estudo empírico no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 17(41), 72-86.
- Dhaliwal, D., T. Goodman, P. Hoffman, e C. Schwab. (2016). The Incidence, Valuation, e Management of Tax-Related Reputational Costs: Evidence from

Negative Media Attention During Periods Characterized by High Scrutiny of Corporate Tax Avoidance. Working paper, The University of Arizona.

Desai, M. A., e Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance e firm value. *The review of Economics e Statistics*, 91(3), 537-546.

Domeneghetti, D.; Meir, R. (2009). *Ativos Intangíveis: como sair do deserto competitivo dos mercados e encontrar um oásis de valor e resultados para sua empresa*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Dunbar, A., Higgins, D., Phillips, J., e 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).

Erfurth, A. E., e Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 10(1), 32-42.

Freitas, J. A. A., Alves, R. S., Neto, J. E. B., e Pinheiro, J. L. (2019, julho). Sustentabilidade Empresarial e Tax Avoidance sob a Ótica da Demonstração do Valor Adicionado. *Anais do XIX Congresso USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 19.

Gaspar, C., Sá, C., e Alves, H. (2021). Tax Planning as a Value Creation Tool: an Empirical Study for Companies Listed on Euronext Lisbon. In *International Workshop Accounting e Taxation* (p. 125).

Graham, JR, Hanlon, M., Shevlin, T., e Shroff, N. (2014). Incentivos para planejamento e elisão tributária: evidências de campo. *The Accounting Review*, 89 (3), 991-1023.

Hanlon, M., e Slemrod, J. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public economics*, 93(1-2), 126-141.

Kovermann, J., e Velte, P. (2019). The impact of corporate governance on corporate tax avoidance—A literature review. *Journal of International Accounting, Auditing e Taxation*, 36(C).

Lenkauskas, E. (2014). The borderlines between the concept of tax avoidance e the other similar concepts. *Available at SSRN 2503436*.

Lima, EM e Rezende, AJ (2019). Um estudo sobre a evolução da carga tributária no Brasil: uma análise a partir da Curva de Laffer. *Interações (Campo Gree)*, 20, 239-255.

Linhares, M. D. M. (2021). Valor de mercado, agressividade tributária e ciclo de vida: uma análise das empresas de capital aberto inseridas na B3. Monografia. Repositório Institucional da UFPB, João Pessoa, PB, Brasil.

- Marques, V. A., Alencastre, B. Z., Campos, B. D. S., Louzada, L. C., e Martinez, A. L. (2020). Agressividade tributária, nível de investimentos e desempenho: evidências empíricas no mercado brasileiro.
- Martinez, A. L. (1999). Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. *Associação Nacional de Pós Graduação Em Administração*, 23(1), 1-15
- Martinez, A. L. (2017). Agressividade tributária: um survey da literatura. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11, 106-124.
- Martinez, A. L., e Martins, V. A. M. (2016). Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 4-22.
- Martinez, A. L., e Ramalho, V. P. (2017). Agressividade tributária e sustentabilidade empresarial no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 16(49).
- Martinez, A. L., e Salles, A. F. (2018). Agressividade tributária e cash holdings: Um estudo das companhias abertas brasileiras. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 12(3), 4-23.
- Menegussi, R. R., & Domingues, J. B. (2021, novembro). Análise do Valor de Mercado: um Estudo em uma Empresa Fabricante de Carrocerias de Ônibus Localizada no Estado do Rio Grande do Sul. In *XXI MOSTRA DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA, PÓS-GRADUAÇÃO, PESQUISA E EXTENSÃO*.
- Moura, G. D., Barbosa, S. A., da Silva Schio, N., e Mazzioni, S. (2020). Ativos intangíveis influenciam no desempenho financeiro e no valor de mercado de companhias abertas familiares? *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 19, 2.
- Nugroho, W. C., e Agustia, D. (2018). Corporate governance, tax avoidance, e firm value. *AFEBI Accounting Review*, 2(02), 15-29.
- Organization for Economic Co-Operation e Development (OCDE). (2016). Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, *Éditions OCDE*, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>
- Peixoto, F. M. (2012). *Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise*. Tese de Doutorado. Repositório Institucional da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Pimentel, R. C., Braga, R., e Casa Nova, S. P. D. C. (2010). Interação entre rentabilidade e liquidez: um estudo exploratório. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 10(2).
- Potin, S., da Silva, V. C., Reina, D., e Neto, A. S. (2016). Análise da relação de dependência entre proxies de governança corporativa, planejamento tributário e retorno sobre ativos das empresas da BMeFBOVESPA. *Revista Organizações em Contexto*, 12(23), 455-478.

- Proner, C., Trevizan, T. T., Batistella, A. J., e Einsweiller, A. C. (2021). *Influência da Governança Corporativa na Agressividade Tributária em Empresas Listadas na B3*.
- Queiroz, J. M., Bastos, E. V. P., De La Cueva, J. F., e Mendes, D. (2019). Governança corporativa: uma análise das empresas da nova economia. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 24(2), 61-74.
- Ramos, G. M., e Martinez, A. L. (2006). Governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 3(6), 143-164.
- Reinders, A. P. G. S., e Martinez, A. (2016). Qual o efeito da agressividade tributaria na rentabilidade futura. In *Uma análise das companhias abertas brasileiras. Anais do Congresso Anpcont, Ribeirão Preto, SP, Brasil* (Vol. 10).
- Rosa, A. A. S., Bastos, T. E. F., da Silva, B., & de Sousa Ribeiro, K. C. (2021). Os Impactos da Governança Corporativa e da Internacionalização no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras: uma Aplicação da Análise dos Componentes Principais. *Internext*, 16(3), 324-344.
- Sales, I. C. H., Oliveira, P. H. D., Ikuno, L. M., Mirea, R. F. D. A., e Rodrigues, J. M. (2012). Earnings quality: análise empírica dos accruals contábeis aplicada ao mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 17(1), 50-64.
- Santana, S., e Rezende, A. J. (2016). Corporate tax avoidance e firm value: evidence from Brazil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(30), pp. 114–133. doi: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2016v13n30p114>
- Santana, S. L. L. (2014). Planejamento tributário e valor da firma no mercado de capitais brasileiro. Tese de Doutorado. Repositório Institucional da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Shleifer, A., e Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Scholes, M. S., Wolfson, M. A., Erickson, M. M., Hanlon, M. L., Maydew, E. L., e Shevlin, T. (2015). *Taxes e business strategy: a planning approach* (Fifth edition). Boston: Pearson.
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4).
- Silva, A. L. C., e Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation e performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Sobrinho, P. N., e de Souza Francisco, J. R. (2020, dezembro) Relação entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados. *XVIII Simposio de Excelencia de Excel~encia, Gestão e Tecnologia*. Resende, RJ, Brasil.

- Tang, T. Y., e Firth, M. (2012). Earnings persistence e stock market reactions to the different information in book-tax differences: Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 47(3), 369-397.
- Tatiana Albanez (n.d.). *Open Data: Bases Excel* [site Profa. Dra Tatiana Albanez]. Recuperado em 01 de outubro de 2021, de <https://www.tatianaalbanez.com/basesexcel>.
- Vu, T. A. T., e Le, V. H. (2021). The Effect of Tax Planning on Firm Value: A Case Study in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics, e Business*, 8(2), 973- 979.
- Vello, A. P. C., e Martinez, A. L. (2014). Planejamento tributário eficiente: uma análise de sua relação com o risco de mercado. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(23), 117-140.
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., e Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67.
- Wahab, N. S. A., e Holle, K. (2012). Tax planning, corporate governance e equity value. *The British Accounting Review*, 44(2), 111-124.
- Wilson, R. J. (2009). An examination of corporate tax shelter participants. *The Accounting Review*, 84(3), 969-999.
- Yorke, S. M., Amidu, M., e Agyemin-Boateng, C. (2016). The effects of earnings management e corporate tax avoidance on firm value. *International Journal of Management Practice*, 9(2), 112-131.