

ANÁLISE DA RELAÇÃO DE DEPENDÊNCIA ENTRE *PROXIES* DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO E RETORNO SOBRE ATIVOS DAS EMPRESAS DA BM&FBOVESPA

Samuel Potin

Mestrando em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, nº 514, Goiabeiras. Vitória - ES
potinsamuel@gmail.com - (27) 9 9619-2552

Vitor Corrêa da Silva

Mestrando em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, nº 514, Goiabeiras. Vitória - ES
vitor_correa@msn.com - (27) 9 9916-8024

Donizete Reina

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina
Professor Assistente da Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, nº 514, Goiabeiras. Vitória - ES
dreina2@hotmail.com - (27) 4009-2602

Alfredo Sarlo Neto

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo
Professor Adjunto da Universidade Federal do Espírito Santo
Av. Fernando Ferrari, nº 514, Goiabeiras. Vitória - ES
supersarloneto@gmail.com - (27) 4009-4444

RESUMO

As leis tributárias do Brasil são complexas, a carga tributária das empresas é considerada uma das mais altas dentre outros países e estudos apontam que os tributos influenciam nas tomadas de decisões das empresas. Destaca-se ainda, que os *stakeholders* possuem interesse na diminuição de pagamentos em impostos e, com isso ampliar o valor da empresa. Este trabalho tem como objetivo analisar a relação de dependência entre os segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, o planejamento tributário e o retorno sobre ativo das empresas listadas na BM&FBOVESPA. A pesquisa pode ser classificada como quantitativo-descritiva, sob a ótica de um estudo de relação de variáveis, realizada por meio do uso da técnica multivariada de análise de correspondência (ANACOR). Adotou-se como *proxies* de teste: Planejamento Tributário (MINNICK; NOGA, 2010; ARMSTRONG et al., 2011); Segmentos de Governança Corporativa (SARLO NETO, 2009; DALMÁCIO et al., 2013); e Retorno sobre o Ativo ROA (Dados *Comdinheiro*). Como resultados: existe relação entre planejamento tributário e retorno sobre ativo; empresas que praticam planejamento tributário agressivo se relacionam com ROA baixo; empresas que praticam planejamento tributário moderado se relacionam com ROA alto; e a governança corporativa com planejamento tributário e retorno sobre o ativo não foi possível descrever alguma relação; entre outros resultados. Assim, conclui-se que a governança corporativa foi a única *proxie* que não apresentou relação com as demais analisadas, contrariando alguns estudos na literatura que apontam que uma melhor governança se reflete em melhor desempenho (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; KLAPPER; LOVE, 2004 e SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006).

Palavras-chave: Governança Corporativa; Planejamento Tributário (ETR); Retorno Sobre Ativo (ROA); Análise de Correspondência (ANACOR).

Área temática do evento: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais (MFC).

1 INTRODUÇÃO

A legislação tributária brasileira é complexa e dinâmica, e o crescente aprimoramento e uso da tecnologia por parte do governo têm feito às empresas organizarem seus negócios com adequado planejamento tributário. A carga tributária das empresas no Brasil é considerada como uma das mais altas do mundo. Para estas cumprirem todas as obrigações fiscais, o planejamento e organização das empresas são essenciais, tanto para se evitar possíveis entraves com os entes tributantes, como para permitir uma redução dos custos com tributos (AMARAL, 2011a; AMARAL, 2011 b; CASTRO; FLACH, 2013; GOMES, 2012).

Graham (2003), afirma que os tributos também influenciam nas tomadas de decisões das empresas, especialmente, quanto às políticas de investimentos e financiamentos. Neste contexto, Hanlon e Slemrod (2007) expõem que os acionistas têm interesse em diminuir o pagamento dos impostos para, deste modo, aumentar o valor da empresa. Assim sendo, tanto a governança corporativa como o planejamento tributário têm objetivos comuns, que é maximizar o valor da empresa, através do aumento do seu desempenho.

Silveira (2010) define a governança corporativa como o conjunto de mecanismos que direcionam as decisões tomadas para maximizar o valor do negócio e o retorno dos acionistas em longo prazo. Ainda Vieira et al. (2011) afirmam que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribui tanto para a otimização do desempenho empresarial quanto para o desempenho no mercado de capitais. Assim, na literatura observa-se uma tendência de relação entre essas variáveis.

Diante disto, a questão motivadora deste estudo é: Quais as relações de dependência entre as *proxies* de planejamento tributário, retorno sobre ativo e governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA? Para atingir ao questionamento proposto, o presente trabalho tem como objetivo analisar a relação de dependência entre os segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, o planejamento tributário e o retorno sobre ativo das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Adotou-se nesta pesquisa o retorno sobre o ativo (ROA) como medida de desempenho, taxa efetiva do tributo (*Effective Tax Rates* – ETR) para medida de planejamento tributário e os níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA para governança corporativa por se entender que são medidas que podem ser utilizadas para comparar empresas de um mesmo setor, ou para comparações entre diferentes setores, e também, por ser facilmente encontrados.

Como resultados pode-se apontar que não foi possível descrever alguma relação entre governança corporativa e planejamento tributário, nem entre governança corporativa e retorno sobre ativos, contrariando alguns estudos na literatura que apontam melhor governança, melhor desempenho (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; KLAPPER; LOVE, 2004 e SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). Entretanto, foi possível descrever uma relação entre planejamento tributário e retorno sobre ativo, onde empresas que praticam planejamento tributário agressivo se relacionam com ROA baixo, empresas que praticam planejamento tributário moderado se relacionam com ROA alto, e empresas que não praticam planejamento tributário se relacionam com ROA médio. Este resultado vai de acordo com Castro e Flach (2013) onde verificaram a correlação negativa existente entre a ETR e o ROA, porém contraria alguns estudos que encontraram efeito positivo entre essas variáveis (GUPTA; NEWBERRY, 1997 e MILLS; ERICKSON; MAYDEW, 1998).

Dessa forma, justifica-se o presente trabalho sob a perspectiva de que ele tende a contribuir para a comunidade científica abordando um assunto que não traz consenso entre os pesquisadores e busca preencher lacunas apresentadas por estudos anteriores. Ademais, o presente trabalho se notabiliza por não enfrentar problemas como a endogeneidade e a causalidade reversa, presente em muitos estudos que buscam encontrar relações entre governança corporativa e outras variáveis, por meio de técnicas econométricas (Silveira, 2010).

Após esta seção de caráter introdutório, a seção dois trata do referencial teórico, onde serão abordadas questões da governança corporativa, planejamento tributário, formas de detecção do gerenciamento tributário e o índice de rentabilidade retorno sobre o Ativo (ROA). Na seção três são descritas as técnicas estatísticas e metodológicas do estudo. Na seção quatro são apresentados e discutidos os resultados da pesquisa. A seção cinco traz as conclusões e recomendações para futuros estudos e, por fim, apresenta-se as referências.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Teoria da Agência e Governança Corporativa no Brasil

Berle e Means (1932) são considerados os primeiros a discutirem as vantagens e desvantagens da separação entre propriedade e controle, indicando que o poder dos gestores em corporações com propriedade diluída é maior, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas. A perspectiva é que os acionistas, distantes do controle das empresas, tinham que se assegurar que as decisões dos gestores, a quem outorgavam poder, estavam alinhadas com seus interesses (acionistas). Dessa relação conhecida como “agente-principal” surge o objeto de estudo da Teoria da Agência.

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling (1976) como um contrato, de forma que uma ou mais pessoas (principal), empregam outra pessoa (agente) para tomar as decisões necessárias à empresa em seu nome com o devido poder concedido a ele. Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), se ambas as partes tendem a maximizar seus benefícios, então provavelmente o agente (administrador) nem sempre irá agir no melhor interesse do principal (acionistas). Ainda nessa perspectiva, Gitman (2002) afirma que problema de agência é a possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos à frente dos objetivos da empresa, prejudicando, dessa forma, os acionistas.

Lopes e Martins (2005) afirmam que não há conflito de interesse na firma clássica, entretanto com o surgimento da corporação moderna, onde propriedade e controle são separados, aparece a possibilidade dos conflitos de interesse entre principal e agente, ou até mesmo entre administradores de níveis diferentes.

Na tentativa de mitigar esses conflitos entre as partes, através de incentivos, monitoramentos, controle, divulgações etc., Jensen e Meckling (1976) afirmam que surgem os custos de agência, que é definido por eles como a soma das despesas de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente com as despesas de monitoramento por parte do principal, somadas ainda as despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente e com a perda residual.

Complementando a essas questões, La Porta et al. (1997) afirmam que diferente dos conflitos de agência que as empresas dos EUA enfrentam, devido à sua estrutura de propriedade – capital aberto e propriedade dispersa entre vários acionistas – muitos outros países lidam com outros conflitos de interesses, pois em geral há grande concentração de controle das companhias. Nessa linha, Andrade e Rossetti (2004) trazem nova abordagem ao conceito afirmando que os conflitos também ocorrem na relação entre os acionistas majoritários e minoritários, e não apenas na relação proprietário-gestor. Silveira (2010) afirma que no Brasil, assim como na maioria dos países emergentes, as companhias se caracterizam por grande concentração acionária e pela presença de um acionista majoritário bem definido, em decorrência disso, o maior conflito de agência é entre acionistas controladores e minoritários.

Em suma, a discussão em torno do tema governança corporativa ganha cada vez mais força devido à necessidade de superar os conflitos de agência. A governança corporativa, portanto, está relacionada à gestão de uma organização e torna-se interessante aos administradores quando estes percebem que suas boas práticas contribuem para resolver os diversos conflitos de interesses, diminuindo os custos de agência. (VIEIRA et al., 2011). Há de se ressaltar que, conforme Iudícibus e Martins (2010), o profissional contábil necessitará mais do que uma técnica refinada para sobreviver em meio a esses conflitos de interesses.

Segundo Silveira (2010) a expressão Governança Corporativa é recente no Brasil, começando a ser usada somente a partir do final da década de 1990. Uma prova disto é que o atual IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – organização pioneira dedicada ao tema foi fundada em 1995 sob a denominação IBCD – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração. Nos últimos anos, a Governança corporativa tornou-se uma área de estudo com diversas abordagens. Uma das principais preocupações e interesses de todos os participantes da economia do mercado é garantir a aderência dos principais atores da economia a códigos de conduta estabelecidos, onde através destes, são utilizados mecanismos que tentam reduzir ou eliminar os conflitos de interesse.

Em dezembro de 2000, houve o lançamento oficial na Bolsa de Valores de São Paulo, atual BM&FBOVESPA, dos segmentos especiais de listagem: Níveis Diferenciados (Nível I e Nível II) e Novo Mercado. Os segmentos apresentavam maiores exigências no que se refere às práticas de governança corporativa em relação às demais empresas da Bolsa e, além disso, a adoção era voluntária. Esta segmentação visava separar as empresas em função do nível de adesão de boas práticas de governança corporativa.

Essa iniciativa ainda trazia a alternativa de transição gradual para as companhias que já possuíam capital aberto, e respeitava o posicionamento estratégico de cada empresa. Segundo Aguiar, Corrar e Batistella (2004), a Bolsa de Valores de São Paulo criou esses segmentos com dois objetivos principais: diminuir a assimetria informacional e reduzir o custo de capital das empresas que aderissem as regras. O quadro 1 a seguir mostra de forma resumida os critérios de listagem das companhias em cada segmento.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN (a partir de 10/5/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	

QUADRO 1 – SEGMENTOS GOVERNANÇA CORPORATIVA

Fonte: BM&FBOVESPA (2014)

As principais características do segmento Nível 1 são as práticas adicionais de liquidez das ações e *disclosure* que as empresas devem possuir, já o segmento Nível 2 caracteriza-se por exigir que as empresas possuam práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e conselho de administração e o Novo Mercado é semelhante ao Nível 2, porém diferencia-se pela necessidade de somente emitir ações com direito a voto (DALMÁCIO et al., 2013).

2.2 Planejamento Tributário

O planejamento tributário também é conhecido como governança tributária, gerenciamento tributário, *Tax Management*, elisão fiscal entre outros. Esses termos são definidos como procedimentos adotados pelos gestores com propósito de reduzir a carga tributária da empresa, através de qualquer medida lícita (ARMSTRONG et al., 2011; FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009; TANG, 2005; GONCHAROV; ZIMMERMANN, 2005; GOMES, 2012).

Assim sendo, o planejamento tributário busca amparado pelas leis, postergar ou diminuir o valor dos tributos, podendo dessa forma melhorar seu desempenho e valor de mercado (MACHADO, 2011). Ainda Desai e Dharmapala (2006) relatam que o gerenciamento tributário é uma transferência legal dos recursos do Estado para as empresas com intuito de aumentar o seu desempenho, através da redução de despesas tributárias. Em função disso, vários pesquisadores têm mostrado que o gerenciamento tributário é uma atividade de valor perante aos acionistas (BANKMAN, 1999; GRAHAM; TUCKER, 2006; DESAI; DHARMAPALA, 2007; FRANK et al., 2009; WILSON, 2009).

Segundo Scholes e Wolfson (1992) para o gerenciamento tributário ser eficiente devem analisar as implicações tributárias das partes envolvidas na transação, os tributos explícitos ou implícitos e os custos envolvidos na questão. Ainda segundo esses autores, aumentar o desempenho das empresas, por conseguinte maximizar do valor da empresa é mais importante que diminuir sua carga tributária.

Também nessa linha, Zimmerman (1983) e Hanlon e Slemrod (2007) destacam que grandes empresas, por causa do custo político, preferem não gerenciar agressivamente seus tributos. Porém segundo Minnick e Noga (2010) elas não ignoram esses benefícios do planejamento tributário.

Existem duas formas mais difundidas para se identificar o planejamento tributário nas empresas, são elas: taxa efetiva (*Effective Tax Rates – ETR*) e sua variação, taxa efetiva de dez anos (*Cash Effective Tax Rate – CashETR*), e diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável (*Book-Tax Differences–BTD*).

Visto que no contexto brasileiro o trabalho de Formigoni, Antunes e Paulo (2009) não encontraram uma relação entre o BTD e o planejamento tributário, e ainda que Piqueras (2010) identificou baixa correlação entre as BTDs anormais e planejamento tributário, este trabalho utiliza-se da taxa efetiva (ETR) para saber se as empresas possuem planejamento tributário e em que nível, se pouco ou muito agressivo ou sem gerenciamento tributário.

2.3 Taxa Efetiva do Tributo (*Effective Tax Rates – ETR*)

Segundo Gupta e Newberry (1997) a taxa efetiva (ETR) demonstra o efeito de incentivos fiscais e gerenciamento tributário, essa taxa resume o efeito da proporção dos impostos pagos sobre o lucro em estatística.

O cálculo da ETR é usado para medir o gerenciamento tributário das empresas, pois mostra a taxa efetiva dos tributos sobre o lucro (MINNICK; NOGA, 2010, ARMSTRONG et al., 2011).

A ETR neste trabalho é calculada pela divisão da despesa com impostos (Imposto de Renda e Contribuição Social) pelo lucro antes do Imposto de Renda (LAIR), o mesmo cálculo utilizado por diversos autores (TANG, 2005; FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009; MINNICK; NOGA, 2010; ARMSTRONG et al., 2011).

Existem duas críticas que alguns autores fazem quanto a ETR, dizendo que esta pode não mensurar corretamente o planejamento tributário. Segundo Wilkie (1992) a ETR é subestimada, mesmo sem o gerenciamento tributário quando um prejuízo operacional líquido anterior é compensado com o lucro tributável de um ano lucrativo posterior. Entretanto essa circunstância não afetaria a capacidade da ETR em detectar o planejamento tributário das

empresas, pois a legislação brasileira impõe limites à dedução de prejuízos fiscais, como por exemplo o Decreto-lei n.º. 2.341, de 1987, que dispõe sobre as regras para compensação de prejuízo fiscal.

A outra crítica é que a ETR além do planejamento tributário feito pela empresa incorpora também os efeitos de política de incentivos fiscais (TANG, 2005). Entretanto segundo GOMES (2012) os incentivos fiscais são uma forma de planejamento tributário, já que as empresas decidem sobre sua utilização.

Assim sendo, a ETR pode ser considerada uma identificadora do planejamento tributário, no qual é comparada a taxa nominal dos tributos definidos na legislação, de modo que, quando a taxa efetiva é menor que a taxa nominal, indica a existência de planejamento tributário nas empresas, e quanto menor essa taxa efetiva, maior ou mais agressivo é esse planejamento tributário.

De acordo com Lammersen (2002) é uma ferramenta gerencial útil que pode ajudar os usuários, sejam eles internos ou externos, a tomar decisões, que como já mencionado, essas decisões devem maximizar o desempenho e valor da empresa, como por exemplo o retorno sobre o ativo (ROA) que será abordado a seguir.

2.4 Retorno sobre o Ativo – ROA

Com o objetivo de medir a capacidade econômica da empresa, o sucesso obtido através do capital investido, são utilizados os indicadores de rentabilidade, que de acordo com Assaf Neto (2008) o objetivo desses indicadores é avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelam suas dimensões. Ainda Damodaran (2004), afirma que o ROA de uma empresa mensura a sua eficiência operacional em gerar lucros a partir de seus ativos.

Segundo Barnes (1987) os índices financeiros, entre eles o ROA, são bons indicadores de desempenho das empresas e nos trabalhos de Tavares Filho (2006) e Campos (2006) vemos que o ROA também é usado relacionando-o aos níveis de governança corporativa e à concentração acionário da empresa.

De uma forma geral Primo *et. al* (2013) aponta que na literatura tem-se utilizado o lucro líquido no cálculo do ROE e o lucro operacional para apuração do ROA. Sobre isso, Assaf Neto (2008) defende o uso do lucro operacional no cálculo do ROA, pois revelaria efetivamente o resultado gerado pelas decisões de ativos, não importando a forma de financiamento da empresa. Já o lucro líquido deveria compor o ROE, pois este depende dos resultados que os ativos geram e dos financiamentos da empresa. Entretanto como esta pesquisa envolve decisões de planejamento tributário, que envolve decisões de investimento e de financiamento da empresa, utilizou para o ROA a fórmula Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS DA PESQUISA

A presente pesquisa pode ser classificada como quantitativo-descritiva, caracterizando-se como um estudo de relações de variáveis. Ela busca descrever a relação entre variáveis num determinado momento sob uma precisão e um controle estatístico (LAKATOS; MARCONI, 2010). A pesquisa teve como objetivo identificar a relação de dependência entre os diferentes segmentos de governança corporativa e planejamento tributário, segmentos de governança corporativa e retorno sobre ativos, e por último planejamento tributário e retorno sobre ativos.

A população deste trabalho são todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA, exceto as financeiras pois possuem alíquota CSLL de 15%, diferente das demais que é de 9%, além de adotarem procedimentos contábeis inerentes a este setor, especialmente na apuração do lucro. Para realizar este trabalho foi selecionada uma amostra da seguinte forma: a base de dados utilizada neste estudo foi gerada através de informações contidas na ferramenta do site Comdinheiro. Adotou-se para a coleta das variáveis o último dia do mês de dezembro de 2013,

em função de ter-se um ano inteiro para análise, já que 2014 ainda não havia fechado, e também foi considerado as classes de ações (preferencial ou ordinária) mais líquidas de cada empresa no período analisado para que assim não houvesse duplicidade de observações sobre uma mesma empresa em um mesmo período. Foram excluídas as empresas que não apresentaram todos os dados necessários para os devidos cálculos, ficando a amostra final com 207 empresas. As variáveis foram analisadas no *software* Excel e as regressões econométricas foram geradas pelo *software* SPSS.

Para atingir ao objetivo proposto fez-se uso da técnica multivariada de análise de correspondência (ANACOR). A referida técnica permite avaliar a relação de dependência entre as categorias de duas variáveis qualitativas através do teste de independência do qui-quadrado (χ^2). O teste relaciona as categorias das variáveis qualitativas numa tabela de contingência $r \times c$, onde "r" é igual ao número de linhas e "c" é igual ao número de colunas. A partir desta tabela, o valor das frequências observadas para cada célula é comparado com o valor das frequências esperadas, de maneira que caso este valor seja discrepante, a estatística do qui-quadrado (χ^2) irá rejeitar a hipótese nula do teste, indicando que há uma relação (dependência) entre as categorias das variáveis (FÁVERO et al., 2009; LEVINE et al., 2012).

O teste de independência do qui-quadrado (χ^2) possui como hipótese nula a independência das variáveis, ou seja, que elas combinam-se de forma aleatória. Caso seja identificada a relação de dependência, a ANACOR fornecerá um mapa perceptual onde é possível visualizar as categorias das variáveis que se associam pela proximidade dos pontos que representam estas categorias no mapa (FÁVERO et al., 2009).

A respeito de possíveis problemas de acurácia do teste de independência do qui-quadrado (χ^2) na identificação das relações entre as variáveis, Levine et al. (2012) salienta que embora haja algumas controvérsias entre os estatísticos, caso nenhuma célula na tabela de contingência apresente frequência observada menor que 1 já é possível considerar como boa a acurácia do teste. O presente trabalho alcançou essa condição em todos os casos.

Como *proxy* para o planejamento tributário de cada empresa, foi utilizado a taxa efetiva de tributos (ETR), taxa normalmente usada na literatura para medir o planejamento tributário (MINNICK e NOGA, 2010, ARMSTRONG et al., 2011).

Como *proxy* para os segmentos de governança corporativa da pesquisa foram utilizados os três níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), juntamente com o segmento Bolsa Tradicional, totalizando quatro segmentos distintos de governança corporativa. Essa abordagem já foi utilizada em outros trabalhos, como o de Sarlo Neto (2009), Dalmácio et al. (2013), dentre outros. Para o cálculo do retorno sobre o ativo (ROA) é dividido o lucro líquido pelo Ativo Total, valor que é fornecido pela ferramenta disponível no site do *Comdinheiro*.

Após a coleta da amostra, cada grupo de empresas foi classificado pelas suas respectivas ETR em ordem crescente. As empresas com ETR abaixo de 20% foram nomeadas de "Gerenciamento Agressivo". As empresas com ETR acima de 20% e abaixo 34% foram nomeadas de "Gerenciamento Moderado". E as empresas com ETR acima 34% foram nomeadas de "Sem Gerenciamento". Essa segmentação foi feita com base nas alíquotas nominais atuais dos tributos pagos sobre o lucro no Brasil que é de 34% (15% + 10% IR e 9% CSLL). Adicionalmente, esta proposta é corroborada pelo estudo de Gomes (2012), que argumenta que empresas com ETR menores que 34% praticam o gerenciamento tributário.

A classificação do ROA foi semelhante à feita para ETR. Após a classificação das empresas em ordem crescente a partir do ROA, os 30% mais baixos da distribuição foram nomeados de "ROA baixo". Os 30% mais altos da distribuição foram nomeados de "ROA alto". E as empresas que ficaram nos 40% de posição mediana da distribuição foi nomeada de "ROA médio". Foram analisadas a relação do planejamento tributário com a governança corporativa

das empresas; da governança corporativa com o retorno sobre o ativo; e do planejamento tributário com o retorno sobre ativos.

Embora a abordagem de categorizar variáveis métricas, como o ETR, por exemplo, tende a promover uma perda de qualidade informacional, esta abordagem oferecida pela técnica de análise de correspondência permite uma análise comparativa descritiva entre as proporções das empresas de diferentes níveis de governança corporativa. Ou seja, permite avaliar, por exemplo, se a proporção de empresas do novo mercado com ETR baixo foi estatisticamente maior que a proporção de empresas do segmento Bolsa Tradicional com ETR alto. Sendo assim, o estudo não busca uma relação de causalidade (ou explicação) de um fenômeno, mas, apenas busca descrever o fenômeno. A essência da análise deste trabalho, portanto, é descritivo e não explicativo.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Governança Corporativa *versus* Planejamento Tributário (ETR): O teste de independência do qui-quadrado (χ^2) não foi significativo a 10% ($p = 0,58$). Dado que não foi encontrada uma relação a partir do teste de independência do qui-quadrado (χ^2) não é necessário realizar a ANACOR. Assim sendo, não é plausível descrever alguma relação, pois essas variáveis podem estar se relacionando de modo aleatório.

No que se refere à relação entre governança corporativa e retorno sobre o ativo, novamente não foi encontrada uma relação significativa a 10% ($p = 0,16$). Assim não é possível rejeitar a hipótese nula que não há associação entre as categorias.

É interessante notar que não é possível relacionar governança corporativa com planejamento tributário nem com retorno sobre o ativos a partir das proxies utilizadas neste trabalho. Provavelmente essas variáveis se relacionam de forma aleatória. É de se esperar que em empresas com boas práticas de governança corporativa formam-se bons conselhos administrativos capazes de tomar as melhores decisões em favor da empresa, e também que levem a empresa a planejamentos tributários de tal modo a pagarem menos impostos, aumentando o valor da empresa, o que é de interesse dos acionistas (GRAHAM, 2003; HANLON; SLEMROD, 2007). Entretanto não é possível afirmar nenhuma relação de dependência, em especial que empresas listadas no Novo Mercado se associam com alto ROA. Isso contraria alguns estudos presente na literatura como, por exemplo, Gompers, Ishii e Metrick (2003), Klapper e Love (2004) e Silveira, Barros e Famá (2006) que apontam que uma melhor governança se reflete em melhor desempenho. No entanto, soma-se ao resultado da pesquisa de Da Silva, Reis e Lamounier (2012), pois não encontraram evidências estatísticas entre o nível de governança corporativa e o processo de criação de valor para os acionistas.

No entanto, foi encontrada uma relação significativa a 1% entre planejamento tributário (ETR) e retorno sobre ativos (ROA) ($p = 0,00$). Dessa forma é possível a aplicação da ANACOR e posteriormente geração e análise do mapa perceptual, que é mostrado na figura 1.

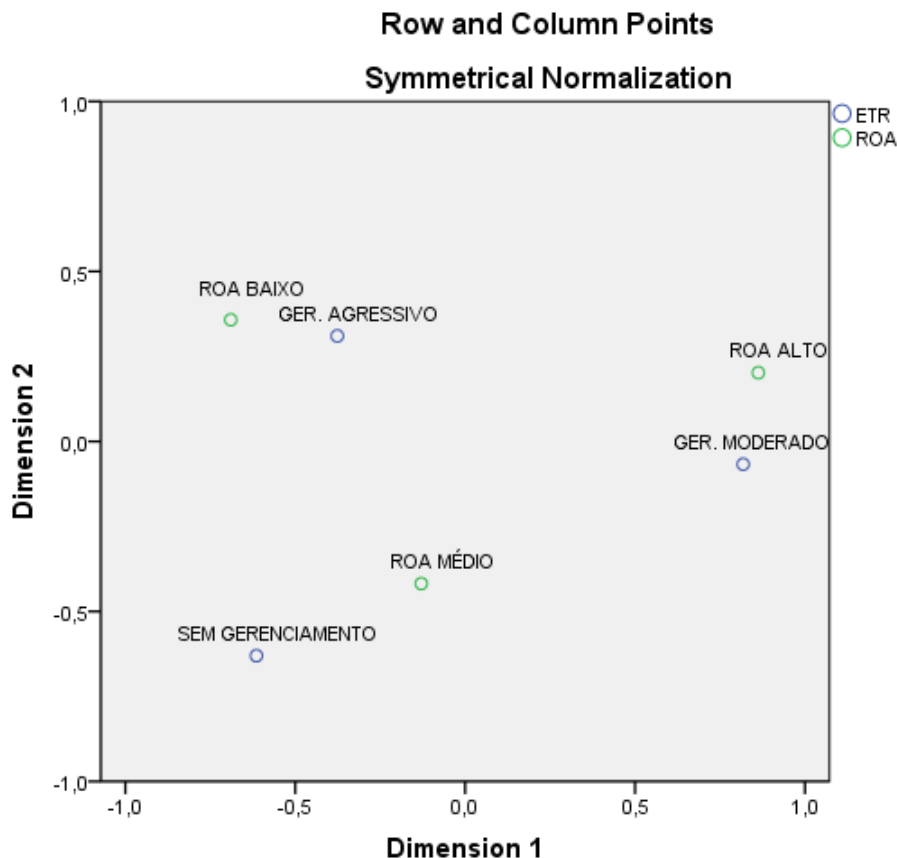


Figura 1– ETR *versus* ROA

Conforme indicado na figura 1, que é o mapa perceptual, as relações encontradas entre planejamento tributário e retorno sobre o ativo são: Gerenciamento Agressivo com ROA baixo, Gerenciamento Moderado com ROA alto e Sem Gerenciamento com ROA médio.

Nota-se que as empresas com gerenciamento moderado alcançaram mais ROA alto que o esperado, ou seja, houve uma relação entre gerenciamento moderado e ROA alto. De maneira análoga, as empresas com gerenciamento agressivo estiveram claramente relacionadas com os ROA considerados como baixo, e ainda as empresas que não praticam gerenciamento estão relacionadas com ROA médio.

Esses resultados corroboram, em parte, com os estudos de Gupta e Newberry (1997) e Mills, Erickson e Maydew (1998) que identificaram o efeito positivo entre essas variáveis, ou seja, menor ROA, menor ETR, assim como nesta pesquisa que menor ROA está relacionado a menor ETR (Gerenciamento Agressivo), porém os achados desta pesquisa mostram que maior ROA não se relacionam com maior ETR (Sem Gerenciamento).

Já esses achados, de certa forma, contrariam os resultados encontrados por Castro e Flach (2013) onde verificaram uma correlação negativa existente entre a ETR e o ROA, entretanto a amostra da referida pesquisa continha apenas 12 empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A presente pesquisa pode ser classificada como quantitativo-descritiva, caracterizando-se como um estudo de relações de variáveis. Esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação de dependência entre os segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, o planejamento tributário e o retorno sobre ativo das empresas listadas na BM&FBOVESPA. A amostra utilizada neste trabalho contou com 207 empresas listadas na BM&FBOVESPA, não

fazendo parte as empresas financeiras. Para atingir ao objetivo proposto fez-se uso da técnica multivariada de análise de correspondência (ANACOR).

Por meio de *proxies* de Governança Corporativa, Planejamento Tributário e Retorno sobre o Ativo analisou-se, quando possível, quais as relações de dependência entre essas variáveis.

Com os resultados encontrados não foi possível descrever alguma relação entre governança corporativa e planejamento tributário, nem entre governança corporativa e retorno sobre ativos, contrariando alguns estudos na literatura que apontam melhor governança, melhor desempenho (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; KLAPPER; LOVE 2004 e SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006).

Entretanto foi possível descrever uma relação entre planejamento tributário e retorno sobre ativo, onde empresas que praticam planejamento tributário agressivo se relacionam com ROA baixo, empresas que praticam planejamento tributário moderado se relacionam com ROA alto, e empresas que não praticam planejamento tributário se relacionam com ROA médio. Este resultado, de certa maneira, contraria o resultado encontrado por Castro e Flach (2013) onde verificaram a correlação negativa existente entre a ETR e o ROA. Entretanto se assemelha, em parte, com os estudos de Gupta e Newberry (1997) e Mills, Erickson e Maydew (1998) que encontraram efeito positivo entre essas variáveis, pois esta pesquisa encontrou que menor ROA e menor ERT (Gerenciamento Agressivo) se associam, mas não encontrou associação entre maior ROA e maior ERT (Sem Gerenciamento).

Como limitações deste estudo, destaca-se a utilização de uma única técnica estatística multivariada para descrever o fenômeno e que esta técnica necessita que variáveis métricas, como os retornos dos ativos, por exemplo, sejam categorizadas, fator que gera uma perda de qualidade informacional. No entanto, acredita-se que para o objetivo proposto pela pesquisa, a técnica multivariada de análise de correspondência foi satisfatória.

Para pesquisas futuras sugere-se uma investigação utilizando simultaneamente as três variáveis através da Análise de Homogeneidade (HOMALS) e ainda fazer uma separação das empresas por setores da economia.

REFERÊNCIAS

AMARAL, G. L. Governança tributária imprescindível para as empresas. *Revista Governança Tributária*, v. 1, n. 1, p. 14-17, 2011a.

AMARAL, L. M. F. Governança Tributaria na prática. *Revista Governança Tributária*, v. 1, n. 1, p. 10-13, 2011b.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2004.

ARMSTRONG, C. S.; BLOUIN, J. L.; LARCKER, D.F. The Incentives for Tax Planning. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper*, n. 56, 2011.

ASSAF NETO, A. *Curso de Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 2008.

BANKMAN, J. The new market in corporate tax shelters. 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=103348>>. Acesso em: 13 aug. 2014.

BARNES, P. The analysis and use of financial ratios: a review article. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 14, n. 4, p. 449-461, 1987.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan, 1932.

BM&FBOVESPA. O que são Segmentos de Listagem. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 aug. 2014.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração – USP*, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CASTRO, J. K; FLACH, L. O gerenciamento tributário relacionado ao desempenho das empresas: um estudo nas empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da BM&F BOVESPA. *XVI SEMEAD Seminários em Administração*, 2013.

DA SILVA, D. A.; REIS, E. M.; LAMOUNIER, W. M. O Processo de Criação de Valor para o Acionista Comparado em cada Nível de Governança Corporativa Segmentado na Bovespa: Um Estudo com as Empresas que compõem a Carteira de Ações do Índice Brasil (Ibrx 100). *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 7, n. 1, 2012.

DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 14, n. 5, p. 104-139, 2013.

DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DESAI, M.; DHARMAPALA, D. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, v. 79, p. 145-179, 2006.

DESAI, M.; DHARMAPALA, D. Taxation and Corporate Governance: An Economic Approach. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=983563>>. Acesso em: 05 aug. 2014.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campos Elsevier, 2009.

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., L. LYNCH, e S. REGO. Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*, v. 84, n.2, p. 467-496, 2009.

GITMAN, L, J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002.

GRAHAM, J. R. Taxes and Corporate Finance: A Review. *Review of Financial Studies*, Forthcoming, 2003.

GRAHAM, J. R; TUCKER, A. Tax shelters and corporate debt policy. *Journal of Financial Economics*. 2006.

GOMES, A. *A influência das características da governança corporativa na gestão tributária das empresas brasileiras*. 2012. 148 f. Dissertação de mestrado (Mestrado em Ciências Contábeis) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais. Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v.118, n.1, p. 107-155, 2003.

GONCHAROV, I.; ZIMMERMANN, J. Earnings Management when Incentives Compete: The Role of Tax Accounting in Russia, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=622640>>. Acesso em: 20 aug. 2014

GUPTA, S.; K. NEWBERRY. Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from logitudinal data. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 16, n 1, p, 1-34, 1997.

HANLON, M.; SLEMROD, J. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax aggressiveness. *Working paper University of Michigan*. 2007.

IUDÍCIBUS, S. MARTINS, E. *Contabilidade Introdutória*. 11. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, no. 4, p. 305-360, 1976.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p.1131-1150, 1997

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. *Fundamentos da metodologia científica*. 7. ed. Atlas: São Paulo, 2010.

LAMMERSEN, L. The Measurement of Effective Tax Rates: Common Themes in Business Management and Economics, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=395260>>. Acesso em: 03 aug. 2014.

LEVINE, D. M.; STEPHAN, D. F.; KREHBIEL, T. C.; BERENSON, M. L. *Estatística: Teoria e Aplicações usando Microsoft Excel em Português*. 6. ed. São Paulo: LTC, 2012.

LOPES, A; MARTINS, E. *Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MACHADO, A. P. A verdadeira alíquota dos tributos incidentes sobre os lucros das empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINSITRAÇÃO – ENANPAD, 35, Rio de Janeiro, 2011.

MILLS, L.F; ERICKSON, M. M; MAYDEW, E. L. Investments in tax planning. *The Journal of the American Taxation Association*, v. 20, n.1, p. 1–20. 1998.

MINNICK, K.; NOGA, T. Do corporate governance characteristics influence tax management? *Journal of Corporate Finance*, v.16, p. 703-718, 2010.

PRIMO, U.R.; DANTAS, J. A.; MEDEIROS, O. R.; CAPELLETTO, L. R. Determinantes Da Rentabilidade Bancária No Brasil. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 10, n. 4, p. 308-323, 2013.

SARLO NETO, A. *A relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro*. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade)– Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SCHOLLES, M.; WOLFSON, M. *Taxes and business strategy: a planning approach*. Engewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1992.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

TAVARES FILHO, F. *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2006.

TANG, T. Y. H. Book-Tax Differences, a Proxy for Earnings Management and Tax Management - Empirical Evidence from China, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=872389>>. Acesso em: 26 aug. 2015.

VIEIRA, K.M.; VELASQUEZ, M.D.P.; LOSEKANN, V.L.; CERETTA, P.S. A Influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, v. 7, n 1, p. 49-67, 2011.

WILSON, R. An examination of corporate tax shelter participants. *The Accounting Review*, v. 84, p. 969–999, 2009.

WILKIE, P. J. Empirical Evidence of Implicit Taxes in the Corporate Sector. *The Journal of the American Taxation Association*, v. 14, p. 97-116, 1992.

ZIMMERMAN, J. Taxes and firm size. *Journal of Accounting and Economics*, v. 5, p. 119-149, 1983.