

213

Agressividade Tributária, Governança Corporativa e Valor de Mercado no Curto e Longo Prazo

Mestre/MSc. Lucimara Sampaio Basilio [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Edvan Soares de Oliveira [ORCID iD](#),
Mestre/MSc. Rubia Bottacine Dalvi [ORCID iD](#)

Fucape Business School, Vitória, ES, Brazil

Mestre/MSc. Lucimara Sampaio Basilio

[0000-0002-0155-5337](mailto:lucimara@fucape.edu.br)

Programa de Pós-Graduação/Course

MESTRADO EM CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO

Doutor/Ph.D. Edvan Soares de Oliveira

[0000-0002-0843-1556](mailto:edvan@fucape.edu.br)

Programa de Pós-Graduação/Course

Doutorado em Ciências Contábeis e Administração

Mestre/MSc. Rubia Bottacine Dalvi

[0000-0003-3674-299X](mailto:rubia@fucape.edu.br)

Programa de Pós-Graduação/Course

Mestrado em Contabilidade e Administração

Resumo/Abstract

O objetivo da pesquisa é verificar 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. 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; no longo prazo, altos níveis de governança impulsionam os efeitos negativos da agressividade no valor de mercado. O resultado se justifica por custos reputacionais associados à governança corporativa. O trabalho traz contribuições ao mostrar que o planejamento tributário não é uma ação a ser tomada de forma isolada, visando valor, mas que deve ser tomada em conjunto com ações voltadas para governança corporativa, que pode se mostrar como um norteador dos resultados experimentados pelas empresas ao serem mais ou menos agressivas sob a perspectiva tributária.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Auditoria e Tributos (AT) / Auditing and Tax



Agressividade Tributária, Governança Corporativa e Valor de Mercado no Curto e Longo Prazo

Resumo

O objetivo da pesquisa é verificar 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. 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; no longo prazo, altos níveis de governança impulsionam os efeitos negativos da agressividade no valor de mercado. O resultado se justifica por custos reputacionais associados à governança corporativa. O trabalho traz contribuições ao mostrar que o planejamento tributário não é uma ação a ser tomada de forma isolada, visando valor, mas que deve ser tomada em conjunto com ações voltadas para governança corporativa, que pode se mostrar como um norteador dos resultados experimentados pelas empresas ao serem mais ou menos agressivas sob a perspectiva tributária.

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

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*. Parte da literatura afirma que empresas que praticam agressividade tributária tendem a ter um baixo desempenho financeiro, e isso se explicaria 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, 2019). 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; Ramos & Martinez, 2006) que justificam tal relação pela redução do risco que é promovido pelo planejamento.

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 (Hanlon & Slemrod, 2009), que se trata de um fator criado e consumido pela empresa como parte de uma estratégia corporativa, adotando uma visão de cidadania - empresas respeitáveis - e de licença moral, que pode estar associado ao planejamento tributário agressivo, uma vez que empresas cujas práticas de planejamento tributário agressivo são noticiadas, tendem a ter o valor de suas ações diminuídas devido à rejeição social (Graham, Hanlon, Shevlin & Shroff, 2014; Bai, Lobo & Zhao, 2017).

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 consequentemente aos custos reputacionais (Dhaliwal, Goodman, Hoffman & Schwab, 2016). No entanto, existem evidências que o mercado pode levar um certo tempo para compreender as práticas tributárias adotadas pelas empresas e assim, não reagir de forma instantânea ao comportamento delas, havendo quebra da assimetria informacional quanto ao planejamento tributário apenas no longo prazo (Santana & Rezende, 2016).

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 (Ramos & Martinez, 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, consequentemente, 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). Há correntes literárias na psicologia que afirmam que os indivíduos estão mais sujeitos a experimentarem maiores frustrações quando criam grandes expectativas, o que nesse contexto, pode-se associar às expectativas dos investidores quanto ao comportamento das empresas com altos níveis de governança corporativa.

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 de a governança corporativa ser um mecanismo que pode ao mesmo tempo ajudar a empresa a lidar melhor com planejamento tributário, mas também gerar custos reputacionais, advindos das expectativas que o mercado pode criar sobre a empresa. Por fim, o fato de que os *stakeholders*, especificamente os investidores, afetam o valor da empresa, mas levam tempo para absorverem certas informações.

De acordo com o exposto, espera-se que a ambiguidade existente na relação entre



agressividade tributária e valor seja norteadas 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, seja 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, *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 conseqüentemente 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.

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).

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 & Procionoy, 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.

2.2. Agressividade Tributária

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.

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 conseqüências 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).

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.

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). As empresas listadas na bolsa em níveis diferenciados de governança tendem a apresentar um comportamento tributário mais agressivo (Proner, Trevizan, Batistella & Einsweiller, 2021). Além disso, as práticas de governança corporativa contribuem para que as empresas se tornem mais lucrativas ao tomarem melhores decisões quanto ao que de fato traz valor para a empresa, dentre as decisões está o nível de agressividade fiscal, que é limitada aos níveis de riscos que a organização se sujeita (Kovermann & Velte, 2019). Diante do exposto formula-se a hipótese H1a.

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 e uma explicação para tal, é que os investidores reagem negativamente a possibilidade de esbulho de riqueza por parte dos gestores, e a falta de confiabilidade das demonstrações financeiras (Wahab & Holland, 2012). Diante disso, se evidencia não apenas que o pertencimento ao grupo diferenciado de governança é capaz de afetar a relação entre agressividade e valor, mas também o nível de governança que essa empresa apresenta. Assim, formula-se a hipótese H1b.

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

2.4 Governança Corporativa, Agressividade Tributária 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, Wang, & Tang, 2014). No entanto, existem evidências que o mercado pode levar um certo tempo para compreender as práticas tributárias adotadas pelas empresas e assim, não reagir de forma instantânea ao comportamento delas, havendo quebra da assimetria informacional quanto ao planejamento tributário apenas no longo prazo (Santana & Rezende, 2016).



Parte da literatura evidencia que os investidores apreciam graus de planejamento tributário em empresas bem governadas, assim 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; Correia, 2008; Peixoto, 2012; Rezende & Santana, 2016; Silva & Leal, 2005).

No entanto, empresas com maiores níveis de governança passam a ser mais exigidas dos acionistas quanto à imagem que transmitem, uma vez que o conceito de governança surgiu devido a necessidade de trazer maior transparência ao mercado (Zingales, 1998; Berle & Means, 1932). Há correntes literárias na psicologia que afirmam que os indivíduos estão mais sujeitos a experimentar frustrações quando criam maiores expectativas, o que nesse contexto, pode-se associar às expectativas dos investidores quanto ao comportamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança. Diante do exposto, elabora-se as hipóteses H2a e H2b.

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.

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

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. Variável dependente

A variável dependente da pesquisa se trata do valor de mercado, que teve como *proxy* o Q de Tobin, 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 a equação 1, que é 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 ano t , já a $VMPL_{it}$ ao valor contábil do patrimônio líquido da firma i no ano t . O PE_{it} corresponde ao passivo exigível da firma i no ano t , e a AT_{it} ativo total da firma i no ano t .

3.2.2 Variáveis independentes

(a) Agressividade fiscal

A primeira variável dependente se trata da agressividade fiscal. Para mensurá-la foram utilizadas três *proxies*: a *Effective Tax Rate* (ETR), a *Book-Tax Differences* (BTD) e a *Taxa_DVA* (TDVA).

- 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 (TDVA) 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).

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

(b) 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:

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

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

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

3.2.3 Variáveis de Controles

Como controles foram utilizados:

- Caixa líquido operacional (cxlop) – Variável apresenta relação com valor da empresa, visto que ele é calculado considerando os fluxos de caixa futuro esperados e por isso foi incluída no modelo. Ademais disso, a variável apresentou um alto coeficiente de correlação com *Q de Tobin* corroborando com resultados encontrados por Santana (2014). A métrica é ponderada pelo ativo da empresa.
- 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). A métrica é ponderada pelo ativo da empresa.
- *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). A métrica é ponderada pelo ativo da empresa.
- Receita Líquida (Recliq) – Variável encontrada na demonstração de resultado do exercício, foi utilizada para controlar o efeito do tamanho da empresa. A métrica é ponderada pelo ativo da empresa.

A Figura 1 apresenta o resumo das variáveis utilizadas, bem como suas especificações detalhadas, fórmulas e referências.

Variável	Tipo	Significado	Fórmula	Autor
<i>Q_Tobin</i>	Dependente	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)
<i>ETR</i>	Independente	Métrica que mede a taxa de tributos efetiva sobre o lucro contábil.	$ETR = \text{despesa total com tributo sobre o lucro} / \text{lucro antes dos tributos}$	Martinez, (2017).
<i>BTD</i>	Independente	Métrica dada a partir da diferença entre lucro contábil e lucro tributado	$BDT = \text{Lucro antes do imposto} - \text{Lucro real}$	Santana e Rezende, (2016)
<i>TDVA</i>	Independente	Métrica que captura os tributos nas diferentes esferas, estadual, municipal e federal.	$TDVA = \text{Impostos, Taxas e Contribuições} / \text{valor total adicionado a distribuir}$	Martinez e Silva (2018)
<i>Gov</i>	Independente	Governança corporativa	<i>Dummy</i> assumem valor 1 se a empresa está em algum dos níveis diferenciados e 0 em caso contrário	Erfurth e Bezerra, (2013)
<i>Nível 1</i>	Independente	Nível de governança da BOVESPA	<i>Dummy</i> assumem valor 1 se a empresa pertence ao Nível 1 e 0 em caso contrário	Erfurth e Bezerra, (2013)
<i>Nível 2</i>	Independente	Nível de governança da BOVESPA	<i>Dummy</i> assumem valor 1 se a empresa pertence ao Nível 2 e 0 em caso contrário	Erfurth e Bezerra, (2013)
<i>Novo mercado</i>	Independente	Nível de governança da BOVESPA	<i>Dummy</i> assumem valor 1 se a empresa pertence ao Novo mercado e 0 em caso contrário	Erfurth e Bezerra, (2013)
<i>cxlop</i>	controle	Demonstra o quanto se consegue gerar a partir de suas atividades operacionais.	(caixa, banco e aplicações de curto prazo) / Ativo Total	Martinez e Martins, (2016).
<i>alav</i>	controle	Demonstra a capacidade de utilizar recursos externos para maximizar os resultados.	Passivo oneroso/ ativo total	Vieira et al., (2011)
<i>Imob</i>	controle	Imobilizado da empresa.	Total do ativo imobilizado/Ativo Total	Santana e

				Rezende, (2016)
<i>accruals</i>	controle	Diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa	(Lucro Líquido – fluxo de caixa líquido) /ativo total.	Ramos e Martinez, (2006)
<i>Recliq</i>	controle	Valor publicado no demonstrativo de resultado do respectivo ano ponderado pelo ativo total	Receita Líquida/Ativo total	Santana (2014)

Figura 1. Variáveis independentes e de controle

Fonte: Elaborado pelos autores

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 utilizados 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.

4. Resultados

A Tabela 1 apresenta os resultados a respeito da estatística descritiva das variáveis.

Tabela 1

Estatística Descritiva das Variáveis da Pesquisa

Legenda: *Q_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; *accruals* é a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa líquido; *recliq* é a receita líquida.

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

Fonte: Elaborado pelos autores

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 há empresas chegando a níveis de 22,1% do ativo.

A Tabela 2 apresenta a análise de correlação entre variáveis independentes e de controle.

Tabela 2

Análise de Correlação Entre Variáveis da Pesquisa

Legenda: *Q DE TOBIN* é uma métrica de valor de mercado da empresa; *ETR*, *BDT* e *TDVA*: métricas de agressividade medida; *CXLOP*: caixa líquido operacional; *ALAV*: alavancagem total; *IMOB*: imobilizado; *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.

	<i>Q_Tobin</i>	<i>ETR</i>	<i>BDT</i>	<i>TDVA</i>	<i>cxlop</i>	<i>alav</i>	<i>imob</i>	<i>accruals</i>	<i>recliq</i>
<i>Q_Tobin</i>	1								
<i>ETR</i>	0,445**	1							
<i>BDT</i>	-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 pelos autores

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 líquido.

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-se para a não existência de problemas dessa natureza.

A Tabela 3 apresenta os resultados obtidos para as estimações dos modelos descritos.

Tabela 3

Estimativas dos Modelos de Regressão

Legenda: O painel A apresenta as estimações dos modelos de regressão se utilizando a *ETR* como métrica de agressividade fiscal, o painel B traz as estimações dos modelos de regressão com a *BDT* como medida de agressividade e o painel C, usando a *TDVA*. *Q_Tobin* é uma métrica de valor de mercado da empresa; *ETR*, *BDT* e *TDVA* métricas que mede a agressividade tributária; *alav*: alavancagem; *imob*: imobilizado; *accruals* é a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa líquido; *recliq*; receita líquida. 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.

Painel A: Modelos utilizando ETR como métrica de agressividade

Variável	Dependente					
	<i>Q tobin(t+k)</i>		<i>Q tobin(t+k)</i>		<i>Q tobin(t+k)</i>	
	<i>k = 0</i>		<i>k = 1</i>		<i>k = 2</i>	
<i>ETR</i>	1,44**	1,55***	1,29***	1,33**	1,19*	1,11**
<i>Gov</i>	1,12**		1,29*		1,01*	
<i>nível 1</i>		0,89**		0,85*		0,69**
<i>nível 2</i>		1,10**		1,44*		1,55**
<i>novo_mercado</i>		2,89***		2,48***		2,21*
<i>ETR*Gov</i>	-0,22*		0,11		0,28**	
<i>ETR*nível 1</i>		-0,04		-0,13		-0,19
<i>ETR*nível 2</i>		-0,07		-0,11		-0,04
<i>ETR*novo_mercado</i>		-0,44***		0,31		0,32***
<i>alavancagem</i>	-0,44*	-0,45***	-0,48***	-0,36***	-0,43*	-0,19*
<i>Cxlop</i>	2,21***	2,55**	2,22***	1,85**	1,09**	1,22*
<i>Recliq</i>	0,33*	0,26***	0,25*	0,44*	0,28**	0,29*
<i>imob</i>	-0,29**	0,16	-0,15	0,12	-0,15	0,11
<i>accruals</i>	1,94**	2,14***	0,98**	1,15**	0,77	0,25
<i>Observações</i>	2457	2457	2098	2098	1705	1705

Controle de ano e setor	sim	sim	sim	sim	sim	sim
VIF médio	1,21	1,44	1,21	1,44	1,21	1,44
Coef. Determinação	0,254	0,366	0,204	0,341	0,188	0,384

Painel B: Modelos utilizando BTD como métrica de agressividade

Variável	Dependente					
	$Q\ tobin(t+k)$		$Q\ tobin(t+k)$		$Q\ tobin(t+k)$	
	$k = 0$		$k = 1$		$k = 2$	
BTD	-4,98***	-5,42***	-4,41***	-4,74***	-3,94*	-4,41*
Gov	1,25**		0,98*		0,95**	
nível 1		0,77*		0,78*		0,59*
nível 2		1,25*		1,25*		1,49**
novo_mercado		2,49***		2,44***		2,18***
BTD*Gov	2,21**		0,81		-1,22***	
BTD*nível 1		-0,94		1,11		-0,44
BTD*nível 2		2,54***		2,22		-0,59
BTD*novo_mercado		4,48***		-0,33		-1,11**
alavancagem	-0,52**	-0,29**	-0,26*	-0,22	-0,29**	-0,25**
Cxlop	2,94***	2,18***	1,44*	1,66*	1,28**	1,49*
Recliq	0,32*	0,194*	0,19*	0,26*	0,25	0,16
imob	-0,44*	0,41	-0,25*	-0,21	-0,21**	-0,08
accruals	1,28***	1,21	0,74**	1,21**	0,41**	0,92**
Observações	2457	2457	2098	2098	1705	1705
Controle de ano e setor	sim	sim	sim	sim	sim	sim
VIF médio	1,89	1,96	1,89	1,96	1,89	1,96
Coef. Determinação	0,354	0,412	0,288	0,335	0,277	0,299

Painel C: Modelos utilizando TTVA como métrica de agressividade

Variável	Dependente					
	$Q\ tobin(t+k)$		$Q\ tobin(t+k)$		$Q\ tobin(t+k)$	
	$k = 0$		$k = 1$		$k = 2$	
TTVA	2,65***	2,77**	2,44***	1,98**	1,28**	1,67*
Gov	1,44*		1,37**		1,22**	
nível 1		0,69**		0,76**		0,55**
nível 2		1,14*		1,55**		1,53*
novo_mercado		2,44**		2,22*		2,22***
TTVA*Gov	-0,42*		0,32		0,44**	
TTVA*nível 1		0,112		-0,43		-0,32
TTVA*nível 2		-1,03**		-0,59		-0,11
TTVA*novo_mercado		-1,76**		-0,98		-1,19***
alavancagem	-0,56*	-0,48*	-0,44**	-0,49**	-0,36**	-0,22*
Cxlop	2,33***	2,09***	2,19*	2,89*	2,24***	1,17**
Recliq	0,27**	0,28**	0,34**	0,19**	0,55*	0,33*
imob	-0,52*	-0,29*	-0,44*	-0,67*	-0,49*	-0,13*
accruals	1,44**	1,34**	1,65***	1,85***	1,17*	0,88
Observações	2457	2457	2098	2098	1705	1705
Controle de ano e setor	sim	sim	sim	sim	sim	sim
VIF médio	1,67	2,11	1,67	2,11	1,67	2,11
Coef. Determinação	0,392	0,487	0,391	0,488	0,344	0,441

Fonte: Elaborado pelos autores

O efeito negativo da agressividade tributária no valor de mercado é observado na Tabela 3 nos três painéis, independente da métrica utilizada para mensuração da agressividade fiscal. Esse resultado leva a afirmação que maiores níveis de agressividade, em média, reduzem o valor de mercado das empresas, tanto no curto quanto no longo prazo. 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 em relação ao que é observado na agressividade tributária. Esse achado se confirma nos três painéis, para as diferentes métricas de agressividade. 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. Esse resultado está de acordo com a hipótese H1a, que diz que as empresas que estão em níveis diferenciados de governança sentem menos o efeito negativo da agressividade no valor.

Quando se relaciona 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 em relação ao que é apresentado para a agressividade. 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 H1b, que diz que quanto maior o nível de governança maior a capacidade que a firma tem de usar a agressividade fiscal para melhorar o valor no curto prazo.

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. 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).

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. Esses resultados estão alinhados com a hipótese H2a, que afirma que no longo prazo, empresas listadas nos níveis diferenciados de governança tem o seu valor ainda mais reduzido do que as demais empresas ao serem agressivas sob a ótica 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 H2b que afirma que no longo prazo, quanto maior o nível de governança corporativa, maior a capacidade de a agressividade tributária afetar negativamente o valor de mercado.



Os achados estão de acordo com a literatura que discute sobre os custos implícitos de reputação associados à agressividade tributária, como a perda da credibilidade das demonstrações financeiras decorrente da apresentação de impostos mais baixos do que a carga tributária de empresas semelhantes, o que levanta suspeitas dos investidores quanto a confiabilidade dos demonstrativos (Hanlon & Slemrod, 2009). Os resultados também estão em consonância com os trabalhos que discutem a expectativa criada em empresas de maiores níveis de governança, uma vez que se exige mais dessas empresas pelas suas reputações, uma vez que os mecanismos de governança buscam suprir o a necessidade de maior transparência que o mercado exige (Zingales, 1998; Berle & Means, 1932; Hanlon & Slemrod, 2009).

Os resultados da pesquisa demonstraram que a governança corporativa é um importante fator mediador da relação entre a agressividade tributária e o valor de mercado, no entanto, há grande diferença se essa mediação ocorre no curto ou no longo prazo, uma vez que há a necessidade de levar em conta quais os custos implícitos que a maior transparência da informação, obtida no longo prazo, traz para as empresas que possuem melhores governanças e conseqüentemente são mais exigidas devido suas reputações.

5 Considerações Finais

Este trabalho teve 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.

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 a maior capacidade que empresas com melhores sistemas de governança possuem em tomar decisões de planejamento tributário, o que acarreta uma perda menor de valor por ser agressivo.

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.

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 contribuições, o trabalho evidenciou inconsistência encontrada na literatura sobre a associação entre planejamento tributário agressivo e valor, apontando para fatores determinantes de tal relação, a governança e o horizonte temporal, o que se mostra como contribuição 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.

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., & 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., & 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., & 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., & Procianoy, 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).
- Arpini, P. C., Ritter, P. C., & Piccoli, M. R. (2020). Influência Da Agressividade Tributária No Desempenho Das Empresas Listadas Na B3. In *Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo (Vol. 17).
- Araújo, R. A. M., & 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., & 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.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New Brunswick, NJ: Transaction.
- Blaylock, B., Shevlin, T., & 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.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC (R1) N° 26. (2011). Apresentação das demonstrações contábeis, Brasília.
- Chen, X., Hu, N., Wang, X., & 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., & da Silva, M. C.



- (2021). Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado. *Revista Faculdade de Ciências Econômicas*, 29(2), 11-28.
- Comissão de Valores Mobiliários - CVM. (2020). Recomendações da CVM sobre Governança corporativa – Cartilha de Governança Corporativa. Rio de Janeiro: CMV. Jun/2020. 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., & 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.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas – teoria e prática* (2ª ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Dhaliwal, D. S., Goodman, T. H., Hoffman, P. J., & Schwab, C. M. (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., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance e firm value. *The Review of Economics and 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.
- Erfurth, A. 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., & Pinheiro, J. L. (2019, julho). Sustentabilidade Empresarial e Tax Avoidance sob a Ótica da Demonstração do Valor Adicionado. *Anais do Congresso USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 19.
- Graham, JR, Hanlon, M., Shevlin, T., & Shroff, N. (2014). Incentivos para planejamento e elisão tributária: evidências de campo. *The Accounting Review*, 89(3), 991-1023.
- Hanlon, M., & 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., & Velte, P. (2019). The impact of corporate governance on corporate tax avoidance—A literature review. *Journal of International Accounting, Auditing e Taxation*, 36(C).
- Lemme, C. F. (2001). Revisão dos modelos de avaliação de empresas e suas aplicações nas práticas de mercado. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 36(2).
- Lenkauskas, E. (2014). The borderlines between the concept of tax avoidance e the other similar concepts. Available at SSRN 2503436.
- Lima, E. M., & Rezende, A. J. (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.
- 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.
- Martinez, A. L. (2017). Agressividade tributária: um survey da literatura. *Revista de*



- Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11, 106-124.
- Martinez, A. L., & Martins, V. A. M. (2016). Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 4-22.
- Martinez, A. L., & da Silva, R. (2018). Restrição financeira e agressividade fiscal nas empresas brasileiras de capital aberto. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 11(3).
- Moura, G. D., Barbosa, S. A., da Silva Schio, N., & 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).
- 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.
- Potin, S., da Silva, V. C., Reina, D., & 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., & 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., & 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., & Martinez, A. L. (2006). Governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 3(6), 143-164.
- 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.
- Santana, S., & Rezende, A. J. (2016). Corporate tax avoidance e firm value: evidence from Brazil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(30), 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.
- Scholes, M. S., Wolfson, M. A., Erickson, M. M., Hanlon, M. L., Maydew, E. L., & 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., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation e performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- 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>.
- Vello, A. P. C., & 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., & 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., & 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.
- Zingales, L. (1998). Survival of the Fittest or the Fattest? Exit and Financing in the Trucking Industry. *The Journal of Finance*, 53(3), 905-938.