

Trabalho de Conclusão de Curso (2019)

GERENCIAMENTO TRIBUTÁRIO: ANÁLISE DA INFLUÊNCIA SOBRE O CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Hana Belisa Marques de Freitas¹, Caritsa Scartaty Moreira²

RESUMO

A carga tributária brasileira encontra-se crescente desde 2016, impactando diretamente, nos fluxos de caixa, nos custos e consequentemente nos resultados das empresas, provocando assim uma retração no lucro. Nesse cenário, uma estratégia eficaz para reduzir a carga tributária sobre o lucro das companhias e a taxa mínima de retorno exigida pelos acionistas é a aplicação de um bom gerenciamento tributário. Desse modo, esse artigo buscou investigar se o gerenciamento tributário influencia no custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) no período de 2014 a 2018. O estudo compreendeu a análise da *proxie Book-Tax Differences* (BTD) como ferramenta de identificação do gerenciamento tributário, conforme sugerido por Moreira e Silva (2019), bem como as variáveis de controle, que são o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), valor de mercado (QTOBIN), tamanho da companhia (LNAT) e alavancagem financeira da empresa (ALV). Para a coleta de dados utilizou-se o banco de dados da *Bloomberg*® e o Formulário de Referências disponível no sítio eletrônico do B3, utilizando-se a Regressão Linear Múltipla do tipo dados em painel balanceado, resultando em uma amostra final formada por 630 observações. Os resultados obtidos não identificaram relação estatística de que um bom gerenciamento tributário tenha influência sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras, utilizando o BTD como métrica para o gerenciamento tributário.

Palavras-chave: Gerenciamento Tributário, *Book-Tax Differences* (BTD), Custo de Capital Próprio.

1 INTRODUÇÃO

Sabe-se que a carga tributária no Brasil é bastante elevada, e como forma de corroborar essa afirmativa, em publicação de novembro de 2018, a Receita Federal divulgou o terceiro aumento consecutivo da carga tributária no país, ou seja, relativo ao período de 2016 à 2018, atingindo o patamar de 33,58% do Produto Interno Bruto (PIB), acompanhando a crescente 32,29 de 2016 e 32,43 de 2017. Segundo Oliveira e Gonçalves (2013), essa elevação dos impostos impacta diretamente no caixa das empresas brasileiras, aumentando seus custos e, consequentemente, causando retração no lucro, e diminuindo sua competitividade no mercado. Esses aumentos consecutivos nos tributos ocorrem quando o Governo necessita de uma maior arrecadação e uma das formas que ele tem de captar recursos para financiar os objetivos sociais é através da dilatação dos impostos, afetando diretamente as empresas (FORMIGONI, 2008).

A governança corporativa apresenta-se com uma gama de ferramentas para serem aplicadas tanto interna quanto externamente nas empresas, visando diminuir e amenizar os custos das empresas, dentre os decorrentes do conflito de interesses entre agente e principal. Quando se trata de administradores e investidores, é comum esbarrar em conflitos

1 Bacharelada em Ciências Contábeis.

2 Mestra em Ciências Contábeis pela UFRN.

de interesses resultantes da separação entre a propriedade e o controle do capital das empresas, a assimetria informacional e os demais problemas entre a relação de principal-agente. Em resposta a esse problema a Teoria da Agência surge para estudar os conflitos resultantes dessa relação, buscando soluções para esse impasse (JENSEN; MECKLING, 1976). Contudo, as mudanças sofridas nos últimos anos provocaram modificações até nas estruturas societárias das empresas, os atritos entre propriedade e gestão que surgiram após a gestão de empresa passarem de um controle gerido por pequenos grupos para ter um grande número de acionistas (MARTIN *et al.*, 2004).

Como uma forma de reduzir esse conflito de interesses, tem-se o gerenciamento tributário como resposta a necessidade de se utilizar de forma eficiente os recursos disponíveis, e com ele uma série de mecanismos que buscam diminuir a carga tributária, buscando formas lícitas e menos onerosas para diminuir o peso dos impostos e elevar o desempenho financeiro das empresas (FORMIGONI, 2008; MINNICK; NOGA, 2010; MACHADO, 2011).

A partir do momento em que as empresas começaram a crescer, a complexidade em suas operações e transações aumentaram sendo necessário a utilização de especialistas para gerir os setores operacionais das empresas, visando o aumento patrimonial das entidades (ARRUDA *et al.* 2008). Mesmo sendo necessário essa divisão, existe o conflito de interesses, pois o administrador-agente visa uma maior retenção do lucro líquido para valorização da empresa no tempo, enquanto o acionista-principal busca que uma fatia maior desse mesmo recurso seja distribuída (ROSS, 1973; EISENHARDT, 1989).

Um ponto em comum entre principal e agente é o interesse no real custo do capital, pois essa informação trará uma base para tomada de decisão para ambos. Esse custo é nada menos que a taxa mínima de um determinado investimento exigida pelos investidores como retorno, tendo como base uma segunda opção que apresente risco menor ou equivalente ao de manter o recurso na empresa (SOUZA *et al.*, 2013).

Na perspectiva de custo de capital e governança tributária, no âmbito internacional, foram desenvolvidas algumas pesquisas, dentre elas: Harrington e Smith (2012); Goh *et al.* (2016); Balakrishnan, Blouin e Guay (2012). Contudo, não foi analisado o efeito do gerenciamento tributário em relação ao custo de capital próprio das empresas brasileiras.

Já no cenário nacional as pesquisas sobre governança tributária também têm avançado, como, Formigoni (2009); Pohlmann e Iudicibus (2010); Oliveira e Gonçalves (2013); Martinez e Silva (2017); Quirino, *et al.* (2018). Quanto a relação da governança tributária com o custo de capital próprio, destaca-se o trabalho de Moreira e Silva (2019), que buscaram analisar o efeito da Governança Tributária sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras, utilizando como métricas *Effective Tax Rates* (ETR), *Long-Run CashETR*.

Contudo, estes estudos não analisaram o efeito do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio nas empresas brasileiras utilizando o indicador *Book-Tax Differences* (BTD) como ferramenta de identificação do gerenciamento tributária e a sua influência no custo de capital pelo período de cinco anos. Desse modo, a partir da relevância da governança tributária e do custo de capital próprio, a presente pesquisa seguirá a recomendação sugerida por Moreira e Silva (2019), e analisará esse custo com outro indicador, neste caso, *Book-Tax Differences* (BTD).

Portanto, a escolha do tema foi motivada por duas pesquisas: a de Martinez; Silva (2017), que recomendaram utilizar outras métricas e diferentes custos na relação da agressividade fiscal com a dívida das empresas; Moreira e Silva (2019) que recomendam a utilização de outras métricas para a identificação da relação entre a governança tributária e o custo de capital próprio, como o *Book-TaxDifferences* (BTD).

Diante dos expostos, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **qual a influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio das Empresas Brasileiras?** Logo, a pesquisa tem como objetivo analisar a influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2014 a 2018.

Ainda quanto aos objetivos, a pesquisa, há três específicos: (1) calcular o *Book-Tax Differences* (BTD) das empresas brasileiras; (2) Verificar quais foram as empresas brasileiras que apresentaram gerenciamento tributário; (3) apontar qual o impacto do gerenciamento tributário sobre o custo do capital próprio.

Para a literatura a temática tributária ainda é pouco explorado no âmbito nacional, por isso a pesquisa contribui para a expansão e consolidação do tema no Brasil. Além disso, uma vez consolidada essa relação, há possibilidade da academia explorar mais a fundo a relação entre as variáveis, ampliando cada vez mais esse estudo, formando assim uma base ampla sobre o gerenciamento tributário e suas técnicas.

O trabalho visa apresentar ao mercado uma nova visão estratégica empresarial através do teste do BTD como métrica para medir o gerenciamento tributário, buscando aperfeiçoar pesquisas realizadas anteriormente e analisar a relação entre as duas variáveis, objetivando auxiliar na tomada de decisão e na possibilidade de maximização dos lucros com o alívio da carga tributária das empresas brasileiras. Ademais, o estudo apresenta para o profissional da contabilidade que atua com foco nas técnicas de gerenciamento tributário um diferencial competitivo, além de uma nova perspectiva de economicidade para ser apresentado às entidades, reforçando o importante papel que os profissionais de contabilidade vêm desempenhando na área de consultoria com foco redução dos custos empresariais para proporcionar melhor desempenho organizacional.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. GOVERNANÇA TRIBUTÁRIA

Elisão fiscal, administração tributária, planejamento tributário agressivo, *tax management* e gerenciamento tributário, são tratados como sinônimos de governança tributária por diversos autores, como, Desai e Dharmapala, 2006; Formigoni, Antunes e Paulo, 2009; Minnick e Noga, 2010; Gomes, 2016; Martinez e Silva, 2017. Esses autores apresentam o mesmo entendimento ao tratarem da temática em seus trabalhos e descrevem o tema como sendo um mecanismo gerencial cujo fim é explorar de forma lícita as lacunas existentes na legislação tributária com objetivo aliviar a pressão nos resultados das empresas.

Segundo Balakrishnan, Blouin e Guay (2012), embora as empresas possuam informações internas de alta qualidade que possam facilitar a elisão fiscal, os gestores parecem ser incapazes de transmitir aos participantes do mercado algumas informações importantes sobre as estruturas financeiras e organizacionais, priorizando interesses próprios deixando os acionistas em desvantagem. As organizações objetivam aumentar o seu valor de mercado com a aplicação do gerenciamento tributário, diminuindo o desembolso com tributos a curto prazo, minimizando o impacto dos tributos sobre o valor da firma (GOMES, 2016). Como consequência, além do valor de mercado, também aumentar o desempenho. (MACHADO, 2011).

Para que a governança tributária seja considerada eficiente segundo Scholes e Wolfson (1992), é necessário considerar a empresa/negócio como um todo, para isso desenvolveram um método que apresenta três vertentes centrais. O primeiro passo conhecido como *all parties* defende que um planejamento tributário eficiente deve considerar todas as partes da transação, suas implicações ou consequências. O segundo passo denominado *all taxes* diz que devem ser considerados os tributos tanto explícitos quanto os implícitos nas operações de investimentos, financiamentos e decisões financeiras em geral. E o último, o *all cost*. trata que dos custos dos tributos, diretos e indiretos relacionados com a operação devem ser considerados, implementação de um planejamento tributário não deve considerar apenas os custos dos tributos, mas todos que estão direto ou indiretamente relacionados com a operação, tendo em vista que o processo de operacionalização de um processo novo, muitas das vezes, requer um custo alto.

2.1.1 FORMAS DE DETECÇÃO DO GERENCIAMENTO TRIBUTÁRIO

Na literatura se encontram diversas métricas para detectar a governança tributária nas empresas, tais como: *Temporary (BTD)*, *Long-run cash (ETR)*, *GAAP ETR*, *Current ETR*, *ETR Differential*, *DTAX*, *Total BTD*, *Abnormal total BTD*, *Unrecognized tax benefits*, *Tax shelter activity* e *Marginal tax rate*. Essa pesquisa se limita apenas na análise do *Book-Tax Differences (BTD)*, considerado o futuro para a pesquisa na área de tributação na literatura internacional. Os fatos que originaram as diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributário e dando ênfase posteriormente as descobertas da associação do BTD, como indicador de qualidade de lucro, com os resultados correntes e futuro das empresas (HANLON E HEITZMAN, 2010; MARTINEZ E PASSAMANI, 2014; GOMES, 2016).

Quadro 1 – Principais métricas para detecção do gerenciamento tributário.

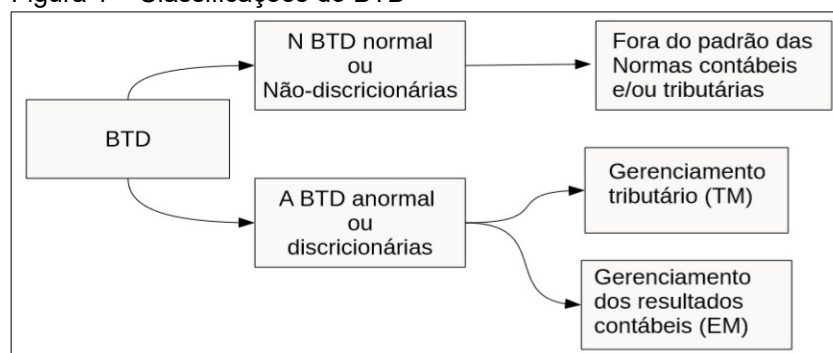
Métrica	Fórmula	Autores
<i>Effective Tax Rates (ETR)</i>	$ETR = \frac{\text{Despesa Tributária}}{\text{Lucro antes do IR e CSLL (LAIR)}}$	Martinez e Silva, 2016; Quirino et. al., 2018
<i>Cash Effective Tax Rate (CashETR)</i>	$\text{CashERT} = \frac{\text{Tributospg}}{\text{Lucro antes do IR e CSLL (LAIR)}}$	Quirino et al., 2018, Moreira e Silva, 2019
<i>Book-Tax Differences (BTD)</i>	$BTD = \text{Lucro antes do IR e CSLL (LAIR)} - \text{Lucro Tributável}$	Hanlon e Heitzman, 2010; Martinez e Passamani, 2014; Gomes, 2016.

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

Formigoni, Antunes e Paulo (2009), explicam que na literatura existem algumas definições ligados ao *book-tax differences (BTD)*, dentre eles estão as diferenças permanentes e as diferenças temporárias. Essa classificação acontece devido a distinção existente entre a legislação societária para o da contabilidade financeira, da legislação tributária para contabilidade tributária, que quando aplicadas geram valores diferentes entre o resultado contábil e o resultado tributário.

Martinez e Passamani (2014), destacam em seu trabalho os seguintes conceitos ligados ao *Book-Tax Differences (BTD)*: diferenças não discricionária ou normal (NBTD); diferença discricionária ou anormal (ABTD); Gerenciamento de Resultado Contábil (*Earnings Management-EM*); Gerenciamento Tributário (*Tax Management-TM*), lucro contábil e lucro tributável; *accruals* discricionários e *accruals* não discricionários; *reporting-entity differences*.

Figura 1 – Classificações do BTD



Fonte: Adaptado de Formigoni, Antunes e Paulo (2009).

É classificado como BTD normal ou não-discricionárias (NBTD), Fig. 01, quando houver inconsistências entre as normas contábeis e tributárias e a regulação for aplicada

sem oportunismo. Reconhecendo os incentivos existentes que administradores possuem para gerenciar os números tributários e contábeis, se encontram as diferenças discricionárias ou *BTD* anormal. O *BTD* tem seu início no evidente desalinhamento entre as normas contábeis e as normas tributárias perante os gerenciamentos de resultado (FORMIGONI, ANTUNES E PAULO, 2009).

Em 2005, Hanlon abordou a importância do *Book-Tax Differences* (*BTD*) como indicador de persistência de lucros e a utilização de investidores para ajudar a mensurar com confiabilidade as previsões de resultados futuros. Expôs um alerta que o mercado sinaliza quanto as grandes diferenças entre os *BTDs* que refletem o lucro contábil e o lucro tributário, pois presumem uma redução nas estimativas sobre os ganhos futuros das empresas. No cenário de diferenças negativas, onde o lucro contábil menor que lucro tributável, os investidores supervalorizam a recorrência de componentes de *accruals* de resultados.

Hanlon e Heitzman (2010), também trataram dos motivos que causam a diferença do lucro contábil e do lucro tributário. A importante contribuição da pesquisa dos autores foram as descobertas que associaram o *BTD* com os resultados correntes e futuro das empresas, considerado por eles, um importante indicador de qualidade de lucro e uma inovadora ferramenta de pesquisa, na literatura internacional, quando se trata de tributação.

Diante dos expostos, nesta pesquisa utilizará o *Book-TaxDifferences* (*BTD*) como métrica de identificação do gerenciamento tributário, pois o mesmo também é utilizado como uma das formas de mensurar a agressividade fiscal (DUBAR *et al.*, 2010)

2.2 CAPITAL ASSET PRINCING MODEL (CAPM)

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) foi um modelo econômico desenvolvido por Willian Sharpe (1964) derivado dos achados de Harry Markowitz (1952), busca analisar simultaneamente as variáveis de risco e retorno de um investimento de acordo com o modelo, a rentabilidade ou retorno esperado do negócio e varia na proporção direta do indicador de risco de mercado. É o método de precificação de ativos que melhor representar o custo de capital próprio e a mais utilizada pelo mercado. No CAPM, a retorno previsto de um investimento será diretamente proporcional ao β (beta), o indicador de risco de mercado (BREEDEN, 2005).

Segundo Salmasi (2009) o custo de capital próprio em essência não é facilmente mensurado, por isso a necessidade de uma métrica que em forma de taxa reflita esse custo, facilitando assim o entendimento para os *stakeholders*. O custo de oportunidade faz parte das variáveis no estudo que busca verificar se a retorno oferecido por múltiplas alternativas distintas de aplicação, é importante considerar o grau de risco que envolve cada opção a disposição. O simples confronto de resultados no tocante aos retornos esperados em cada opção, torna a avaliação imperfeita (GOULART, 2002).

Existem críticas quanto ao modelo do CAPM, dois exemplos são quanto a escolha do valor do prêmio de risco que será utilizado para o cálculo do retorno esperado do índice de mercado, e o cuidado para que seja utilizado corretamente a taxa livre de risco, pois esse valor compõe o modelo para que seja calculado o custo de capital próprio. Mas, apesar das críticas, o modelo é quase um consenso na avaliação econômica, e o cálculo é feito da seguinte forma (DAMODARAN, 2007; NETO, LIMA E ARAÚJO, 2008).

O modelo do CAPM é representado conforme fórmula a seguir:

$$CAPM = R_f + \beta (R_{em} - R_f)$$

Onde:

Re: custo de capital próprio;

Rf: taxa livre de risco;

β : beta da ação;

$(R_{em} - R_f)$: Diferença entre o retorno médio esperado da carteira de mercado e taxa

livre de risco.

Sharpe em (1964) em sua proposta original aborda que a estimação do custo de capital próprio era alcançado através do CAPM, onde, o valor do prêmio determinada pelo investidor, isso é, o retorno esperado pela aplicação de seus recursos em ativos (ações) da empresa estimando uma taxa de remuneração superior à de outro investimento tido como livre de risco (R_f) e considerando um ajuste ao risco da empresa, medido pelo coeficiente beta (β).

No Brasil são utilizadas usualmente três taxas que representam “livre risco” para estimar o custo de capital próprio pelo CAPM, que são o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), títulos do governo federal e o retorno da Caderneta de Poupança (SILVEIRA, BARROS E FAMA, 2002; REILLY E NORTON, 2008). O Tesouro Nacional (2019) trás em seu site as letras financeiras do tesouro (LFT) como opção mais conservadora e de “livre risco” para o investidor, se trata de um título pós-fixado com a rentabilidade atrelada à variação da SELIC diária registrada entre o momento da compra e a data de vencimento d título, mais o acréscimo de ágio ou deságio no momento da compra, se for o caso.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES CORRELATOS AO TEMA

Trabalhos internacionais desenvolvidos anteriormente relacionaram temas como o custo de capital, governança corporativa, rentabilidade, transparência corporativa que se tratam de características das empresas, estrutura de capital, com a temática de gerenciamento tributário.

Desai e Dharmapala (2008) relacionaram o sistema tributário com a governança Corporativa, delineando pesquisas já realizadas sobre a interseção dos temas. Enfatizaram que o sistema tributário pode mitigar ou ampliar o problema de governança corporativa e que a natureza do ambiente de governança corporativa pode influenciar a natureza e as consequências do sistema tributário. Concluíram que a literatura tem negligenciado como o gerenciamento tributário pode interagir com os vários mecanismos que surgiram para melhorar o problema de governança corporativa e o seu impacto no controle empresarial como um todo.

Harrington e Smith (2012) buscaram desmembrar a estrutura de capital das empresas, relacionando-a com a supressão fiscal, utilizando como base de mensuração a *proxie* de Dyreng *et al.* (2008) e regressão múltipla *cross-section*. Chegaram a conclusão que a estrutura de capital das empresas estudadas, que possuem um gerenciamento agressivo de seus tributos, possuem parcialmente mais dívidas.

Balakrishnan, Blouin, e Guay (2012) apresentaram como um planejamento tributário agressivo e a falta de transparência impõe uma série de custos sobre as empresas. As informações foram colhidas no banco de dados *Compustat*, CRSP, I / B / E / S e NYSE TAQ para o período de amostragem de 1990 a 2013. O trabalho constatou a menor transparência financeira como um potencial custo do planejamento tributário agressivo, ajudando a explicar por que algumas empresas parecem se engajar em um planejamento tributário mais conservador do que seria de outra forma ideal a partir de uma economia de impostos perspectiva.

Kroenke *et al.* (2017) pesquisaram a influência dos mecanismos de governança corporativa no custo de capital próprio utilizando o modelo Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) como mecanismo de avaliação das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa pertencentes ao Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC – NM), além da correlação de Pearson e a regressão linear múltipla. A pesquisa concluiu que existe uma relação diretamente proporcional com a quantidade de membros no conselho de administração da empresa e o Custo de capital próprio.

Goh *et al.* (2016) procuraram trazer em sua pesquisa a elucidar a relação entre a

evasão fiscal e o custo de capital das empresas no período de 1993 a 2010, levando em conta formas menos agressivas de planejamento tributário, através da regressão múltipla. Encontraram como resultado a exigência de investidores de ações por uma menor taxa de retorno esperada (expectativa) devido aos efeitos positivos do fluxo de caixa gerado pelo gerenciamento tributário/evasão fiscal realizado pelas empresas. E apontaram uma aceitação ainda maior, quando o monitoramento das empresas é realizado por uma fonte externa; empresas com informações de boa qualidade e que mantêm maiores benefícios com redução de impostos. A constatação de que a evasão fiscal está associada a um menor custo de equidade sugere que o planejamento tributário é uma atividade de valorização que os investidores apreciam.

No cenário nacional o tema gerenciamento tributário tem ganhado destaque através de pesquisas que relacionado a temática com o custo de capital próprio, custo de capital de terceiros, gerenciamento de resultados, governança corporativa e agressividade fiscal.

Formigoni, Antunes e Paulo (2009) objetivaram analisar o gerenciamento de resultado contábil e/ou gerenciamento de tributos como uma forma de explicarem a diferença entre o resultado contábil e o resultado tributável. Utilizaram como forma de mensurar a relação entre os gerenciamentos tributário e de resultados contábeis o BTB e os modelos econométricos KS (1995) e Pae (2005), e para tratarem todos os dados, fizeram uso do método de regressão múltipla e correlação. A pesquisa de caráter descritivo exploratório foi baseada em uma amostra de 46 empresas, todas listadas na antiga Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (denominada atualmente de B3 – Brasil, Bolsa, Balcão), entre o período de 2000 à 2005. Em conclusão ao trabalho, os autores constataram que as métricas utilizadas não encontraram relação entre os gerenciamentos tributário e contábil que justifiquem a diferença entre o resultado contábil e o resultado tributável, mas reforçaram que a necessidade da continuidade das pesquisas, visando a qualidade da informação contábil para a área de planejamento tributário, tendo em vista as altas cargas praticadas no Brasil e os efeitos na tomada de decisão dos *stakeholders*.

Pohlmann e Ludicibus (2010), focaram em tributos e custo de capital das empresas. Buscaram nas teorias *trade off* e na teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*), que tratam de estrutura de capital, base para analisarem a composição do endividamento das empresas e a influência da tributação dos lucros nesse resultado. Utilizaram por base as 500 maiores empresas atuantes no Brasil e seus dados médios do período de 2001 à 2003. Concluíram positivamente a existência da relação entre tributação do lucro e o grau de endividamento, tanto para empresas com baixo nível de tributação do lucro e alto endividamento quanto para as demais. Os resultados trazidos pelos autores quanto a influência da tributação do lucro sobre a decisão de endividamento e apontaram a consolidação das previsões trazidas teoria do tradeoff em detrimento da teoria do *pecking order*.

Gomes (2016) buscou analisar as características da governança corporativa e sua relação com o desempenho das empresas. Apresentou aspectos de como a independência e composição do Conselho de Administração, a remuneração da diretoria executiva, contribuíram para o gerenciamento tributário das empresas brasileiras. E se a gestão tributária de anos anteriores reflete em gestões subsequentes. Realizou os achados através do cálculo da ETR, *CashETR*, BTB e de modelo de regressão com dados em painel em uma amostra de 355 empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2001 a 2014. Os resultados confirmaram que a remuneração variável paga aos executivos pode ser considerada como característica que influencia o gerenciamento tributário nas firmas brasileiras, e que a gestão tributária anterior reflete na gestão tributária futura. Concluíram ainda que as empresas brasileiras não desprezam os benefícios do gerenciamento tributário, dado que as medianas das amostras um valor 25% são estatisticamente mais baixas que da alíquota nominal sobre os tributos no Brasil, de 34%.

Martinez e Silva (2017) confirmaram que no custo da dívida das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA entre o período de 2009 a 2014, através de regressão múltipla

com dados em painel efeitos fixos, houve a influência da agressividade fiscal. O trabalho revelou que empresas menos agressivas têm como resultado um maior custo da dívida. Os achados demonstraram que credores analisam o nível de planejamento tributário das companhias para avaliarem o custo da dívida.

Moreira e Silva (2019) buscaram analisar o efeito da Governança Tributária sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras, utilizam como ferramenta para isso o *Effective Tax Rate* (ETR), *Long-Run Cash* (CashETR) e regressão múltipla do tipo *pooled* para sustentar seus resultados. O trabalho constatou influência significativa entre a redução da carga tributária através de um bom gerenciamento e a decisão dos investidores de onde aplicar os recursos.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 CARACTERIZAÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA

Objetivando analisar a influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras, a amostra foi composta pelas companhias listadas na B3 no período de 2014 a 2018. Nesse sentido, essa pesquisa caracteriza-se como empírico-analítica, pois busca verificar a existência da relação entre variáveis (POHLMANN E IUDÍCIBUS, 2010). No caso deste estudo, tem-se a variável independente “gerenciamento tributário” e a variável dependente “custo de capital próprio”, e assim, busca-se identificar uma relação de causa e efeito entre elas.

Quanto à abordagem do problema, classifica-se como quantitativo, uma vez que utilizou-se de modelos econométricos, no caso, a regressão linear múltipla, para responder ao problema proposto, e neste caso, buscou identificar uma relação de causa e efeito entre o gerenciamento tributário e o custo de capital próprio (FORMIGONI, 2010).

As empresas tratadas nessa pesquisa foram todas as que se encontram listadas na B3 no período de 2014 a 2018, excluídas as financeiras, tendo em vista que possuem características distintas em relação às demais empresas, e também, aquelas que não dispuserem de todos os dados para o cálculo do BTB, que será a métrica de gerenciamento tributário utilizada nesta pesquisa. Para tanto, a amostra final foi composta por 126 empresas, que resultou em um painel balanceado formado por 630 observações.

Todos os dados utilizados nesta pesquisa foram obtidos da plataforma *Bloomberg®* e no Formulário de Referência disponível no sítio eletrônico da B3.

3.2 MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS E ESTIMAÇÃO DO MODELO

O quadro 2 apresenta a composição das variáveis que foram utilizadas no modelo econométrico, e indicam, respectivamente, o CAPM como a variável relacionada ao custo de capital próprio, o BTB como a variável de gerenciamento tributário, e ROE, Q-TOBIN, LNAT, e ALV como as variáveis controle.

O CAPM representa o custo de capital próprio e será utilizada como variável dependente do modelo apresentado anteriormente, e para explicá-la será utilizada a variável independente BTB como métrica de gerenciamento tributário e as variáveis de controle, que são o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), valor de mercado (QTOBIN), tamanho da companhia (LNAT) e alavancagem financeira da empresa (ALV).

Quadro 2 – Variáveis utilizadas na pesquisa.

Variável	Descrição	Composição	Objetivo
CAPM	Custo de Capital Próprio	$CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$	Variável dependente que representa o custo do capital próprio

Continua

Conclusão			
BTD	<i>Diferença total entre lucro contábil e lucro tributável</i>	BTD= LAIR – Lucro Tributável	Variável independente representa o gerenciamento tributário
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido	ROE = $\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Variáveis de controle
Q-TOBIN	Razão entre o valor da firma e o valor de reposição dos ativos das empresas	Q-tobin = $\frac{\text{Capital} + \text{Total das Dívidas} + \text{Ações preferenciais}}{\text{Total de Ativos}}$	
LNAT	Logaritmo natural do ativo total	Logaritmo natural do ativo total	
ALAV	Alavancagem Financeira	ALAV = $\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	

Fonte: Adaptado de Moreira e Silva (2019).

O BTD é utilizado como *proxy* para agressividade tributária. É calculado usando a diferença do LAIR, que é o resultado da empresa antes da incidência do imposto de renda e contribuição social total, e lucro tributável, base de cálculo para os impostos. A aplicação do BTD requer estimar o lucro tributável, que é tipicamente feito pela extrapolação da despesa corrente de impostos pela taxa de imposto estatutária. (DUBAR *et al.*, 2010).

O modelo do BTD é representado conforme fórmula a seguir:

$$\text{BTD} = \text{LAIR} - \text{Lucro Tributário}$$

O Quadro 3 demonstra a composição das métricas do BTD, ou seja, o lucro contábil, o lucro tributário e suas diferenças e será utilizado nessa pesquisa como *proxy* para o gerenciamento tributário das empresas brasileiras.

Quadro 3 – Composição do Book-Tax Differences (BTD)

Variável	Composição da métrica
Lucro Contábil	Lucro antes do IR e CSLL (LAIR)
Lucro Tributável	$\frac{\text{Despesa corrente com IR e CSLL}}{\text{Alíquota Nominal de Tributos}}$
BTD	Lucro contábil – Lucro tributário

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Para realizar o cálculo do BTD é necessário diferenciar os dois tipos de lucro envolvidos em sua composição. Para identificar o lucro contábil considerou-se o lucro antes do IR e CSLL. Para o lucro tributário, foi utilizado o modelo de Passamani, Martinez e Teixeira (2012) que foi adaptado à realidade brasileira por Martinez e Ronconi (2015), cujo modelo é representado conforme a fórmula a seguir:

$$TIt_j = \frac{FTEt_j}{strt}$$

Sendo:

TI_{itj} = lucro tributário;
 FTE_{itj} = despesa de IR/CSLL corrente (Provisão para IR e CSLL);
 str_t = Alíquota Nominal do IR e CSLL. Este valor será representado pela alíquota de 34%, pois corresponde a soma da alíquota normal do IR (15%), do adicional do IR (10%) e da CSLL (9%).

Assim, após apurados os dois lucros, o resultado da diferença entre o lucro contábil e o tributário, obtém-se o BTd.

Depois de estabelecidas as métricas a serem utilizadas nesse estudo, os dados foram tabulados em uma regressão múltipla do tipo painel, que de acordo com Wooldridge (2015), a utilização desse modelo é justificado em razão das características da própria amostra, em que a mesma possui dados em corte transversal e de séries de tempo, ou seja, diferentes empresas foram analisadas ao longo de vários anos. Deste modo, o modelo econométrico que será utilizado nesta pesquisa pode ser sumarizado pela seguinte equação:

$$CAPM = \alpha_0 + \beta_1 BTd + \beta_2 ROE + \beta_3 QTOBIN + \beta_4 TAMANHO + \beta_5 ALAVANCAGEM$$

Inicialmente foi preciso realizar testes específicos para definir qual o tipo de painel seria o mais adequado para o modelo de regressão definido. Portanto procedeu-se com a realização de dois testes, o de Breusch-Pagan para analisar a adequação entre efeitos *pooled* versus efeitos aleatórios, e o teste de Hausman para justificar a utilização de modelo com efeito fixo ou modelo com efeito aleatório. Os resultados apresentados pelos testes (Quadro 4), indicam que o modelo de painel mais indicado foi o tipo efeito fixo.

Quadro 4 – Resultado dos testes – identificação do modelo de painel

Testes	Hipóteses	Resultados
Breusch-Pagan	H0: A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é igual a zero (<i>pooled</i>).	Prob > F = 0.0011
	H1: A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios).	
Hausman	H0: Modelo de correção de erros (efeitos aleatórios) é adequado.	Prob > F = 0.0000
	H1: Modelo de efeitos fixos é adequado.	
Modelo de Painel mais indicado	Efeitos Fixos	

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

A partir dos resultados obtidos, modelo de painel fixo, foi possível a realização de outros testes de especificação, que neste caso, realizou-se o teste de Wald para heterocedasticidade e testpar para avaliar a ação do tempo no modelo. Como o modelo proposto apresentou problemas de heterocedasticidade, conforme recomenda Newey-West (1987) em sua proposta, o modelo foi reestimado com correção da matriz variância-covariância.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste trabalho utilizou-se da regressão múltipla do tipo fixo, tendo como variável dependente o CAPM, que representa o custo de capital próprio, o BTM como variável independente para o gerenciamento tributário e o ROE, QTOBIN, LNAT e ALAV como um conjunto de variáveis de controle para retorno sobre o patrimônio líquido, valor de mercado, tamanho da companhia e alavancagem financeira da empresa, respectivamente.

O método de regressão foi utilizado com a finalidade de apurar se o gerenciamento tributário possui alguma influência sobre o custo de capital próprio das companhias brasileiras, e os resultados podem ser visualizados na Tabela 1.

Tabela 1 – Modelo de regressão da variável CAPM e variáveis explicativas

CAPM = $\alpha_0 + \beta_1 \text{BTM} + \beta_2 \text{ROE} + \beta_3 \text{QTOBIN} + \beta_4 \text{TAMANHO} + \beta_5 \text{ALAVANCAGEM}$			
Variável	Coefficiente	Erro Padrão	P-valor (Significância)
Intercepto	33,39402	3,403791	0,000*
BTM	-0,0000118	0,0000156	0,454
ROE	0,0113512	0,0042544	0,009*
QTOBIN	-0,6502894	0,1966346	0,001*
LNAT	-2,177139	0,3930049	0,000*
ALAV	0,0431442	0,0107863	0,000*

Nota. *, ** e *** revelam a significância estatística a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

O resultado da regressão ao relacionar a variável independente BTM, utilizada para medir o gerenciamento tributário das empresas brasileiras com a variável CAPM representativa do custo de capital próprio, tal relação não apontou significância estatística, ou seja, os resultados estão indicando que não há nenhuma relação, seja ela positiva ou negativa, entre o gerenciamento tributário e o custo de capital próprio exigido pelos investidores.

Confrontado com os achados de Moreira e Silva (2019), observa-se que os autores não encontraram relação do custo de capital próprio em relação a ETR, mas em relação a variável CashETR como métrica de gerenciamento tributário, a significância estatística foi de 1%, evidenciando assim, de acordo com os resultados, a forte influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio.

No contexto internacional, achados de Goh *et al.* (2016), vão contra os resultados da pesquisa que utilizou as empresas brasileiras listadas na B3, e revelaram que o aumento positivo do fluxo de caixa resultante de um bom gerenciamento tributário por parte das empresas, faz com que os investidores de ações avaliem o risco, exigindo assim, uma menor taxa de retorno.

Ainda no âmbito internacional, Harrington e Smith (2012) concluíram que a estrutura de capital das companhias norte-americanas possui maior valor de capital de terceiros em sua composição por conseguirem maior captação desse tipo de recursos. As empresas que obtiveram esses resultados foram as que estavam mais focadas em gerenciamento eficiente de tributos.

No cenário nacional Martinez e Silva (2017) apresentaram resultados semelhantes em relação ao custo de capital de terceiros das companhias listadas na B3, comprovaram em seus achados que, na contramão do custo de capital próprio, existe a influência do gerenciamento tributário, portanto, os credores o consideram para calcular a exigência de retorno de seus investimentos. Como agravante, evidenciaram que as empresas com baixa agressividade fiscal, acabam por arcar com um custo maior da dívida, ou seja, quanto menor é o nível de planejamento tributário, maior o retorno esperado pelos investidores.

No caso dos resultados dessa pesquisa, não houve nenhuma relação entre o gerenciamento tributário e o custo de capital próprio do ponto de vista econométrico,

evidenciando que independente de haver ou não uma redução nos fluxos de caixa provenientes de boas práticas de gerenciamento tributário, essa prática não altera o custo exigido pelos investidores na aplicação dos capitais. Relação contrária é encontrada quanto ao custo de capital de terceiros, que como apresentado por outros autores, possui relação inversamente proporcional, ou seja, quando o nível de agressividade fiscal é maior, menor é o custo de captação desses recursos, indicando assim, que caso não haja boas práticas de gerenciamento tributário, será exigido um maior custo para a aquisição desses recursos.

Quanto às variáveis de controle, foram as mesmas utilizadas por Moreira e Silva (2019), e ao confrontar com os resultados apresentadas na Tabela 1, é possível verificar que em ambos os trabalhos o Q-TOBIN, isto é, o valor de mercado da empresa como variável de controle, apresenta uma significância estatística negativa de 1%, evidenciando relação com o custo de capital próprio, demonstrando que ao adicionarem valor de mercado, as companhias reduzem o custo de capital próprio. Quanto ao Tamanho, os resultados foram contrários, o presente trabalho apresentou uma significância negativa de 1%, ou seja, quanto maior a empresa menor será a exigência dos investidores.

Já as outras duas variáveis de controle, ROE e a ALAV, que representa a alavancagem financeira, apresentaram significância estatística para explicar o custo de capital próprio, mas de forma positiva a 1%, contrariando os resultados de Moreira e Silva (2019) que apresentaram uma significância negativa a 5% para o ROE e nenhuma relação com a variável ALAV. Os resultados concluem que à medida que aumenta o ROE, retorno sobre os recursos investidos, o custo de capital próprio também aumenta, mesma relação com a ALAV, que comprova que a captação de recursos de terceiros para aumentar os efeitos da variação do lucro contribuem para explicar o aumento ou diminuição da taxa de retorno exigida pelos depositadores de capitais nas companhias analisadas.

Os resultados de forma geral apresentaram que a *proxie* BTB utilizada para medir o gerenciamento tributário não possui nenhuma relação com o custo de capital próprio, reforçando os achados de Moreira e Silva (2019) quando utilizaram a variável ETR como métrica para o gerenciamento e concluíram que também não existia nenhuma relação. Porém, ao utilizarem como métrica a variável CashETR, houve uma significância positiva a 1%. Confrontando os resultados com os achados de Goh *et al.* (2016), no cenário internacional e com as conclusões de Moreira e Silva (2019), no âmbito nacional, a *proxie* CashETR se apresentou como sendo a melhor métrica para mensurar o gerenciamento tributário em relação ao custo de capital próprio dentre as três métricas existentes, ETR, CashETR e BTB.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou analisar qual a influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2014 a 2018. Como ferramenta de pesquisa foi utilizada a regressão múltipla com efeito fixo e os dados foram organizados em um painel balanceado formado por 126 empresas analisadas, totalizando 630 observações.

A conclusão esperada inicialmente era de que as boas práticas do gerenciamento tributário tivessem influência sobre o custo de capital próprio, apresentando assim, uma relação negativa, ou seja, quanto maior o gerenciamento para redução dos tributos, menor seria o custo exigido pelos investidores de capital na organização. No entanto, por meio da *proxie* BTB, referente a diferença entre lucro contábil e lucro tributário, e utilizada para capturar o gerenciamento tributário nesse trabalho, não foi possível identificar nenhuma relação com o custo de capital próprio. Assim, para fins dessa pesquisa, a adequação teórica e o modelo estatísticos utilizados não evidenciaram que boas práticas de gerenciamento tributário tenham efeito positivo ou negativo no custo de capital próprio.

Esta pesquisa contribuiu para a consolidação dos achados de Goh *et al.* (2016) e Moreira e Silva (2019) que apresentaram o CashETR como melhor métrica para o

gerenciamento tributário, tendo em vista que os resultados apresentados por Moreira e Silva (2019) utilizando a variável ETR e o resultado desta pesquisa, que aplicou o BTM, demonstraram que o custo de capital exigido pelos investidores não têm relação com a agressividade fiscal das empresas. Para a literatura a temática colabora com a expansão e consolidação do tema, pouco explorado no Brasil, apresentando a academia a possibilidade de aprofundamento em relação a variável CashETR para medir o gerenciamento tributário.

Por fim, para o mercado, forneceu uma nova visão estratégica empresarial através do teste do BTM e a comparação com outras pesquisas, consolidando a variável CashETR e sua relação com o CAPM, para assim, auxiliar na tomada de decisão e na possibilidade de maximização dos lucros com o alívio da carga tributária das empresas brasileiras. Além do que, contribuiu para apresentar para os profissionais da contabilidade que atuam com foco nas técnicas de gerenciamento tributário uma nova perspectiva de economicidade para ser apresentado às entidades, reforçando a visão dos profissionais de contabilidade nas áreas de consultoria e redução dos custos empresariais para proporcionar melhor desempenho organizacional.

O estudo apresentou limitações referentes a informações para o cálculo do BTM, fato que impossibilitou analisar uma amostra maior. Recomenda-se que para pesquisas futuras, a utilização do CashETR como métrica para medir o gerenciamento tributário das empresas, tendo em vista que foi a única *proxie* que apresentou relevância estatística para fins de relação com o gerenciamento tributário.

REFERÊNCIAS

ARRUDA, G. S. et. al. **A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria**. Revista de Administração da UFSM, v. 1, n. 1, 2008. Recuperado em 26/11/2018, de <https://periodicos.ufsm.br/reaufsm/article/view/570>

BALAKRISHNAN, K; BLOUIN, J; GUAY, W. *Tax Aggressiveness and Corporate Transparency*. **The Accounting Review**, 2012. Recuperado em 15 novembro 2018, de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1792783

BREEDEN, D, T. *An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities*. In: **Theory of valuation**. 2005. p. 53-96. Recuperado em 10/02/2019, de https://www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/9789812701022_0003

DAMODARAN, Aswath et al. *Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence*. **Foundations and Trends® in Finance**, v. 1, n. 8, p. 693-784, 2007. Recuperado em 28/02/2019 de https://www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/9789812701022_0003

DESAI, M. A.; DHARMAPALA, D. *Tax and corporate governance: an economic approach*. In: **Tax and corporate governance**. Springer, Berlin, Heidelberg, 2008. p. 13-30. Recuperado em 14 de novembro de 2018, de https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-540-77276-7_3

EISENHARDT, K. M. *Agency theory: An assessment and review*. **Academy of management review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989. Recuperado em 10/11/2018, de <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1989.4279003>

FORMIGONI, H. A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras.. **Tese de Doutorado**. p.192. Universidade de São Paulo. 2008.

FORMIGONI, H; POMPA ANTUNES, M. T.; 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. **BBR-Brazilian Business Review**, Vitória, v. 6, n. 1, pp. 44-61, enero-abril. 2009.

GOH, B. W. *et al.* *The effect of corporate tax avoidance on the cost of equity.* **The Accounting Review**, v. 91, n. 6, p. 1647-1670, 2016.

GOULART, A. M. C. Custo de oportunidade: oculto na contabilidade, nebuloso na mente dos contadores. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 13, n. 30, p. 19-31, 2002. Recuperado em 22/02/2019 de http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772002000300002&script=sci_arttext

GOMES, A. P. M. Características da governança corporativa como estímulo à gestão fiscal. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 149-168, 2016.

HANLON, M. *The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax differences.* **The accounting review**, v. 80, n. 1, p. 137-166, 2005. Recuperado em 10/07/2018 de <https://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2005.80.1.137>

HANLON, M.; HEITZMAN, S. *A review of tax research.* **Journal of accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 127-178, dez. 2010. Recuperado em 05/01/2019, em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410110000340>

HARRINGTON, C.; SMITH, W. *Tax avoidance and corporate capital structure.* **Journal of Finance And Accountancy**, v. 11, n. 2010, p. 144-165, 2012.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Recuperado em 28/11/2018, de <http://conhecimento.ibgc.org.br/noticias/Paginas/n1.aspx>

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.* **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Recuperada em 28/11/2018, de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>

KROENKE, A. et. al. Influência dos Mecanismos de Governança Corporativa no Custo de Capital Próprio nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. In: *USP International Conference in Accounting*, 26, jul, 2018, São Paulo. **Anais eletrônicos....** Fipecafi: São Paulo, 2017.

MACHADO, A. P.. A verdadeira alíquota dos tributos incidentes sobre os lucros das empresas brasileiras. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, v. 35, 2011.

MARTIN, N. et. al. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 34, p. 07-22, 2004.

MARTINEZ, A. L.; PASSAMANI, R. R. *Book-tax differences e sua relevância informacional no mercado de capitais no Brasil.* **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 2, p. 20-37, 2014. Recuperado em 28/07/2018 de <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/RGFC/article/view/2179>

MARTINEZ, A. L.; SILVA, R. F. Agressividade Fiscal e o Custo de Capital de Terceiros no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 240-251, 2017. Recuperado em 31 outubro 2018.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Carga tributária no Brasil 2017** (Análise por tributos e bases de incidência). CETAD: Brasília, 2018.

MINNICK, K.; NOGA, T. *Do corporate governance characteristics influence tax management?*. **Journal of corporate finance**, v. 16, n. 5, p. 703-718, 2010. Recuperado em 28/11/2018, de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S092911991000060X>

MOREIRA, C. S.; SILVA, M. C. O EFEITO DA GOVERNANÇA TRIBUTÁRIA SOBRE O CUSTO DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS. **Revista Científica Hermes**, n. 23, p. 3-27, jan/abr, 2019.

NETO, A. A.; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **RAUSP MANAGEMENT JOURNAL**, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008. recuperado em 15/02/2019 de <http://www.periodicos.usp.br/rausp/article/view/44468>

OLIVEIRA, R. R. F.; GONÇALVES, M. A importância do planejamento tributário para as empresas. **Revista Científica e-Locução**, ed. 3, ano. 2, 2013. Recuperado em 02/12/2018, em https://faex.edu.br/_arquivos/_revistas/496047001371674179_3.pdf

POHLMANN, M. C.; IUDÍCIBUS, S. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 53, p. 1-25, 2010. Recuperado em 01/02/2019, de <http://www.periodicos.usp.br/rcf/article/view/34312>

POTIN, S. et. al. Análise da Relação de Dependência entre Proxies de Governança Corporativa, Planejamento Tributário e Retorno sobre Ativos das Empresas da BM&FBOVESPA. **Revista Organizações em Contexto**, v. 12, n. 23, p. 455-478, 2016.

QUIRINO, M. C. O. *et al.* Governança Tributária e o Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. In: USP International Conference in Accounting, 18, 2018, São Paulo. **Anais eletrônicos...** Fipecafi: São Paulo, 2018.

SALMASI, S. V.; MARTELANC, R. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 3, n. 1, p. 101-117, 2009. Recuperado em 20/11/2018 de <https://rigs.ufba.br/index.php/rcontabilidade/article/view/3421>

SCHOLES, M. S. ; WILSON, G. P.; WOLFSON, M. A. *Firms' responses to anticipated reductions in tax rates: The Tax Reform Act of 1986*. **National Bureau of Economic Research**, 1992. Recuperado em 30/07/2018 de <https://www.nber.org/papers/w4171>.

SILVA, D. A; PINHEIRO, L. E. T. O impacto do nível de *disclosure* sobre o custo de capital próprio das companhias abertas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 25, p. 73-88, 2015. Recuperado em 28/11/2018, de <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/97726/107583>

SOUZA G. R. *et al.* Social *disclosure* e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 113-124, 2013.

ROSS, S. A. *The economic theory of agency: The principal's problem*. ***The American Economic Review***, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973. Recuperado em 10/11/2018, de <https://www.jstor.org/stable/1817064>

WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. Pioneira Thomson Learning, 2006.