

Trabalho de Conclusão de Curso (2019)

GOVERNANÇA TRIBUTÁRIA E A VALORIZAÇÃO DAS EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO LISTADAS NA B3

Alípio de Oliveira da Silva¹, Kleber Formiga Miranda².

Resumo: O objetivo desse estudo é analisar se o nível de aderência governança tributária influencia no valor de mercado das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na B3. A governança tributária tem como objetivo fornecer mais segurança aos usuários da informação contábil, através de controles que reduz o risco de anomalias e proporciona uma redução de ônus tributário, podendo, assim, impactar no valor de mercado das organizações. Isto posto, para mensuração do gerenciamento tributário foram utilizadas as proxies *Effective Tax Rate* – ETR, *Tax Change Component* – TCC e *Cash Effective Tax Rate* – CashETR, onde, para análise do ETR e do TCC, a mostra foi composta por 253 observações, sendo usadas efetivamente no período de 2010 a 2018, e, por conta da necessidade de um lapso temporal maior, para cálculo do CashETR, foram utilizadas 147 observações utilizando o período efetivo de 2013 a 2018. Os dados foram extraídos da plataforma Economatica®. Para responder o problema de pesquisa foi realizada regressão para relacionar as variáveis Valor de Mercado e Governança Tributária, utilizando, separadamente, em três equações, as proxies de mensuração de gerenciamento tributário utilizadas no trabalho. Os resultados apresentaram uma relação significativa positiva, sugerindo que quanto maior os tributos efetivamente pagos, maior será o valor de mercado das companhias analisadas, tanto no ano anterior, quando utilizado o CashETR, quanto no exercício atual, quando utilizado o ETR. A variável TCC não apresentou significância alguma.

Palavras-chave: Valor de Mercado. Governança Tributária. ETR, TCC e CashETR.

1 INTRODUÇÃO

Em um mercado cada vez mais competitivo e com sistema tributário nacional altamente complexo, a gestão tributária, dentro das organizações, é uma importante ferramenta de diferenciação comercial que contribui diretamente para o desenvolvimento das empresas, CORRÊA (2006). Diante disso, conforme definido por Santos (2017), a governança tributária é um instrumento de gestão com o objetivo de reduzir a carga tributária, aprimorando a estrutura setorial das empresas e reduzindo os riscos tributários que as empresas estão expostas. Adicionalmente, Sagaz e Sagaz (2018), diz que a governança tributária fornece mais segurança aos usuários da informação contábil, através de controles que reduz o risco de anomalias e proporciona uma redução de ônus tributário.

Diante disso, o processo de governança é uma importante ferramenta de garantia da veracidade das informações reportadas aos usuários externos, de acordo com Correia, Amaral e Louvet (2011), e dentro do campo de atuação da governança corporativa se utiliza de algumas ferramentas de gestão para amenizar chamado problema de agência,

¹ Bacharelado em Ciências Contábeis.

² Doutor em Ciências Contábeis.

caracterizado pelo conflito de interesse entre os stakeholders, conforme destacado por Gomes (2016) e Assunção, De Luca e Vasconcelos, (2017).

Para o setor elétrico, em específico, a governança tributária é uma importante ferramenta para redução do ônus tributário e instrumento decisório dentro das organizações, tendo em vista que, de acordo com os dados do Instituto Acende Brasil (2016), que cerca de 52% da receita gerada pelas empresas do setor elétrico brasileiro do ano de 2015 correspondem a tributos, e, além de que, as decisões governamentais relacionadas à essa temática impactam diretamente nessas entidades, pois, trata-se de um setor altamente regulado. Além disso, o setor elétrico impacta todas as camadas da sociedade, por ser um serviço básico para população, logo, as decisões e evidenciação das informações desse segmento é de interesse de boa parte da sociedade.

Diante desse cenário, para realização desse trabalho foram considerados diversos estudos (Scholes e Wolfson, 1992; Quirino, *et al.*, 2018; Gomes, 2016; Vello e Martinez (2014), onde o último apresentou que há redução do risco no mercado de capitais quando a entidade apresenta um eficiente planejamento tributário. Além disso, foram realizadas pesquisas a nível internacional que buscaram identificar se há relação entre a governança corporativa e valor de mercado das empresas, como foi o caso de Black (2001), onde o trabalho encontrou uma relação estatisticamente positiva, porém destaca-se que o trabalho foi realizado com apenas uma amostra de 21 empresas russas. Trabalhos realizados no mercado norte-americano, como Bhagat e Black (1999) e Weisbach e Hermalin (2000), apresentaram resultados estatisticamente insignificativos ou quase nulos quanto a relação da governança corporativa e a valorização das firmas.

Diante do exposto, o presente trabalho tem como problema de pesquisa: **O nível de aderência governança tributária influencia no valor de mercado das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na B3?** Desta forma, determinou-se como objetivo geral analisar se o nível de aderência governança tributária influencia no valor de mercado das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na B3.

Essa pesquisa se justifica do ponto de vista teórico, pois de acordo com Diniz Filho e Sampaio (2017), o problema de agência, oriunda da relação entre os acionistas e os administradores, é minimizado com a adesão da governança dentro das organizações. Além disso, conforme destacado por Moreira, Violin e Silva (2014), o conhecimento é uma fonte inesgotável e que pode resultar em geração de valor para as empresas, e, de acordo com a teoria da evidenciação, quanto maior a evidenciação maior será a valorização pelo mercado. Perante do cenário brasileiro, onde a carga tributária está entre as mais onerosas do mundo entre os anos de 2016 e 2017, de acordo com o Relatório de Competitividade Global do Fórum Econômico Mundial (2017), e, especificamente, do setor elétrico, onde a legislação tributária nacional influencia diretamente, o presente trabalho se propõe a pesquisar sobre a valorização das empresas, de acordo com o nível de aderência de governança tributário e da evidenciação das informações.

Diante disso, os resultados da pesquisa demonstrarão para os gestores avaliarem se esforços realizados com a governança tributária estão influenciando na valorização da empresa perante o mercado, podendo, com isso, decidir investir ou não neste tipo de ações, além de verificar como a ferramenta está impactando na redução da carga tributária. E ainda servirá para os investidores, pois o nível de adesão a governança tributária poderá ser, ou não, mais uma métrica a ser analisada no momento da decisão de investir ou não em determinadas empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Tributária e Valorização das Empresas

Gestão tributária, elisão fiscal, planejamento tributário e governança tributária, tem a finalidade de reduzir, através de meios legais, os encargos tributários, conforme defendido por Formigoni, Antunes e Paulo (2009) e Gomes (2016). Diante disso, levando em consideração o cenário nacional, onde diversas pesquisas apontam como um dos mais

complexos do mundo, o contexto obscuro e engessado proporciona, às organizações, a oportunidade de utilizar o gerenciamento tributário como ferramenta de diferenciação e, consequentemente, valorização da firma.

Além disso, conforme Graham (2003) os tributos são um dos principais elementos decisórios dentro das organizações, principalmente quando relacionados aos financiamentos e investimentos. Logo, o valor da empresa está relacionado com a diminuição do pagamento de impostos, conforme relatado por Hanlon e Shemrod (2009).

Diante desse cenário, as decisões gerenciais relacionadas à gestão tributária possuem relevância mais significativa para o mercado, pois os gestores têm uma maior margem para oportunismos gerenciais. (QUIRINO *et al.*, 2018). Essa problemática é conhecida como conflito de agência e/ou problema do agente-principal, de acordo com estudo realizado por Berle e Means (*The Modern Corporation and Private Property*, 1932), que surge quando acionistas nomeiam gestores que podem perseguir seus próprios interesses em detrimento dos interesses daqueles, (GOMES, 2016).

De acordo com Scholes e Wolfson (1992), para garantir a eficácia da gestão tributária, os aspectos a serem considerados no negócio são de uma abrangência maior, dentro da organização, não se limitando, apenas, ao aspecto tributário. Diante disso, três temas centrais sintetizam a estrutura conceitual desenvolvida pelos autores: *all parties*, *all taxes* e *all costs*. O primeiro afirma que deve ser levado em consideração implicações fiscais para todas as partes relacionadas com a operação. O segundo, *all taxes*, destaca a relevância dos tributos envolvidos na transação, seja o montante pago diretamente aos órgãos responsáveis pelo recolhimento, considerados tributos explícitos, como também os pagos indiretamente antes dos tributos em investimentos. Por último, o *all costs*, evidencia que os demais custos do negócio devem ser levados em consideração no processo de planejamento, não apenas os custos com tributos, uma vez que é um fator crucial na tomada de decisão.

Portanto, de acordo com os autores, o objetivo da gestão fiscal é, além de reduzir a carga tributária, aumentar seu desempenho da organização para, consequentemente, valorização da firma perante o mercado.

2.2 Mensuração do Gerenciamento Tributário

2.2.1 *EffectiveTaxRate* – ETR

Uma das ferramentas utilizadas para detectar o gerenciamento tributário é chamado de *Effective Tax Rate* – ETR, onde é feita a relação entre os tributos pagos sobre o lucro e o resultado antes do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL, chamado de LAIR, (TANG, 2005; AYERS, JIANG E LAPLANTE, 2009; FORMIGONI, ANTUNES E PAULO, 2009). Logo, o ETR é calculado conforme abaixo:

$$ETR = \frac{DespTrib}{LAIR} \quad (1)$$

Em que:

ETR é a *proxy* para gerenciamento tributário;

DespTrib é o total de despesas tributárias sobre o lucro do período;

LAIR é o lucro antes do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

Destaca-se a abrangência do índice, pois através do ETR é possível identificar a alocação dos tributos e o impacto tributário nos lucros da organização, dentro outros aspectos dentro do contexto tributário, demonstrando que a utilização do método depende do objetivo da pesquisa (Araújo e Leite Filho, 2017; Quirino *et al.*, 2018). Dessa forma, o mecanismo será utilizado, na presente pesquisa, para identificar o nível de governança tributária e, posteriormente, relacionar com a valorização das entidades no mercado acionário.

2.2.2 Cash Effective Tax Rate – CashETR

Outra ferramenta utilizada como instrumento de identificação do gerenciamento tributário é o chamado *Cash Effective Tax Rate – CashETR*, onde é recomendado, de acordo com Dyreng, Hanlon e Maydew (2008), a utilização de períodos longos, um lapso temporal estimado em 10 anos, pois, para os autores, contribui de forma mais efetiva para um acompanhamento mais adequado dos encargos tributários das empresas, reduzindo, consequentemente, as distorções provocadas por ETR's muito elevados ou muito baixos.

Além disso, outra metodologia proposta por essa *proxy* é que se leva em consideração os tributos efetivamente pagos pelas entidades, destacados na Demonstração de Fluxo de Caixa, e ao invés da alíquota nominal fixa de 34% (CARVALHO *et al.* 2017). Dessa forma, soma-se os impostos de uma empresa durante um período de dez anos e divide-os pela soma do seu rendimento total antes dos impostos ao longo dos mesmos dez anos. Assim, conforme os autores, a fórmula para cálculo da *CashETR*, é a seguinte:

$$CashETR = \frac{Tributos\ Pagos}{LAIR} \quad (2)$$

Em que:

CashETR é a *proxy* para gerenciamento tributário;

Tributos pagos é o total de imposto efetivamente pago divulgado na Demonstração do Fluxo de Caixa da firma;

LAIR é o lucro antes do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

2.2.3 Tax Change Component – TCC

A terceira *proxy* verifica o *Tax Change Component* (TCC) para controlar as mudanças na ETR, que pode ser obtido pela multiplicação do LAIR pela diferença entre a expectativa da ETR_{t-1} e a ETR_t. Logo, no intuito de mitigar problemas da ETR tradicional, face à necessidade de ajustes do Lucro tributável, que faz com que a ETR nem sempre seja igual a 34%, adota-se a metodologia proposta por Schmidt (2006) e Carvalho *et al.* (2017), ou seja, o componente de mudança na ETR. Nesse sentido Schmidt (2006) considera, ainda, interessante verificar a persistência do componente de mudança do lucro tributável.

$$TCC_{i,t} = LAIR_{i,t} * (ETR_{i,t-1} - ETR_{i,t}) \quad (3)$$

Em que:

TCC_{i,t} é o componente da mudança tributária da firma;

LAIR_{i,t} é o Lucro Antes do Imposto de Renda e da CSLL da companhia;

ETR_{i,t-1} é a expectativa da ETR da firma período anterior, é a relação entre os tributos pagos sobre o lucro e o resultado antes do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido;

ETR_{i,t} é mensurado pela razão entre o somatório dos impostos sobre o lucro e lucro antes do IR e CSLL.

2.3 Estudos Anteriores Correlatos ao Tema

Os estudos realizados na temática da valorização das empresas não estão diretamente relacionados com a Governança Tributária, mas com demais áreas dentro da organização, principalmente com a Governança Corporativa. De acordo com os resultados analisados foi identificada que, geralmente, existe uma relação positiva entre a governança

corporativa e a valorização das empresas no mercado acionário. Os trabalhos estão descritos no quadro 1.

Quadro 1 – Estudos anteriores correlatos à valorização das empresas no mercado acionário

Título	Autoria	Objetivo	Resultados
The corporate governance behavior and market value of Russian firms	Black (2001)	Verificar a relação entre o comportamento da governança corporativa e o valor de mercado para uma amostra de 21 empresas russas.	Os resultados apuraram que, embora a amostra seja relativamente pequena, sugerem que o comportamento de governança corporativa tem um efeito poderoso sobre o valor de mercado em um país onde as restrições legais e culturais sobre o comportamento corporativo são fracas.
Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets	Klapper e Love (2004)	Compararam a qualidade da governança corporativa com o valor de mercado de empresas de 14 países emergentes.	Os resultados evidenciaram que as práticas de governança corporativa estão correlacionadas com o desempenho e o valor de mercados das companhias analisadas.
Governança Corporativa e a relação com desempenho e o valor das empresas brasileiras	Lopes (2012)	Investigar se a estrutura da governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras e se as companhias com práticas de governança adequadas às recomendações do IBGC e da CVM alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho.	O estudo apurou que a variável <i>Free-float</i> , referente às ações disponibilizadas para livre negociação no mercado acionário, apresentou correlação negativa com o valor das empresas, assim como as variáveis de adesão dos níveis de governança corporativa.
Governança Corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011	Vilhena e Camargos (2015)	Verificar se a adesão voluntária a padrões mais elevados de governança corporativa por parte de companhias brasileiras resultou na criação de valor e em desempenho econômico-financeiro superior após a adesão e comparativamente às companhias com ações listadas no mercado tradicional.	Constataram que as empresas que adotaram práticas diferenciadas de Governança Corporativa são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas do que as do mercado tradicional, mas apresentam desempenho econômico financeiro pior (EBIT e lucro líquido).

Fonte: elaborado pelo autor, 2019.

Além disso, foi identificado que os estudos realizados na área da governança tributária buscam, geralmente, relacionar esse aspecto com demais vertentes dentro das organizações, como, por exemplo, a rentabilidade, o desempenho financeiro, o gerenciamento de resultados, a governança corporativa e o grau de alavancagem.

Quadro 2 – Estudos Anteriores Correlatos à Governança Tributária

Título	Autores	Objetivo	Resultados
<i>Book-tax differences</i> e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil	Ferreira <i>et al.</i> (2012)	Verificar a relação existente entre a diferença do lucro contábil e do lucro tributável, o chamado <i>book-tax differences</i> (BTD), e gerenciamento de resultado em companhias listadas na BM&FBovespa, atualmente chamada B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, no período de 2005 a 2009.	Foram identificadas evidências de que as entidades preponderantemente gerenciam seus resultados na mesma direção do sinal observado da BTD, além de buscarem apresentar o montante de BTD em nível e em variação em torno do ponto zero e desta forma evitar sinalizar baixa qualidade do lucro.
Planejamento tributário eficiente: uma análise de sua relação com o risco de mercado	Vello e Martinez (2014)	Verificar se um bom planejamento tributário promove uma redução do risco de mercado, desde que feito na presença de boas práticas de Governança Corporativa.	Os resultados evidenciam a existência de uma relação significativa e negativa entre o risco de mercado e o índice de planejamento tributário eficiente das organizações nas empresas com melhores práticas de Governança Corporativa.
Características da Governança Corporativa como Estímulo à Gestão Fiscal	Gomes (2016)	Investigar se a governança corporativa utiliza o gerenciamento tributário para aumentar o desempenho das empresas.	De maneira geral, constatou que há relação positiva entre a governança corporativa e o gerenciamento tributário. Além disso, também constatou que há redução em média de, aproximadamente, 9% da carga tributária nas empresas analisadas em comparação com a média nacional.
Governança Tributária e o Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras	Quirino <i>et al.</i> (2017)	Investigar se a governança tributária influencia o desempenho financeiro das empresas	Os resultados obtidos apresentaram evidências estatisticamente significativas, de que a governança tributária não influencia o desempenho financeiro das empresas analisadas.

Fonte: elaborado pelo autor, 2019.

Diante disso, não foi identificado nenhuma pesquisa relacionando diretamente a governança tributária com a valorização das empresas, porém, foi identificado uma tendência significativa relacionando a temática da valorização com a Governança Corporativa, destacando que a última é uma das áreas com mais semelhanças a Governança Tributária, como, por exemplo, a utilização dos mecanismos para transmitir aos usuários maior confiabilidade das informações (SANTOS, 2017; SAGAZ e SAGAZ, 2018). Essa pesquisa avança, portanto, em duas frentes: avaliar a relação entre a taxa efetiva (ETR) e impostos pagos (*CashETR*) com o valor de mercado de empresas do setor elétrico listadas em bolsa. Avaliar a tributação de um setor específico torna-se pertinente, dada a especificidade da tributação para cada setor.

3 METODOLOGIA

A amostra da pesquisa foi composta por empresas do setor elétrico, listadas em bolsa, totalizando 41 empresas. Dada o uso temporal maior para o cálculo do *CashETR*, foram analisadas duas amostras: a primeira para análise do ETR e do TCC, composta por 253 observações. Como o cálculo do *CashETR* exige um período de 4 períodos anteriores ao período de análise, a segunda amostra foi composta de 147 observações.

A escolha do setor se deu pelo fato de as decisões governamentais relacionadas aos tributos impactarem diretamente nessas entidades, pois, pelo fato de ser um setor regulado,

os tributos comprometerem boa parte da receita dessas empresas, além disso, o setor impacta significativamente a sociedade, por ser um serviço básico para população. Foram analisadas informações anuais no período de 2009 a 2018, sendo utilizado, efetivamente o período de 2010 a 2018 para análise com ETR e TCC dentre as variáveis independentes. A análise do *CashETR* utilizou o período de 2013 a 2018. Os dados foram coletados na plataforma Economatica®. No Quadro 3 estão dispostas as variáveis a serem utilizadas para identificação dos resultados e o conjunto de regras que presidem a medida.

Quadro 3 – Variáveis da pesquisa.

Variável	Descrição	Métrica
ETR	<i>Effective Tax Rate</i>	Despesa Tributária/LAIR
<i>CashETR</i>	<i>Cash Effective Tax Rate</i>	Tributos Pagos/LAIR
TCC	<i>Tax Change Component</i>	LAIR * ($ETR_{i,t-1} - ETR_{i,t}$)
Tamanho	Tamanho da entidade	Logaritmo natural do ativo total
Alavancagem	Alavancagem financeira	Patrimônio Líquido/Ativo Total
Valor de Mercado	Logaritmo natural do valor de mercado	Valor de Mercado

Fonte: elaborado pelo autor, 2019.

Nesse sentido, buscou-se responder à questão de pesquisa através da realização de regressão para relacionar as variáveis Valor de Mercado e Governança Tributária, utilizando, separadamente, em três equações, as proxies de mensuração de gerenciamento tributário empregada no trabalho: ETR, *CashETR* e TCC.

$$VrMerc = \alpha_0 + \beta_1 * GovTrib + \beta_2 * atvTot + \beta_3 * alavanc + \beta_4 ano \quad (1)$$

Em que: *VrMerc* é o logaritmo natural do valor de mercado; *GovTrib* representa a métrica para governança tributária utilizada no trabalho, *ETR*, *TCC* e *CashETR* são as proxies de governança tributária; *atvTot* é o valor total do ativo da organização; *alavanc* é o indicador de alavancagem financeira; *ano* é uma *dummy* de tempo.

4 RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas e Correlações

A tabela abaixo apresenta as estatísticas descritivas de todos os dados dos componentes do modelo econométrico, destaca-se que em virtude do lapso temporal para cálculo do *CashETR*, a amostra foi segregada, utilizando ETR e TCC no primeiro momento (Painel A) e *CashETR* e TCC no Painel B.

Tabela 1 – Estatística descritiva dos dados

PAINEL A					
Variáveis	Médio	Mínimo	Mediana	Máximo	Desvio Padrão
ETR	0,768	-7,611	0,217	97,661	6,638
TCC	-0,011	-2,666	0,056	2,637	0,949
Ativo Total	15,716	10,911	15,883	19,015	1,392
Alavancagem	0,339	0,000	0,337	3,243	0,279
Valor de Mercado	14,935	11,146	15,197	17,337	1,283
PAINEL B					
Variáveis	Médio	Mínimo	Mediana	Máximo	Desvio Padrão
<i>CashETR</i>	0,028	-11,024	0,159	5,957	1,278
TCC	-0,022	-2,666	0,042	2,637	1,054
Ativo Total	15,881	10,911	16,024	19,015	1,393
Alavancagem	0,329	0,000	0,227	2,927	0,250
Valor de Mercado	15,019	11,950	15,268	17,337	1,242

Fonte: elaborado pelo autor, 2019.

De acordo com a Tabela 1, o coeficiente ETR, presente no Painei A, possui um valor médio de 0,768 com sinal positivo, representando 76,80%, o que corresponde a uma média muito superior se comparada à alíquota de IR e CSLL cobrada no Brasil (34%), o que conduzem a suposição de ser característica do setor analisado, onde apresenta um alto índice de tributos pagos. Por outro lado, o *CashETR*, no Painei B, apresenta um resultado consideravelmente inferior a base natural de 34%, decorrente, principalmente, de ajustes do LALUR e incentivos fiscais. Enquanto o TCC apresenta resultados médios inferiores em ambas as situações, porém com um desvio padrão bem acentuado, com 0,949 no Painei A e 1,054 no Painei B. A alavancagem financeira possui uma variação significativa, onde existem empresas com resultado igual a zero e empresas têm 3,243. Além disso, observa-se, também, a discrepância de tamanho das organizações, quando verificado os coeficientes do valor de mercado e do ativo total, com desvio padrão bastante elevado.

As correlações encontradas entre as variáveis estão destacadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Correlações das variáveis

Em que: ETR: é a relação entre os tributos pagos sobre o lucro e o resultado antes do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido; TCC: componente da mudança tributária; <i>CashETR</i> : taxa de impostos efetivamente pagos; <i>atvTot</i> : ativo total; <i>alavanc</i> : alavancagem financeira; <i>vrMerc</i> : valor de mercado; *Significativo a 1%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 10%.				
PAINEL A				
	ETR	TCC	<i>atvTot</i>	<i>alavanc</i>
TCC	0,013			
<i>atvTot</i>	-0,0061	-0,0093		
<i>alavanc</i>	0,0493	-0,0053	0,1062***	
<i>vrMerc</i>	0,004	0,0097	0,7773***	0,067
PAINEL B				
	<i>CashETR</i>	TCC	<i>atvTot</i>	<i>alavanc</i>
TCC	-0,0235			
<i>atvTot</i>	0,0246	-0,0052		
<i>alavanc</i>	-0,0714	-0,0592	0,1845***	
<i>vrMerc</i>	0,0672	0,0119	0,7882***	0,1431

Fonte: elaborado pelo autor, 2019.

Quanto aos resultados apresentados na Tabela 2, observa-se que não há significância entre as variáveis de gerenciamento tributário utilizadas no trabalho e as demais variáveis. Contudo, o valor mercado apresentou correlação estatisticamente alta com o ativo total, em torno de 0,7773 na primeira amostra (Painei A), E 0,7882 no segundo momento (Painei B). Assim como ocorreu entre a alavancagem e o ativo total, apresentando uma correlação de 0,1062 e 0,1845, respectivamente, Painei A e B, indicando uma semelhança entre as variáveis.

4.2 Análises das regressões

Foram realizadas regressões de acordo com as equações 1, 2 e 3 constantes nas tabelas 3, onde essa relaciona a variável dependente valor de mercado com a variáveis independentes do exercício anterior, e a tabela 4 que relaciona a variável dependente Valor de Mercado com as variáveis independentes do exercício atual. Os resultados das regressões estão demonstrados abaixo:

Tabela 3 – Modelo de regressão das variáveis de valor de mercado e variáveis explicativas

$VrMerc = \alpha_0 + \beta_1 * GT_{i,t-1} + \beta_2 * atvTot_{i,t-1} + \beta_3 * alavanc_{i,t-1} + \beta_4 ano$			
Em que: <i>VrMerc</i> é o Valor de Mercado; GT é a Governança Tributária do ano anterior medida através de ETR (Equação 1) que mensurado pela razão entre o somatório dos impostos sobre o lucro e lucro antes do IR, TCC (Equação 2) e <i>CashETR</i> (Equação 3) que é o resultado do somatório os impostos pagos em um período, dividido pela soma do seu rendimento total antes dos impostos ao longo do mesmo período; <i>atvTot</i> : ativo total; <i>alavanc</i> : alavancagem financeira; ano: período de tempo em que a companhia está inserida; *Significativo a 1%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 10%.			
Dependente: Valor de Mercado			
Variáveis	Equação 1	Equação 2	Equação 3

ETR	0,005	-	-
TCC	-	0,020	-
CashETR	-	-	0,056***
AtvTot	0,690***	0,690***	0,650***
Alavanc	-0,062	-0,057	0,540
Constante	4,400***	4,400***	4,500***
Efeito Fixo:			
Ano	Sim	Sim	Sim
VIF médio	1,03	1,03	1,15
VIF máximo	1,05	1,05	1,28
Observações	253	253	147
R ²	0,62	0,62	0,62
R2 Ajust.	0,60	0,60	0,60
Estatística F	39,000***	39,000***	33,000***

Fonte: elaborado pelo autor, 2019.

Através dos resultados apurados, identifica-se que não há relação entre o Valor de Mercado e a ETR do ano anterior, igualmente para o TCC. Já para o *CashETR*, foi identificado que há uma relação significativa positiva, ou seja, quanto maior o *CashETR* (maior os tributos efetivamente pagos), maior será o valor de mercado das companhias analisadas. Os resultados corroboram com os achados de Hanlon e Slemrod (2009), onde foi identificado que quando a variável de planejamento tributário aumenta, menor será a valorização das empresas no mercado.

Além disso, como já esperado, a variável independente que retrata o ativo total mostrou-se que há uma relação estatisticamente significativa positiva, ou seja, quanto maior o valor de mercado, maior o Ativo Total das organizações. Diante disso, os resultados conduzem à suposição de que um dos fatores levado em consideração na tomada de decisão é que parte considerável da carga tributária incidente sobre as empresas está relacionado diretamente com a receita, aumento do ativo total, ou seja, podendo o mercado levar mais em consideração a receita do que os tributos.

Conforme relatado anteriormente, segue resultados da regressão que relaciona a variável dependente Valor de Mercado com as variáveis independentes do exercício atual:

Tabela 4 – Modelo de regressão das variáveis de valor de mercado e variáveis explicativas

$$VrMerc = \alpha_0 + \beta_1 * GT_{i,t-1} + \beta_2 * atvTot_{i,t-1} + \beta_3 * alavanc_{i,t-1} + \beta_4 ano$$

Em que: VrMerc é o Valor de Mercado; GT é a Governança Tributária medida através de ETR (Equação 1) que mensurado pela razão entre o somatório dos impostos sobre o lucro e lucro antes do IR, TCC (Equação 2) e *CashETR* (Equação 3) que é o resultado do somatório os impostos pagos em um período, dividido pela soma do seu rendimento total antes dos impostos ao longo do mesmo período; atvTot: ativo total; alavanc: alavancagem financeira; ano: período de tempo em que a companhia está inserida; *Significativo a 1%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 10%.

Variáveis	Dependente: Valor de Mercado		
	Equação 1	Equação 2	Equação 3
ETR	0,005*	-	-
TCC	-	0,016	-
CashETR	-	-	-0,023
AtvTot	0,690***	0,690***	0,650***
Alavanc	-0,062	-0,054	0,460
Constante	4,300***	4,400***	4,400***
Efeito Fixo:			
Ano	Sim	Sim	Sim
VIF médio	1,03	1,03	1,18
VIF máximo	1,06	1,05	1,35
Observações	253	253	147
R ²	0,62	0,62	0,62
R2 Ajust.	0,60	0,60	0,60
Estatística F	39,000***	39,000***	32,000***

Fonte: elaborado pelo autor, 2019.

Assim como na regressão anterior, há uma relação significativa negativa entre as variáveis independente e a variável dependente Valor de Mercado, porém a *proxy* para medida do planejamento tributário com resultado significativo foi a ETR, já TCC e *CashETR* não apresentam significância estatística. Assim, os resultados divergem dos achados do trabalho de Reinders e Martinez 2016), pois evidenciaram uma relação sem significância entre a ETR e o desempenho das empresas analisadas, enquanto os resultados do presente artigo indicam que quanto menor o gerenciamento tributário, maior o valor de mercado das empresas. Nesse caso, os resultados propõe o pressuposto de que por se tratar de um setor altamente regulado, as companhias tentem a apresentar o desempenho tributário semelhante, e, no momento que em uma empresa reduz significativamente a carga tributária, o mercado pode considerar o risco tributário presente nas operações no momento da tomada de decisão, pois de acordo com Hanlon e Slemrod (2009) o preço das ações de uma empresa diminui quando há notícias sobre seu envolvimento em abrigos fiscais.

5 CONCLUSÃO

A presente pesquisa teve como objetivo analisar se a Governança Tributária influencia o valor de mercado do setor elétrico listadas na B3 entre os anos de 2009 e 2018. Pesquisas anteriores relacionaram a Governança Tributária e o Valor de Mercado com outras variáveis, onde houve resultados com relações estatisticamente positiva, como também resultados insignificativos ou quase nulos. Com o intuito de responder à questão de pesquisa, foi levado em consideração três *proxies* para mensuração do gerenciamento tributário, ETR, TCC e *CashETR*. Os resultados obtidos apresentaram uma relação estatisticamente significativa positiva, quando confrontado o Valor de Mercado com o *CashETR* do ano anterior, assim como quando comparado ao ETR no ano atual.

Foi identificado que os impostos pagos no setor elétrico variaram consideravelmente quando comparado com a base natural utilizada no Brasil (34%), apresentando, em média, resultados superiores a 76%, no caso do ETR, e no *CashETR* igual a 2,8%, sendo, o último, decorrente de ajustes do LALUR e incentivos fiscais, principalmente. Além disso, pode-se observar uma dispersão muito alta nos dados, com um desvio padrão de 6,638 para o ETR e para o *CashETR*, embora menor, com um valor também bastante significativo de 1,278, com dados variando de -11,024 até 5,957.

Nesse sentido, de acordo com os resultados do modelo de regressão utilizado, conclui-se que quanto maior o tributo pago pelas entidades analisadas no período, maior será o seu valor de mercado no período atual, quando utilizado a ETR, quanto ao período anterior, quando utilizado o *CashETR*. Diante disso, os resultados conduzem à suposição de que um dos fatores levado em consideração na tomada de decisão é que parte considerável da carga tributária incidente sobre as empresas está relacionado diretamente com a receita, podendo o mercado levar mais em consideração a receita do que os tributos, embora pesquisas anteriores destaquem os benefícios do gerenciamento tributária para as organizações.

REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, R. A. M.; LEITE FILHO, P. A. M. Análise da relação entre o nível de agressividade fiscal e a rentabilidade das empresas da BM&FBOVESPA e a NYSE. In: Congresso ANPCONT, 11, 2017, Belo Horizonte. **Anais Eletrônicos...** ANPCONT: Belo Horizonte.
- ARAÚJO, R. A. M.; LEITE FILHO, P. A. M. Reflexo do nível de agressividade fiscal sobre a rentabilidade das empresas da B3 e a NYSE. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 4, p. 115-136, out./dez., 2018.
- ASSUNÇÃO, R. R.; DE LUCA, M. M. M.; DE VASCONCELOS, A. C. Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 213-228, mai./ago. 2017.

AYERS, B. C.; JIANG, J.; LAPLANTE, S. K. Taxable income as a performance measure: The effects of tax planning and earnings quality. **Contemporary accounting research**, v. 26, n. 1, p. 15-54, 2009.

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCAO. **Segmentos de Listagem**. São Paulo, 2019. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 10 Mar. 2019.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **The Business Lawyer**, p. 921-963, 1999.

BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging markets review**, v. 2, n. 2, p. 89-108, 2001.

CARVALHO, V. G. *et al.* Limitações da Effective Tax Rate na Mensuração do Desempenho das Companhias Brasileiras. **RIC – Revista de Informação Contábil**, v. 11, n. 1, p. 56-75, jan./mar. 2017.

CORRÊA, A. C. M. Planejamento Tributário: ferramenta estratégica da gestão empresarial. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, n. 158, p. 56-73, mar./abr. 2006.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, jan./abr. 2011.

DINIZ FILHO, J. W.; SAMPAIO, D. S. Os Impactos da Governança Corporativa nos Resultados de Empresas Maranhenses. **Revista de Auditoria Governança e Contabilidade**, Monte Carmelo, v. 5, n. 20, p. 33-44, jul./set. 2017.

DYRENG, S; HANLON, M.; MAYDEW, E. Long-run corporate tax avoidance. **The Accounting Review**, v. 83, n.1, p. 61-82, 2008.

FERREIRA, F. R.; MARTINEZ, A. L.; COSTA, F. M.; PASSAMANI, R. R. Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 5, p. 488-501, 2012.

FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. Diferença entre o Lucro Contábil e Lucro Tributável: Uma Análise sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento Tributário nas Companhias Abertas Brasileiras. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 6, n. 1, p. 44-61, jan./abr. 2009.

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

GRAHAM, J. R. Taxes and Corporate Finance: A Review. **Review of Financial Studies (Forthcoming)**. v. 16, n. 4, p. 1075-1129, maio 2003.

HANLON, M.; SLEMROD, J. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. **Journal of Public Economics**, v. 93, n. 1-2, p. 126-141, fev. 2009.

INSTITUTO ACENDE BRASIL. **Estudo Sobre a Carga Tributária & Encargos do Setor Elétrico Brasileiro**. São Paulo, 2016. Disponível em:

http://acendebrasil.com.br/media/estudos/20161031_TributoEncargos_SetorEletrico_AcendePrice_AnoBase2015_Rev_4.pdf. Acesso em: 03 dez. 2018.

KLAPPER, F. L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **The World Bank**, v. 10, p. 703-728, 2004.

LOPES, A. Governança Corporativa e a relação com desempenho e o valor das empresas brasileiras. 2012. 105f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Vale dos Rios dos Sinos, São Leopoldo, RS, 2012.

MOREIRA, F. G.; VIOLIN, F. L.; SILVA, L. C. Capital intelectual como vantagem competitiva: um estudo bibliográfico. **Revista de Carreiras e Pessoas (ReCaPe)**. v. 4, n. 3, p. 296-311, set./dez. 2014.

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.

REINDERS, A. P. G. S.; MARTINEZ, A. L. Qual o efeito da Agressividade Tributária na Rentabilidade Futura? Uma análise das companhias abertas brasileiras. In: **Anais do Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis**. 2016.

SAGAZ, F. R.; SAGAZ, C. A. Governança tributária: os impactos da classificação fiscal de mercadorias nos resultados das organizações. In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC, XXV, Vitória. 2018.

SANTOS, K. P. Governança tributária: análise da estrutura de gestão tributária de uma empresa localizada no Extremo Sul Catarinense. 2017.

SCHMIDT, A. P. The persistence, forecasting, and valuation implications of the tax change component of earnings. **The Accounting Review**, v. 81, n. 3, p. 589-616, 2006.

SCHOLES, M.; WOLFSON, M. Taxes and business strategy: a planning approach. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, n. 4171, p. 1-49, sep. 1992.

SCHWAB, K. **The Global Competitiveness Report 2016-2017**. Geneva: World Economic Forum, 2016.

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

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **REGE-Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, jan./mar. 2015.