UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

DIOGO DE SOUZA SALGADO ROCHA

RELAÇÃO ENTRE GERAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA E PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO

VITÓRIA
2019

DIOGO DE SOUZA SALGADO ROCHA

RELAÇÃO ENTRE GERAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA E PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Finanças

Orientador: Prof. Dr. Eduardo José Zanoteli.

VITÓRIA

2019

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de
Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

Rocha, Diogo, 1979-
R672r Relação entre geração de valor para o acionista e planejamento tributário / Diogo Rocha. - 2019.
62 f.

Orientador: Eduardo Zanoteli.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas.

1. Planejamento tributário. 2. Geração de valor para o acionista. 3. Tributos. I. Zanoteli, Eduardo. II. Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 657

DIOGO DE SOUZA SALGADO ROCHA

"RELAÇÃO ENTRE GERAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA E PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO"

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Vitória, 03 de julho de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Eduardo José Zanoteli
Universidade Federal do Espírito Santo

Prof. Dr. Gabriel Moreira Campos
Universidade Federal do Espírito Santo

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza
Universidade Federal de Minas Gerais

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais por sempre terem me demonstrado a importância do conhecimento, e que é ele o maior bem que podemos adquirir.

À minha esposa e filho, os quais amo sem limites, pela paciência e pelo apoio durante mais esta jornada em que, por vários momentos, tive que me ausentar do convívio social para me dedicar aos estudos.

Ao meu orientador, Eduardo José Zanoteli, pelo suporte e ensinamentos a mim dedicados na construção deste caminho que não se encerra neste ato, mas apresenta novas perspectivas a partir dele.

Muito obrigado a todos!

RESUMO

Esta pesquisa estuda a relação entre o planejamento tributário e a geração de valor ao acionista. A premissa essencial do estudo é a ideia coloquial de que em se economizando com os gastos tributários haveria um aumento na geração de valor pela firma, e, consequentemente, aos seus acionistas. Estudos a respeito do tema se diferenciam quanto às métricas utilizadas, tanto para aferir geração de valor para o acionista, quanto para o planejamento tributário. Neste estudo, abordou-se o tema sob dois enfoques de geração de valor ao acionista: um aferido sob a percepção do mercado do valor da empresa ajustando os preços da ação negociada no mercado de capital aberto cuja métrica foi a Taxa de Retorno Total das Ações (TRA), o outro captando a geração de valor através da disponibilidade gerada na atividade operacional mensurada pelo Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCDA). O planejamento tributário foi mensurado por três métricas distintas: *Book-tax Difference* (BTD), *Accruals*, e Taxa Efetiva de Tributação (ETR). A aplicação de cada uma dessas métricas se fez em razão de sua essência, se contábil ou financeira, em que para a FCDA utilizou-se a ETR e os *Accruals*, e para a TRA usou-se a BTD e os *Accruals*. Com o intuito de uma melhor identificação das relações do objeto de análise, também foi incluída uma análise por setor econômico em que cada empresa da amostra atua. Com os resultados obtidos não foi possível atribuir qualquer relação significativa entre o planejamento tributário e a geração de valor ao acionista oriundo do ajuste de preços das ações realizado pelo mercado (TRA). Entretanto, na geração de valor mensurada pela FCDA, ou seja, na atividade operacional da empresa, foi possível atribuir uma relação inversa entre ETR e a FCDA e positiva entre essa e os *Accruals*, o que indica que uma redução na taxa tributária efetiva (ETR) reflete em uma maior geração de valor ao acionista, do mesmo modo que um maior tratamento das matrizes tributárias (*Accruals*) reflete em um aumento na geração de valor. Esta observação indica relação positiva entre planejamento tributário e geração de valor ao acionista no âmbito operacional da empresa.

Palavras-chaves: Planejamento tributário; Geração de valor para o acionista; Tributos.

ABSTRACT

This research studies the relationship between tax avoidance and shareholder value generation. The essential premise of the study is the colloquial idea that in economizing on tax expenditures there would be an increase in value generation by the firm, and hence to the shareholders. Studies about that subject differ to each others in the metrics used, both to measure shareholder value generation and tax avoidance. In this study, the subject was approached under two propositions to shareholder value: one measured under the perception of the market about the value of the company, adjusting the prices of the shares traded in the open capital market whose metric was the Total Shareholder Return (TRA), the other captures the generation of value through the availability generated in the operational activity measured by the Free Cash Flow to the Equity (FCDA). Tax avoidance was measured by three different metrics: Book-tax Difference (BTD), Accruals, and Effective Tax Rate (ETR). The application of each of these metrics was due to its essence, whether accounting or financial, in which for the FCDA was used the ETR and the Accruals, and for the TRA was used the BTD and the Accruals. In order to better identify the relationships between the object of analysis, we also included an analysis by economic sector in which each sample company operates. With the results obtained it was not possible to attribute any significant relationship between the tax avoidance and the generation of value to the shareholder resulting from the market price adjustment (TRA). However, in the generation of value measured by the FCDA, it is possible to attribute an inverse relationship between ETR and FCDA and positive between that and Accruals, which indicates that a reduction in the effective tax rate (ETR) reflects a higher generation of shareholder value, just as a greater treatment of tax matrices (*Accruals*) reflects an increase in value generation. This observation indicates a positive relationship between tax avoidance and generation of shareholder value within the company's operational scope.

Keywords: Tax Avoidance; Shareholder value generation; Taxes.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Estatística descritiva da amostra sem tratamento 44
Tabela 2 – Estatística descritiva da amostra após tratamento 45
Tabela 3 – Resultado da regressão, modelo FCDA, Equação 12 ajustada.....46
Tabela 4 – Resultado do teste VIF sobre a regressão, modelo FCDA, Equação 12 ajustada 46
Tabela 5 – Regressão robusta de White, modelo FCDA, Equação 12 ajustada 47
Tabela 6 – Resultado da regressão, modelo TRA, Equação 11 ajustada 48
Tabela 7 – Resultado do teste VIF sobre a regressão, modelo TRA, Equação 11 ajustada 49
Tabela 8 – Regressão robusta de White, modelo TRA, Equação 11 ajustada 50
Tabela 9 – Regressão com *dummies* de setor, modelo FCDA, Equação 12 ajustada 52

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo das variáveis utilizadas, suas abreviaturas, fórmulas de cálculo e referência teórica 42
Quadro 2 – Relação comparativa das variáveis após tratamento da amostra 45
Quadro 3 – Estratificação da amostra por setor econômico de cada observação 51
Quadro 4 – Síntese dos modelos avaliados no estudo.....53
Quadro 5 – Comparativo dos resultados essenciais de cada modelo e suas variáveis 54

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AD	*Accruals* discricionários
AT	*Accruals* totais
AND	*Accruals* Não Discricionários
BTD	*Book-Tax Difference*
CARF	Conselho Administrativo de Recursos Fiscais
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CTN	Código Tributário Nacional
ETR	*Effective Tax Rate*
FCDA	Fluxo de Caixa Disponível do Acionista
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
IR	Imposto de Renda
LAIR	Lucro Antes do Imposto de Renda e da CSLL
LL	Lucro Líquido
ROA	Retorno sobre o Ativo
SRF	Secretaria da Receita Federal
TRA	Taxa de Retorno total das Ações

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 11
1.1 Contextualização 11
1.2 Objetivo geral 16
1.3 Objetivos específicos 16
1.4 Justificativa e contribuição do estudo 17
1.5 Estrutura do trabalho 19

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE 21
2.1 Tributação e planejamento tributário 21
2.2 Geração de valor para o acionista 24
2.2.1 Fluxo de caixa disponível do acionista (FCDA) 26
2.2.2 Taxa de retorno total das ações (TRA) 27
2.3 Planejamento tributário e geração de valor 28
2.4 Hipótese de pesquisa 33

3 METODOLOGIA 34
3.1 Amostra 35
3.2 Variáveis analisadas 36
3.2.1 Variáveis dependentes 36
3.2.1.1 Geração de valor captada pelo mercado 37
3.2.1.2 Geração de valor identificada pelo fluxo de caixa da atividade operacional. 37
3.2.2. Variáveis independentes 38
3.2.2.1 Proxies de planejamento tributário 39
3.2.2.2 Variáveis de controle 39
3.3. Modelos econométricos 41

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS 44

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS 56

6. REFERÊNCIAS 59

1. INTRODUÇÃO

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO

Sob o olhar do acionista é possível identificar a maximização das riquezas como um dos principais objetivos da empresa, afirmação essa defendida por renomados autores da teoria de finanças, como Rappaport (2001), Copeland, Koller e Murrin (2000), Gitman (1997) e Van Horne (1995). Todavia, maximizar a riqueza gerando valor aos acionistas extrapola o simples aumento do valor total da firma, sendo representado pela potencialização da diferença entre o valor da empresa e o capital investido pelos acionistas.

Na busca pela potencialização da geração de valor aos acionistas, a empresa se organiza de forma a promover a valorização de seus ativos, com a melhor utilização do capital investido. Entretanto, segundo pressupõe a teoria de Modigliani e Miller (1958), a estrutura de capital em que a empresa se organiza seria irrelevante para a criação de valor para o acionista, desde que sejam observadas duas condições: a não interferência dos impostos, ou a inclusão da dedutibilidade dos juros da dívida sobre a incidência dos impostos sobre o lucro.

Sob tal ótica da teoria clássica da estrutura de capital, defendida por Modigliani-Miller (1958), as únicas condicionantes necessárias para validar a teoria por eles defendida estão vinculadas à exclusão dos impactos da tributação sobre a geração de valor pela firma. A primeira delas expressamente condiciona a não interferência dos impostos, e a segunda considera o tratamento dos juros da dívida sobre a tributação incidente no lucro gerado (forma elementar de planejamento tributário), ou seja, com base nesta teoria, para qualquer estrutura de capital adotada pela empresa, a tributação e a forma de tratamento de seu impacto poderá refletir na geração de valor para o acionista.

Para as empresas de capital aberto, cujos ativos são negociados em mercados de capitais, segundo a hipótese de mercado eficiente idealizada por Fama (1970), os preços dos ativos são ajustados imediatamente e incorporam em seu valor as informações relevantes, apresentando a sua melhor estimativa no presente (de valor).

Entretanto, apesar de teoricamente difundida ao longo dos anos, a hipótese de mercado eficiente sofreu contrapontos, conforme contextualizou Lima (2003), relatando os contrapontos apresentados por autores em face da hipótese de mercado eficiente, dentre eles estão Shiller (1984) e Summer (1986), que sustentam o fato de que o mercado é altamente ineficiente, condição que não é captada em análise de curto prazo, exatamente a situação utilizada inicialmente por Fama (1970) para sustentar a hipótese de mercado eficiente. Um contraponto adicional está relacionado ao problema da volatilidade dos preços das ações, que se apresenta bastante grande em relação ao preço das ações negociadas, e díspares quando comparados com os dividendos do mesmo período, o que indica uma dissonância injustificável em relação à hipótese de mercado eficiente, conforme sustentou Shiller (1981).

Empresas cujas ações são negociadas em mercados abertos têm seu valor avaliado e seus ativos precificados continuamente pelo mercado. Os ajustes em seu valor são constantes e influenciados por fatores diversos, seja na tentativa de prever resultados futuros com base em projeções de cenários, seja através de correções nas divergências entre as projeções prévias e o cenário real do mercado. Estas oscilações dos preços das ações negociadas não necessariamente representam a variação da geração de valor pela firma, argumento que sustenta a posição de Shiller (1981).

Fatores múltiplos impactam a percepção do mercado quanto ao valor da firma. Reconhecendo esta pluralidade de fatores que impactam o preço dos ativos, Damodaran (2010) ajustou a hipótese de mercado eficiente, originalmente postulada por Fama (1970), apresentando-a sob uma perspectiva mais realista, em que, apesar de não necessariamente espelhar o preço justo das ações a todo o momento, o preço de mercado reflete uma estimativa não tendenciosa do valor real do investimento.

Considerando a perspectiva da hipótese de mercado eficiente reformulada por Damodaran (2010), sopesada com a teoria da estrutura de capital de Modigliani-Miller (1958), torna-se possível a conclusão de que há interferência da tributação e na forma de seu tratamento adotado pela empresa (planejamento tributário) na geração de valor para o acionista.

A avaliação de geração de valor para o acionista com base na hipótese do mercado eficiente mediante à contraposição das oscilações dos preços de negociação

das ações com os dividendos do período restringe a análise àquelas empresas cujas ações são negociadas livremente no mercado de capitais, ou seja, empresas de capital aberto, metodologia que exclui da análise as empresas de capital fechado, uma vez que não existe a variável oscilação do preço de negociação de suas ações ou quotas, se limitadas.

Ademais, a dinâmica de avaliação e precificação dos ativos de empresas de capital aberto é certamente mais volátil e impactada por aspectos nem sempre técnicos. Conforme afirmam Tomaselli e Oltramari (2007), a emoção se apresenta como um dos componentes do rol de fatores que impactam a decisão de compra e venda dos investidores do mercado acionário, influenciando a tomada de decisão em conjunto com a avaliação técnica das condições econômico-financeiras da empresa.

Ainda que seja impositivo legal que toda empresa (independentemente da forma de sua constituição) registre suas operações e apresente seus resultados através de seus relatórios econômico-financeiros[1], e a análise desses relatórios ser uma das ferramentas base para aplicação de diversas metodologias de apuração e precificação dos ativos de uma empresa, e consequentemente do valor por ela gerado (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2016), a sua precificação pelo mercado será influenciada por fatores que extrapolam tais demonstrações, inclusive a percepção subjetiva do analista quando da interpretação desses dados.

Por sua vez, a estrutura de capital adotada pela empresa, ao menos em relação à forma de tratamento da tributação, impactaria a geração de valor para o acionista, sendo o tratamento da tributação sobre as atividades da empresa objeto de estudo de diversos trabalhos, o qual foi abordado, principalmente, sobre dois enfoques: planejamento tributário[2], tendo como precursor o *framework* de Scholes-Wolfson (1992), e a gestão de resultados (DECHOW; SLOAN; SWEENWY, 1995; FERREIRA et al., 2012)

---

[1] Conforme disposto no Código Civil, instituto legal que rege as empresas contratuais, *v.g.* Sociedade Ltda, e na Lei das S.A. (L. 6.404/76) que regulamenta as Sociedades Anônimas.

[2] No presente estudo adotou como tradução padrão para o termo em inglês “Tax Avoidance” o termo Planejamento Tributário.

O planejamento tributário identificado como ato praticado pela empresa com o objetivo de reduzir o custo tributário da instituição deve estar pautado na legalidade, podendo ser desconsiderados os seus efeitos se assim não for enquadrado. Deste modo, sob a ótica da hipótese de mercado eficiente, a identificação dessa prática por analistas e investidores pode ser um fator de influência na interpretação subjetiva na precificação da empresa. Por outro lado, sob a ótica da estrutura de capital, o melhor tratamento do impacto da tributação pode representar uma potencialização na geração de riqueza para o acionista.

Como fator adicional, apesar de ser indiscutível o fato de que o resultado fiscal não se confunde com o contábil, no Brasil, apenas em razão das alterações introduzidas pelas Leis nº 11.638/2007, nº 11.941/2009 e nº 12.973/2014, é que se consolidou um maior distanciamento entre as demonstrações societárias e os efeitos tributários sobre ela. A partir destes marcos legais, a adoção de medidas que maximizam o resultado da empresa, como o gerenciamento de resultados (*earnings management*) e a diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável (*book-tax differences* – BTD), passou a ser ainda mais evidente.

O gerenciamento de resultados, segundo Scott (2012), representa a escolha do gestor pelas políticas contábeis que afetam os resultados para alcançar um objetivo específico na apresentação das demonstrações contábeis. A sua relação com o planejamento tributário pode ser mensurada através dos *Accruals*, que estão relacionados a práticas utilizadas pelos gestores com o objetivo de reportar a realidade contábil de forma a permitir um melhor aproveitamento de incentivos econômicos (DECHOW; SKINNER, 2000).

A BTD, por sua vez, como o próprio nome remete, caracteriza-se pela diferença na apresentação das informações com base na norma contábil (*book*) e a norma tributária (*tax*). Tais discrepâncias podem ser oriundas das diferenças normais entre a norma contábil e a tributária, mas também podem ser geradas em razão de políticas discricionárias adotadas pela empresa, as denominadas BTDs anormais (DESAI, 2005).

No *framework* de Scholes-Wolfson (1992), foi desenvolvida uma pesquisa tributária no campo da contabilidade com uma visão mais abrangente e pautada na

análise do planejamento tributário sob três dimensões: i) todas as partes envolvidas no processo; ii) todos os tributos incidentes; e iii) todos os custos, estudo que passou a ser considerado *framework* na área de planejamento tributário. Tal pressuposto avalia o planejamento tributário considerando as ineficiências do mercado e o reflexo das interferências internas e externas em relação à taxação e seu reflexo no valor gerado pela empresa.

A partir deste enfoque de estudo sobre a relação do planejamento tributário com a geração de valor ao acionista, em recente pesquisa experimental "quase-natural" no mercado Sul Coreano, Semaan (2017) buscou avaliar qual o reflexo do planejamento tributário na percepção dos investidores em relação ao valor gerado pela firma. Fazendo-se valer da BTD como proxy para o planejamento tributário, na tentativa de evidenciar a relação entre planejamento tributário e geração de valor para o acionista, concluiu a autora que, segundo seus achados empíricos, há evidências de que os investidores acreditam que o planejamento tributário é uma medida que gera valor para os acionistas.

Ainda, em estudo conduzido por Chen e Gong (2012), através da análise dos achados empíricos, chegou-se à conclusão de que a relação entre aumento da carga tributária e diminuição do valor de mercado da firma baseada na teoria de estrutura de capital é possível e não rejeitada, ou seja, é possível a afirmação de que a carga tributária impacta a estrutura de capital de forma negativa, a qual, por sua vez, reflete na diminuição de valor gerado.

Em contraponto, Santana (2014) encontrou evidência de uma relação negativa entre o planejamento tributário e o valor da firma, resultado este só observado para um grupo de empresas historicamente consideradas mais agressivas em relação ao planejamento tributário.

Ante este controverso impacto da influência da tributação sobre a geração de valor, um ponto de questionamento que permanece carente de esclarecimento é qual a efetiva interferência que a forma de tratamento da tributação nas atividades da empresa impacta na geração de valor para o acionista.

Assim, muito embora existam estudos que abordem a geração de valor para o acionista e a tributação, dada a relevância e o impacto do tema sobre os agentes internos e externos da firma, verifica-se que o estudo da relação entre tributação e geração de valor para o acionista ainda se apresenta como um campo aberto para maiores esclarecimentos e outras perspectivas de abordagem, possibilitando um maior aprofundamento na análise desta relação.

Conforme apresentado, a relação intrínseca existente entre tributação e valor gerado pela firma é inexorável. Entretanto, o problema a que se busca elucidar com este estudo perpassa pela indagação: **qual é a relação do planejamento tributário sobre a geração de valor pela firma em favor dos acionistas?**

1.2. OBJETIVO GERAL

Na busca por elucidar o problema proposto, este estudo tem como objetivo geral avaliar o impacto do planejamento tributário na geração de valor para o acionista.

Para que seja possível uma melhor avaliação desse impacto, a geração de valor para o acionista será mensurada sob duas percepções diferentes: uma considerando a precificação dos ativos pelo ajuste de valor de mercado, e outra pela geração de valor na atividade operacional da empresa.

O objetivo geral desse enfoque é apresentar uma melhor avaliação do efetivo impacto do planejamento tributário sobre a geração de valor para o acionista, tanto em relação a sua operação, quanto sobre a percepção e recepção do mercado quanto à precificação do valor gerado pela firma.

1.3. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Na persecução do objetivo geral, foram traçados os seguintes objetivos específicos para averiguação empírica:

1) analisar a existência de planejamento tributário por meio das proxies, BTD, gerenciamento de resultados (*Accruals*) e ETR;

2) analisar a geração de valor ao acionista com base na percepção do mercado, tendo como proxy a taxa de retorno total das ações (TRA);

3) analisar a geração de valor ao acionista pela atividade operacional da empresa, tendo como proxy o fluxo de caixa disponível ao acionista (FCDA);

4) analisar a relação entre a geração de valor e o planejamento tributário por meio de dois modelos propostos, tendo como diferenças a variável dependente utilizada para representar a geração de valor e suas variáveis independentes na medida do objeto essencial de sua natureza: (i) com base na percepção do mercado (taxa de retorno total das ações) com as variáveis independentes BTD e gerenciamento de resultados, e (ii) pela atividade operacional da empresa (fluxo de caixa disponível ao acionista) com as variáveis independentes ETR e gerenciamento de resultados.

1.4. JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO

Pela sucinta contextualização apresentada existem achados controversos a respeito da relação envolvendo planejamento tributário e a geração de valor para o acionista. Com base na estrutura de sustentação da teoria de finanças de Modigliani e Miller (1958), um eficiente tratamento da incidência tributária impactaria positivamente na geração de valor, o que consequentemente refletiria numa melhor precificação do valor da empresa pelo mercado, fato sustentado pela hipótese de mercado eficiente (FAMA, 1970) (DAMODARAN, 2010).

Na busca pela maximização da geração de valor para o acionista com o melhor retorno possível do capital investido é que se justifica a opção pela utilização de práticas fiscais que buscam reduzir o impacto tributário sobre as atividades da empresa, o chamado planejamento tributário. Entretanto, para que seja considerado lícito, ou também chamado elisão fiscal, o planejamento deve estar em obediência com as normas tributárias vigentes e aplicáveis aos fatos econômicos a ele

relacionados. Do contrário, se desconsiderado e classificado como ilícito, denominado evasão fiscal, acarretará a incidência do tributo e possíveis penalidades (GRECO, 2011).

Ao passo que um planejamento tributário poderia representar uma otimização na estrutura de capital da empresa, e consequente maximização da geração de valor ao acionista, o risco de sua desconsideração pode acarretar incertezas sobre a real vantagem de sua utilização em relação à efetiva geração de valor para o acionista.

Nesse sentido, os temas tributação e geração de valor para o acionista são objetos de estudo recorrentes em pesquisas internacional (CHEN; GONG, 2012) (SEMAAN, 2017) (LEV; NISSIM, 2004) (SEMAAN, 2017) e nacional (CALIJURI, 2009) (SANTANA, 2014). Porém, os enfoques sobre o tema são diversos, contradizentes e não conclusivos. Enquanto Semaan (2017), por exemplo, identificou uma percepção positiva dos investidores do mercado Sul Coreano em relação à prática de planejamento tributário, Santana (2014) apresentou como principal evidência de seu trabalho o fato de que existe uma relação negativa entre planejamento tributário e o valor da firma, quando avaliadas exclusivamente firmas historicamente agressivas em relação ao planejamento tributário.

O planejamento tributário é prática recorrente nas empresas e foco da atenção de muitos governos, por ser relevante em relação à arrecadação tributária e ao resultado econômico das empresas.

A importância de seu impacto e o volume de sua prática pelas empresas podem ser identificados pelo pronunciamento feito em 1999 pelo então Secretário da Receita Federal, Everardo Maciel, quando afirmou que das 530 maiores empresas no Brasil, metade não paga imposto sobre a renda, e, segundo o Secretário, tal fato é possível em razão do planejamento tributário[3]. Tal situação é relatada também no âmbito internacional, conforme matéria do *The Economist*, de 19 de julho de 2008, em que se aponta a perda de US$ 100 bilhões por ano em razão de empresas offshore criadas

[3] Matéria de autoria de Marcos Cintra publicada na Folha de São Paulo em 27/05/1999, disponível em https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz27059910.htm.

exclusivamente com fins de redução do custo tributário, segundo o relatório apresentado pelo subcomitê do Congresso Americano.

A maximização do retorno do capital investido em razão de um planejamento tributário pautado na licitude dos atos (elisão fiscal) justificaria uma expectativa de geração de valor para o acionista, condição sustentada pela teoria da estrutura de capital. Por outro lado, a incerteza da desconsideração do planejamento em razão do enquadramento ilícito dos atos praticados no tratamento tributário (evasão fiscal) seria capaz de interferir de forma distinta na geração de valor para o acionista quando a precificação dos ativos é ajustada pelo mercado, sustentada pela hipótese de mercado eficiente.

A perspectiva deste estudo busca analisar exatamente esta relação entre geração de valor ao acionista e o planejamento tributário, avaliando tal relação sob métricas distintas de aferição de geração de valor para o acionista: i) sob a ótica da avaliação do mercado quanto aos impactos do planejamento tributário no resultado atual e futuro da geração de valor para o acionista; e ii) sob o enfoque da própria atividade operacional da empresa e suas disponibilidades quando identificada a ocorrência de planejamento tributário.

A análise da possível relação entre geração de valor para o acionista e o planejamento tributário sob os aspectos da percepção do mercado e da atividade operacional da empresa poderá apresentar uma melhor compreensão sobre os reais efeitos e as consequências da adoção de práticas de planejamento tributário em relação à potencialização do capital investido pelo acionista.

1.5. ESTRUTURA DO TRABALHO

A apresentação do trabalho foi disposta em 5 (cinco) seções que estão estruturadas de forma a abranger os seguintes temas:

A seção 1 expõe a introdução do tema com sua contextualização, objetivos geral e específicos, justificativa e contribuição do estudo.

Na seção 2 é apresentado o referencial teórico que sustenta as proposições conceituais atinentes a planejamento tributário, geração de valor para o acionista com as duas métricas propostas para sua apuração neste estudo e a relação entre planejamento tributário e geração de valor ao acionista, para então apresentar a hipótese a ser testada no estudo.

A seção 3 trata sobre a metodologia utilizada para construção do teste empírico, com a caracterização da amostra e justificativa mais pormenorizada das variáveis adotadas, culminando na apresentação do modelo econométrico aplicado à pesquisa.

Na seção 4 são apresentados os resultados encontrados na aplicação do modelo com suas respectivas análises.

Por fim, na seção 5 são tecidas as conclusões relacionadas aos resultados encontrados.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. TRIBUTAÇÃO E PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO

Segundo a classificação legal, a tributação é uma prestação pecuniária compulsória e exigida em moeda[4]. Assim, deve ser ela cumprida, via de regra[5], mediante pagamento em dinheiro. Deste modo, invariavelmente a incidência tributária impacta diretamente no fluxo de caixa da empresa e, consequentemente, em sua estrutura de capital.

Toda obrigação tributária é instituída por lei, sendo sua cobrança exercida mediante atividade administrativa plenamente vinculada, de modo que sua criação, o fato gerador e a base de cálculo devem estar respaldados em instrumento legal, não podendo o agente administrativo competente se eximir de exigir o tributo, salvo também se por expressa previsão legal[6].

Apesar de ser objeto de discussão na doutrina tributária[7], a simples busca pela menor taxa tributária não representa ilícito tributário e nem é vedado pela legislação, representando ato de planejamento tributário.

Essencialmente, o planejamento tributário tem três formas de ação: i) na postergação da ocorrência do fato gerador ou exigência do pagamento (diferimento); ii) na adequação ou melhor enquadramento do fato gerador tributário em relação à alíquota aplicável; e iii) no aproveitamento de benefícios e isenções tributárias[8]. Entretanto, por previsão legal[9], caso o Fisco identifique indícios de simulação ou

---

[4] Descrição legal aposta no artigo 3º do Código Tributário Nacional (CTN).

[5] Existe apenas uma hipótese legal que autoriza o cumprimento da obrigação tributária de forma diversa do que o pagamento em dinheiro, que é a dação em pagamento de bem imóvel, na forma do artigo 156, XI, do CTN, desde que obedecidas as condições legais impostas.

[6] Conforme se depreende da combinação das disposições legais contidas nos artigos 3º e 172, do CTN.

[7] Marco Aurélio Greco, *v.g.*, defende que o planejamento tributário deve ter escopo negocial e não apenas com fins de redução da carga tributária.

[8] Em recente julgamento do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF), Acórdão nº 1401-002.835, foi firmado entendimento, para hipótese apreciada nos autos, que é lícito o planejamento tributário apenas para redução de tributos.

[9] Na forma do parágrafo único do artigo 116 do CTN.

fraude, poderá ele desconsiderar atos ou negócios jurídicos e proceder ao lançamento da obrigação tributária.

O tratamento fiscal com intuito de diminuir o custo tributário nas operações da empresa, se não desconsiderado, ou seja, se entendido como legal, é classificado como planejamento tributário. Por outro lado, se desconsiderado, é classificado como evasão fiscal[10].

Tal condição gera grande incerteza para os agentes, internos e externos. Outrossim, questiona-se se tais tratamentos fiscais representariam um efetivo ganho na geração de valor pela empresa.

A apuração fiscal não se equipara à apuração societária, e com a aproximação da legislação brasileira com as normas internacionais de contabilidade[11], essa separação ficou ainda mais consolidada.

Contudo, a pesquisa relacionada ao impacto da tributação sobre as atividades empresariais se depara sempre com a dificuldade de acesso a dados específicos e acessíveis. As inferências feitas utilizam proxies que buscam firmar uma relação direta entre o tributo e o objeto de pesquisa.

Alguns estudos procederam à revisão e apresentação das diversas proxies utilizadas para construção de modelos relacionados ao planejamento tributário, dentre elas a BTD, o gerenciamento de resultados e a ETR foram as que mais se evidenciam (CARVALHO; PAULO; TAVARES, 2014) (LEV; NISSIM, 2004) (DESAI; DHARMAPALA, 2007).

Os achados empíricos relatados pela literatura não são unânimes quanto à percepção do mercado em relação ao reflexo do planejamento tributário na geração de valor para os acionistas, tendo como contraponto os custos de agência, riscos de desconsideração e lançamento forçado do tributo, assim como a imprecisão das informações societárias apresentadas. Afirmam que o mercado reflete no valor da

---

[10] A evasão fiscal é considerada ato ilícito, podendo ser classificado como uma infração administrativa ou mesmo crime fiscal.

[11] International Financial Reporting Standards (IFRS).

firma a qualidade das informações prestadas pelas empresas em relação ao planejamento tributário adotado, em que quanto mais claro e menor o risco de desconsideração das políticas adotadas, melhor será a recepção pelo mercado (CHEN; GONG, 2012) (DESAI; DHARMAPALA, 2006) (BLAYLOCK; GAERTNER; SHEVLIN, 2016) (HANLON; LAPLANTE; SHEVLIN, 2005).

Neste sentido, têm-se que as discussões jurídicas em torno da utilização de planejamentos tributários e sua legalidade são frequentes e mundiais, fixando o cerne da discussão na dualidade entre a legalidade estrita[12] e o propósito negocial[13] do ato praticado.

Esse risco de desconsideração do planejamento tributário é um dos fatores que gera insegurança quanto à efetiva vantagem de sua aplicação. Como exemplo no mercado brasileiro, tem-se o caso da Gerdau Açominas S/A, que sofreu autuação fiscal da SRF[14] ao desconsiderar o lançamento do ágio interno[15], sob o argumento da falta de interesse negocial, entendimento diametralmente contrário ao reconhecimento da legalidade do planejamento tributário com exclusivo objetivo de redução no recolhimento dos tributos.

Acrescenta-se a esta insegurança, por parte dos acionistas, a possibilidade da ocorrência do conflito de agência quando da opção pela adoção de alguma estratégia de planejamento tributário para melhorar a apresentação dos resultados da empresa. Entretanto, se este resultado não se apresentar real será de curto prazo, sendo insustentável ao longo dos exercícios, conclusão a que chegou REZENDE (2015) ao analisar o impacto de incentivos fiscais sobre o retorno.

---

[12] O princípio da legalidade (artigo 150, inciso I, da Constituição da República Federal, 1988) protege os cidadãos das arbitrariedades do Poder Executivo, na medida em que é necessária a aprovação de uma lei pelo Poder Legislativo, com amplo debate democrático de nossos representantes, para a criação ou majoração de tributo, que por raciocínio inverso, a utilização das normas e regramentos tributários para pagar menos tributo não seria caracterizado ato ilícito e, consequentemente, inafastável pelo Fisco.

[13] A propagação do propósito negocial teve início no *leading case* norte-americano, Gregory v. Helvering, 293 U.S. 465 (1935).

[14] CARF – Processo administrativo nº: 10680.724392/2010-28.

[15] Em termos bem simplificados, ágio é a diferença entre o valor pago por um título e seu valor nominal. Esta diferença pode gerar um lançamento suscetível de dedução fiscal. O ágio interno é caracterizado quando esta diferença é gerada em operações realizadas entre partes dependentes.

Conforme Armstrong, Blouin e Larcker (2012), a tributação é responsável por um dos maiores fluxos de saída de caixa e uma das maiores despesas na demonstração de resultados, sendo que qualquer ação ativa sobre sua influência pode gerar consequências, inclusive a opção por investimento em que o valor do projeto só se sustenta em razão de benefícios fiscais.

Santana (2014) também concluiu, com base em uma abordagem empírica sobre as informações prestadas por empresas de capital aberto no mercado acionário brasileiro, que existe uma relação negativa entre o valor da firma e o planejamento tributário em firmas com maior agressividade na abordagem do planejamento.

Assim, apresenta-se inconteste o impacto da carga tributária sobre o resultado da operação, mas também se fazem inegáveis os riscos de uma estratégia de tratamento tributário, ao que sustenta o contraponto, a ser avaliado neste estudo, entre o planejamento tributário e a geração de valor pela empresa.

2.2. GERAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA

Na busca de aferir a geração de valor pela empresa, a literatura apresenta diversas metodologias, inclusive sob óticas diversas. Neste estudo, a geração de valor será analisada sob a ótica do acionista.

De início, registra-se que a geração de valor para o acionista não necessariamente está relacionada à existência de lucro. Ainda segundo Copeland, Koller e Murrin (2000) é fraca a correlação entre crescimento de lucro contábil e criação de valor para o acionista.

Em estudo referência para as atuais teorias, cuja finalidade era identificar as medidas de valor nas quais o mercado se baseava para avaliar uma empresa, foi defendida a prevalência do modelo econômico sobre o contábil. Os argumentos para sustentar esta prevalência foram: (i) o valor é gerado a partir do aumento da renda econômica em contraponto com uma taxa de retorno previamente estipulada que se apresenta diretamente proporcional ao risco, (ii) o valor de mercado é determinado a partir das expectativas racionais dos agentes econômicos, (iii) os riscos da estrutura

de capital podem ser determinados de forma desvinculada dos ativos da empresa e do risco do seu negócio (MILLER; MODIGLIANI, 1961).

De forma complementar, a teoria do comportamento organizacional e o custo de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) certificam que é possível que os agentes se afastem dos objetivos dos acionistas em benefício dos seus próprios interesses, situação que poderia estimular uma estratégia de abordagem tributária menos interessante a longo prazo, mas que apresentasse um resultado imediato mais favorável, o que se coadunaria com as conclusões de Rezende (2015) quanto à longevidade dos resultados do planejamento tributário baseado em incentivos fiscais.

Sendo inafastáveis tais premissas, tem-se que a geração de valor para o acionista vem deixando de atuar sobre o enfoque convencional, em que se persegue o lucro e a rentabilidade, para adotar uma abordagem de geração de riqueza para o acionista (ASSAF NETO, 2017).

Salienta-se que, sob esta nova ótica é possível que exista geração de valor mesmo que não se demonstre lucro no período. Esta possibilidade se perfaz na visão de continuidade das atividades da empresa e perspectiva de resultados futuros.

Para empresas de capital aberto em que as ações se tornaram ativos individualizados, ou seja, adquiridos e negociados como mercadorias por agentes que não estão vinculados ao cotidiano operacional da empresa, a percepção de geração de valor sofre influências distintas quando comparada com os acionistas envolvidos nas atividades operacionais da empresa e o valor gerado internamente, como no caso de empresas de capital fechado.

Ante tal perspectiva de aferição de resultado sob o enfoque de geração de valor e não simplesmente demonstração de lucro e rentabilidade, apesar de existirem diversas métricas que se propõem a demonstrar o valor gerado pela empresa para fins deste estudo, optou-se pela utilização de duas delas: o Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCDA) (FCFE - *Free Cash Flow to the Equity*) e a Taxa de Retorno Total das Ações (TRA) (ASSAF NETO, 2017).

A escolha da primeira métrica (FCDA) se sustenta em razão de ser ela uma métrica de geração de valor interno, relacionada à atividade operacional da empresa,

fator não influenciado pelo mercado de capitais[16], sendo importante para ampliar a análise da relação com o planejamento tributário de todas as empresas, inclusive as que não tenham suas ações comercializadas em capital aberto.

A segunda métrica (TRA), por sua vez, está diretamente vinculada à percepção do mercado em relação ao valor gerado pela empresa, ao que sofre interferências de percepções subjetivas, fato que é agravado pela possibilidade de conflito de agência e assimetria de informação.

2.2.1. Fluxo de caixa disponível do acionista (FCDA)

Esta métrica representa o caixa livre líquido destinado aos acionistas, ou seja, é a quantidade de caixa disponível após deduzidas todas as despesas, investimentos e dívidas pagas.

Afirmando ser o fluxo de caixa descontado uma medida de valor da firma amplamente aceito, a FCDA se apresenta como uma medida capaz de indicar o valor da empresa na forma líquida, ou seja, após deduzidas todas as despesas, inclusive as tributárias, em que é assim representada:

Equação 1:

$$\boldsymbol{FCDA = LL + Depr. + Amort. - CAPEX - Invest.Giro + Ent.Nov.Div.}$$

Onde:

LL: Lucro Líquido

Depr.: Depreciação

Amort.: Amortização

CAPEX: Despesas de capital

[16] Como citado na contextualização, a oscilação do valor dos ativos negociados no mercado de capitais sofre influências de variáveis que extrapolam o técnico e o racional.

Invest. Giro: Investimento em Giro

Ent. Nov. Div.: Entradas de novas dívidas

Esta medida de geração de valor ao acionista tem como pilar o caixa gerado pela empresa, medindo a sua capacidade operacional de gerar riqueza líquida, e identifica a percepção de geração de valor da empresa diretamente vinculada à sua operação, com pouca interferência da percepção externa do mercado.

2.2.2. Taxa de retorno total das ações (TRA)

A taxa de retorno total das ações[17] representa o resultado da soma dos rendimentos gerados pelos dividendos e ganhos de capital, assim auferida:

Equação 2:

$$\boldsymbol{TRA} = \frac{\mathbf{DIV} + (\mathbf{Preço\ Ação\ Fim} - \mathbf{Preço\ Ação\ Ini.})}{\mathbf{Preço\ Ação\ Ini.}}$$

Onde:

DIV: dividendos e outros proventos pagos no período

Preço Ação Fim: Preço da ação no final do ano

Preço Ação Ini.: Preço da ação no início do ano

A composição dupla do índice, incrementando tanto os valores pagos a título de dividendos e outros proventos, quanto o valor da variação dos preços de mercado da ação, possibilita uma visão mais abrangente do valor da empresa conforme avaliação do mercado, seja em relação aos recebimentos diretos de seus portadores (dividendos e outros proventos), seja quanto ao acréscimo de capital na oscilação do valor das ações.

---

[17] Internacionalmente conhecida como Total Shareholder Return (TSR)

Nesse sentido, o índice capta a percepção do mercado quanto ao valor do ativo (ações da empresa), não necessariamente refletindo o resultado operacional da atividade econômica, mas sim a resposta do mercado quanto ao seu valor ou sua perspectiva de valor futuro.

Ao incorporar a variação do preço da ação à TRA, acaba por incorporar as percepções subjetivas do mercado sobre o valor da firma, agregando não só as considerações técnicas, mas também as percepções influenciadas pela assimetria de informação e conflito de agência.

2.3. PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO E GERAÇÃO DE VALOR

Como exposto, a apresentação das informações fiscais não se confunde com as societárias, mas a tributação interfere consideravelmente no resultado da empresa.

O conflito de agência e a busca pela otimização dos resultados podem ser um grande motivador para a utilização do planejamento tributário com o objetivo de isenção, diminuição ou diferimento da tributação incidente nas atividades da empresa.

A dificuldade de obtenção direta das informações relacionadas ao planejamento tributário, ainda que por questão de proteção de estratégia de mercado, acaba por impor a abordagem do tema de forma indireta, por meio de proxies de medida de sua ocorrência, que, segundo a extensa literatura, são diversas, inclusive sendo possível a apuração mediante a combinação de mais de uma delas (CALIJURI, 2009) (CARVALHO; PAULO; TAVARES, 2014) (CHEN; GONG, 2012).

A utilização da BTD como proxy para planejamento tributário é sedimentada em diversos estudos nacionais e internacionais (DESAI; DHARMAPALA, 2006) (SARLO NETO; SOUZ; FURTADO, 2016) (SEMAAN, 2017). Ao analisar a BTD, observa-se a sua segmentação em três medidas: (i) BTD total, que é caracterizada pela diferença total entre a norma fiscal e a apuração societária, (ii) BTD normal, que é representada pela diferença natural da norma tributária e o tratamento societário, e (iii) BTD anormal, que é caracterizada pelo tratamento discricionário da diferença entre

a norma fiscal e o societário, sendo o ponto mais representativo da vontade do gestor em tratar a incidência do tributo sobre o resultado da empresa.

Para Ferreira et al. (2012), é possível identificar, em achados empíricos, uma relação direta e proporcional entre a BTD e o gerenciamento de resultados, uma vez que quanto maior a BTD, maior o grau de gerenciamento de resultados, indicando que a variável planejamento tributário se apresenta de grande significância para ambas as proxies. Considerando essa relação, torna-se corolário a premissa de que quanto maior a BTD e o gerenciamento de resultados (medidas de planejamento tributário) maior é a manipulação da tributação sobre os resultados da empresa.

Pela natureza das variáveis que compõem a BTD, sua medida incorpora essencialmente a manipulação das informações contábeis e reflete essencialmente a realidade contábil.

Por outro lado, a ETR é proxy que busca captar a efetiva carga tributária incidente nas operações da empresa, não percebendo os diferimentos tributários e possibilitando uma análise comparativa entre a alíquota nominal e a efetivamente incidente no período de análise (REZENDE, 2015), condição que possibilita identificar o resultado do planejamento tributário sobre a atividade operacional da firma e seu consequente valor gerado.

Lev e Nissim (2004) realizaram estudo bastante representativo quanto à influência e predileção da tributação no resultado da empresa, no qual demonstram a influência da tributação no crescimento dos resultados da empresa e a importância de sua correta apresentação para uma melhor análise pelos investidores. Sob a premissa de que a tributação influencia no crescimento dos resultados da empresa, o planejamento tributário, quando presente, deveria gerar valor para o acionista, tanto sob a ótica do mercado, quanto em relação ao caixa livre gerado.

Entretanto, em contraponto, a evidência de planejamento tributário pode representar manipulação da tributação sob os resultados da empresa e indício de um conflito de agência, além de influenciar negativamente na geração de valor ao acionista sob a ótica do mercado, quando não esclarecidas as reais condições deste

planejamento tributário e sua solidez e oposição ao Fisco, dada a assimetria de informação.

Como já exposto, evidenciar o planejamento tributário por meio das informações disponibilizadas pelas empresas só é possível através de proxies, inclusive mediante a combinação entre elas. Considerando a relação entre BTD e gerenciamento de resultados, teoria confirmada inclusive com base nas amostras colhidas no mercado brasileiro, conforme achados empíricos de Ferreira et al., (2012), são elas utilizadas neste estudo como proxies de planejamento tributário das empresas.

A utilização da ETR como outra proxy de planejamento tributário é justificada em razão de se sobressair em sua estrutura a ótica financeira e não contábil, sendo mais equidistante com a variável FCDA do que a BTD.

De acordo com Tang e Firth (2011), a BTD pode ser apurada por meio de duas metodologias: uma que reflete os efeitos no lucro e outra de efeito no tributo. Os próprios autores sugerem que a BTD de efeito no tributo se mostra mais adequada para representá-la, em razão da menor sujeição a erros de estimação, sendo ela assim apurada:

Equação 3:

$$\boldsymbol{BTD\ total = (LAIR\ x\ 0,34) - montante\ das\ despesas\ tributárias\ correntes}$$

Onde:

LAIR = Lucro Antes do Imposto de Renda e da CSLL

0,34 = 25% do IRPJ (15% + 10% adicional) e 9% da CSLL

“Montante das despesas tributárias correntes” = despesas tributárias incorridas no período, excluídos os valores diferidos.

A BTD total incorpora tantos as diferenças ordinárias quanto as discricionárias do tratamento fiscal e societário, condição esta que melhor reflete o objetivo deste

estudo, que é a identificação da relação entre o planejamento tributário e a geração de valor pela firma, abarcando todas as formas de tratamento tributário.

O gerenciamento de resultados, por sua vez, pode ser identificado por meio dos *accruals*[18].

O total dos *accruals* contém os chamados *accruals* não discricionários e os discricionários, em que aquele identifica as acumulações com os ajustes da realidade do negócio, e, portanto, salutar para evidenciar o efetivo aumento da riqueza produzida pela atividade econômica. Entretanto, este último evidencia as ações deliberadas do gestor em "gerenciar" o resultado, apresentando uma realidade conforme seu interesse.

A mensuração dos *accruals* pode ser feita por diversas metodologias, sendo o modelo de Jones Modificado (DECHOW, SLOAN, & SWEENEY, 1995) um dos mais utilizados. É ele assim representado:

Equação 4:

$$\boldsymbol{AT_{it} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta(\Delta Receitas_{it}) + \gamma(At.Imob_{it}) + \varepsilon_{it}}$$

Equação 5:

$$\boldsymbol{AND_{it} = \alpha\,(1/A_{t-1}) + \beta(\Delta Receitas_{it} - \Delta C.Receb_{it}) + \gamma(At.Imob_{it})}$$

Equação 6:

$$\boldsymbol{AD_t = AT_t - AND_t}$$

Onde:

AT: *Accruals* totais

AND: *Acrruals* não discricionários

[18] Representam a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido.

AD: A*ccruals* discricionários

ΔReceitas$_{it}$: Receitas operacionais líquidas no ano t menos receitas no ano t-1 escalado pelos Ativos de t-1

At. Imob: Ativo imobilizado no t

A_{t-1}: Ativos totais em t a t-1

ΔC.Receb$_{it}$: contas a receber líquidas no ano t menos o valor das contas a receber líquidas no ano t-1 escaladas pelos ativos totais em t-1

α, β, γ: coeficientes estimados por regressão

Muito embora o modelo de Jones Modificado seja uma metodologia amplamente utilizada, os próprios autores reconheceram a dificuldade em estimar de forma precisa os *accruals*. Os problemas de endogeneidade podem estar presentes tanto na apuração da BTD, quanto no gerenciamento de resultados, ainda que utilizado o modelo de Jones Modificado.

Com o objetivo de minimizar as fontes de endogeneidade[19] e maximizar a possibilidade de análise da relação entre planejamento tributário e geração de valor ao acionista é que se combinam as proxies BTD total e *Accruals* totais (AT).

Quanto à ETR, é ela a representação do valor efetivo da alíquota dos impostos e é assim apurada:

Equação 7:

$$\boldsymbol{ETR = \frac{Total\ das\ desepsas\ de\ IR/CSLL}{LAIR}}$$

Onde:

LAIR: lucro antes dos impostos e contribuições.

[19] Erros de medida, variável omitida e simultaneidade.

“Total das despesas de IR/CSLL”: representa as despesas efetivamente incorridas no período, não computando os diferimentos.

Por ser o resultado da relação entre total das despesas com os principais tributos sobre a renda e o lucro antes dos impostos e contribuições, dela é possível identificar o efetivo resultado financeiro dos custos tributários e se houve interferência no custo tributário, ou seja, planejamento tributário.

2.4. HIPÓTESE DE PESQUISA

Em consequência da contraposição do problema suscitado que orienta a busca investigativa do estudo com a análise teórica realizada sobre o tema, busca-se avaliar a seguinte hipótese **(H_0): a geração de valor para o acionista sofre impacto em razão do planejamento tributário realizado pela firma.**

3. METODOLOGIA

Pela natureza do objeto de estudo, a abordagem metodológica da pesquisa tem natureza positiva, com prevalência de abordagem empírico-analítica, vez que se baseia no tratamento de um conjunto de dados quantitativos (MARTINS G. , 2000).

Tomando como base uma amostra representativa da realidade, foi analisada a relação entre geração de valor pela firma e o planejamento tributário, tendo a abordagem dúplice enfoque quanto à apuração da geração de valor pela firma, sendo uma com enfoque na percepção do mercado e outra sob a ótica do resultado operacional da atividade.

Como suporte à escolha das variáveis representativas da ocorrência de planejamento tributário, foram utilizadas proxies cuja validade e aceitação se sustentam em estudos que compuseram o referencial teórico e são de ampla consolidação empírica (CARVALHO; PAULO; TAVARES, 2014) CHEN; GONG, 2012) (DESAI; DHARMAPALA, 2006) (FERREIRA et al., 2012) (LEV; NISSIM, 2004).

No mesmo sentido, fez-se a utilização das variáveis representativas de geração de valor pela firma ao se sustentar a escolha das variáveis em estudos de escol (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000) (PEREZ, 2015) (RAPPAPORT, 2001). Também a abordagem dúplice mercado e atividade operacional se fez em razão da busca pela maior representatividade da relação objeto do estudo. O fundamento para tal opção se sustenta pelo fato de que o valor dos ativos negociados pelo mercado pode ser influenciado de forma não objetiva e, por sua vez, influenciar a geração de valor pela firma por fatores que vão além do simples resultado da atividade. Ademais, observando a geração de valor sobre a ótica de variáveis operacionais, é possível inferir tal relação também em empresas de capital fechado, cujos ativos não sejam negociados em mercados abertos.

A dualidade se justifica pela ponderação entre achados empíricos, que identificam a relação negativa entre planejamento tributário e geração de valor pela firma em empresas com grande agressividade em empresas listadas no mercado de capitais brasileiro (SANTANA, 2014), e a natureza essencial do planejamento

tributário que é otimização do aproveitamento das riquezas da firma, em especial em sua atividade operacional.

A análise dos dados coletados na amostra foi realizada por meio da aplicação de estatística descritiva, com a utilização de regressão linear múltipla.

3.1. AMOSTRA

A amostra utilizada foi coletada do banco de dados *Comdinheiro*, sendo composta pelas informações financeiras e de mercado de empresas listadas na BM&F Bovespa nos períodos de 2010 a 2017.

O período base foi estipulado considerando o termo inicial da publicação da Lei 11.941, que foi no ano de 2009, por ter sido o evento que sedimentou a individualização e separação entre as demonstrações fiscais e empresariais no Brasil, permitindo uma maior mobilidade das empresas na apresentação de seus relatórios contábeis com reflexo evidente no planejamento tributário.

Foram extraídas amostras contendo as informações dos valores das ações negociadas na terceira semana de janeiro de cada ano e na última semana do mesmo ano, assim como as informações relacionadas às demonstrações contábeis de fechamento do mesmo exercício.

Foram inicialmente extraídas 8.481 amostras, o primeiro tratamento dado foi a exclusão das observações que não continham o valor da ação no início e no fim de cada exercício. Em sequência, foram excluídas as observações que não possuíam todas as informações necessárias para o cálculo das variáveis dependentes e independentes e das variáveis de controle.

Após todo o tratamento, a amostra de dados em painel remanescente é composta de 570 observações completas, contendo todas as informações necessárias para a aplicação dos modelos desenvolvidos.

3.2. VARIÁVEIS ANALISADAS

Considerando a abordagem da pesquisa sobre dois aspectos: mercado e atividade operacional, a escolha das variáveis utilizadas para análise e pesquisa de inferência aplicáveis ao objeto do estudo também se amoldou naquelas que sejam representativas deste enfoque dúplice.

3.2.1. Variáveis dependentes

O objeto de estudo se concentra na percepção de geração de valor pela firma quando aplicado algum tipo de planejamento tributário.

A geração de valor pela firma pode ser auferida por metodologias diversas, mas o que tem como ponto convergente para as análises atuais é o fato de que os valores gerados pelas firmas extrapolam a métrica do lucro, e sob tal premissa é que se propôs a avaliação sob dois enfoques:

i) relacionado à percepção do mercado refletido na oscilação dos ativos negociados no mercado de capital (ações) e à distribuição dos dividendos e proventos das empresas a seus acionistas; e

ii) vinculado à geração de fluxo de caixa disponível do acionista, reflexo essencial da atividade operacional da empresa.

Considerando que nem todas as empresas possuem seus ativos negociados no mercado de capitais, esta dualidade permite repercutir os resultados do estudo também para empresas que não possuem ativos negociados no mercado aberto de capitais, avaliando a geração de valores exclusivamente por sua operação, ou seja, no exercício de sua atividade fim.

A escolha pelas variáveis dependentes se fez sob tais premissas e justificada com base na natureza essencial dos respectivos índices.

3.2.1.1. Geração de valor captada pelo mercado

A variável dependente escolhida para captar a geração de valor pela firma atribuída pelo mercado foi a Taxa de Retorno Total das Ações (TRA).

Como apresentado no item 2.2.2 (Equação 2), esta variável é composta pela soma dos dividendos e proventos distribuídos com a variação do valor das ações negociadas no mercado aberto de capitais, dividido pelo preço inicial das ações, em um determinado período de tempo, que para o caso foi o período de um exercício fiscal brasileiro.

O valor do título na terceira semana de janeiro foi considerado como preço inicial, e o preço final foi o valor negociado na última semana de dezembro. Os dividendos e proventos considerados foram aqueles distribuídos em razão do resultado do exercício em análise.

Segundo Assaf Neto (2017, p. 157) e de acordo com o Boston Consulting Group, “a TRA é a medida mais completa para explicar a geração de valor da empresa, incorporando ganhos de capital e pagamento de dividendos

Por estes pressupostos teóricos e a natureza das medidas que compõe a variável TRA, sua utilização como medida de geração de valor pela firma avaliado pelo mercado se justifica e busca identificar e avaliar a possibilidade de inferência do impacto da percepção do planejamento tributário sobre o valor gerado, conforme a percepção do mercado.

3.2.1.2. Geração de valor identificada pelo fluxo de caixa da atividade operacional

A geração de valor oriunda da atividade econômica da empresa é essencialmente aferida por sua capacidade de geração de fluxo de caixa.

Como já sustentado pelas referências indicadas, a tributação tem grande impacto nesta disponibilidade de fluxo financeiro, e, por consectário lógico, o

planejamento tributário busca interferir de forma lícita neste impacto e otimizar ao máximo o aproveitamento operacional dos recursos.

Com este horizonte de pesquisa é que se optou pela utilização do Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCDA) por representar uma métrica de apuração do valor da empresa de forma líquida, deduzindo-se todas as despesas e englobando-se as tributárias, conforme apresentado no item 2.2.1 (Equação 1).

3.2.2. Variáveis independentes

As variáveis independentes têm como objetivo aferir a possível relação entre a geração de valor da firma e o planejamento tributário, ou seja, através das escolhas de variáveis dependentes (Geração de Valor da Firma), busca-se identificar relações de inferência do planejamento tributário para com aquelas.

3.2.2.1. Proxies de planejamento tributário

Como já exposto, uma das grandes dificuldades que pairam sobre os estudos econométricos vinculados ao planejamento tributário está relacionada com a exata identificação da sua ocorrência.

A identificação e quantificação do planejamento tributário são feitas por meio da utilização de proxies, mas em razão do tênue limiar existente entre planejamento tributário e evasão fiscal[20] e a dificuldade de certificação das informações contábeis apresentadas[21], existe sempre um grau de incerteza quanto à fidúcia das proxies.

Todavia, certas proxies já se encontram amplamente aceitas como forma de aferição de planejamento tributário, ao que se optou pela utilização do *Book Tax Difference* (BTD), *Accruals* e *Effective Tax Rate* (ETR).

---

[20] Tratamento tributário irregular, que se identificado pelo ente tributante pode gerar lançamento tributário.

[21] Além das escolhas legais sobre o tratamento tributário, têm-se também os ruídos de informação do mercado, fatores que impactam a análise fidedigna das escolhas tributárias adotadas pela firma.

O BTD é medida contábil oriunda da diferença entre o resultado contábil e o fiscal. Esta diferença pode ser originária de uma imposição legal e natural, originária da discrepância na metodologia de apuração e lançamento dos tributos, e do resultado contábil. Sua mensuração é dada na forma apresentada no item 2.3. (Equação 3).

Os *Accruals* são proxies de gerenciamento de resultado, e, tal qual apresentado no referencial teórico, intrinsicamente vinculadas ao BTD. Sua forma de apuração está disposta no item 2.3 (Equações 4, 5, e 6).

Por outro lado, a ETR, ao representar a taxa efetiva de tributos, demonstra-se com um viés financeiro sobre o impacto tributário, e pode ser mensurada conforme identificado no item 2.3 (Equação 7).

Exatamente por considerar a duplicidade do viés da pesquisa, em que se concentrou em duas vertentes do impacto do planejamento tributário sobre a geração de valor da firma, sendo tanto pelo aspecto da percepção do mercado[22], quanto pelo fluxo financeiro das operações[23], é que as escolhas das variáveis independentes relacionadas ao planejamento tributário foram feitas.

Assim, para a TRA foram utilizadas as variáveis BTD total e os *Accruals* Totais, enquanto para a FCDA, foram utilizados a ETR e os *Accruals* Totais, o que permite a comparação entre índices de mesma natureza e uma maior acuracidade entre os resultados.

3.2.2.2. Variáveis de controle

Como forma de permitir uma melhor análise do real impacto do planejamento tributário sobre a geração de valor ao acionista, foram acrescentadas variáveis de controle.

A inclusão de variáveis de controle no sistema deve ser criteriosa e objetivar a uma melhor acurácia do sistema quanto aos reais efeitos/relações das variáveis objeto

---

[22] Eminentemente contábil.
[23] Essencialmente financeiro.

do estudo. Nesse sentido é que as variáveis de controle escolhidas devem permitir uma seletividade mais eficaz dos resultados. Sob tal premissa é que se optou pela inclusão de quatro variáveis de controle: Ebitda[24], Ativo Total, Endividamento e Retorno sobre o Ativo (ROA)[25], variáveis estas amplamente utilizadas em estudos sobre o tema (SEMAAN, 2017) (WAHAB; HOLLAND, 2012).

Pela composição do índice Ebitda, verifica-se que, em sua essência, sinaliza a geração de recursos pela empresa em sua atividade operacional, desconsiderando os efeitos financeiros e de impostos, podendo ser assim representada:

Equação 8:

$$\boldsymbol{Ebitda = Lucro\ antes\ do\ Imposto\ de\ Renda\ e\ da\ Contribuição\ Social + Despesas\ financeiras\ Líquidas + Depreciações + Amortizações}$$

O Ativo Total é medida de tamanho da firma e também tem aplicação como variável de controle por estar relacionada ao valor da firma.

O Endividamento representa a utilização de capital de terceiros pela firma, que assim é representado:

Equação 9:

$$\boldsymbol{Endividamento = (Passivo\ Total / Ativo\ Total) x 100}$$

Finalmente, o ROA sinaliza a proporção do retorno obtido pela atividade da empresa em relação ao ativo total da empresa, e pode ser assim calculado:

Equação 10:

$$\boldsymbol{ROA = (Lucro\ Operacional / Ativo\ Total) x 100}$$

A inclusão do Ebitda como variável de controle permite segmentar o quanto influencia o planejamento tributário no resultado final da empresa, uma vez que,

---

[24] Sigla em inglês para Earning before interest, taxes, depreciation and amortization, que em tradução livre seria “lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização”, ou, na sigla em português, Lajida.

[25] Retorno sobre o Ativo.

predominantemente, os efeitos do planejamento tributário interferem nos resultados após a receita operacional que é captada pelo Ebitda.

O Ativo Total e o Endividamento, por sua vez, permitem identificar e segmentar interferências do tamanho da firma e de seu grau de endividamento da efetiva influência do planejamento tributário sobre a geração de valor ao acionista.

Por fim, o ROA representa o retorno operacional das atividades da empresa em relação ao seu ativo total, o que possibilita uma melhor identificação da efetiva influência do planejamento tributário sobre a geração de valor ao acionista.

Assim, mesmo que se possa arguir uma mesma tendência entre as variáveis de controle e as demais variáveis utilizadas como proxies de planejamento tributário, sua inclusão se justifica pela possibilidade de melhor identificar a real interferência do planejamento tributário na geração de valor ao acionista, ou se tal geração de valor é consectário natural do resultado operacional.

A análise conjunta entre as relações das variáveis de controle com as variáveis dependentes e as proxies de planejamento tributário possibilita ao estudo uma visão mais completa sobre o objeto de pesquisa, minimizando erros de medida e tendências.

3.3. MODELOS ECONOMÉTRICOS

Consubstanciado nos esteios teóricos supracitados, em alinhamento com os objetivos que se vislumbram neste estudo, foram construídos dois modelos econométricos.

O primeiro deles tendo como variável dependente a geração de valor aferida pela TRA, e variáveis independentes relacionadas ao planejamento tributário com essência contábil na medida em que guarda maior relação com a essência da variável dependente em questão, e assim estruturado:

Equação 11:

$$GV\ (TRA)_{it} = \alpha_i + \beta 1_i BTDtotais + \beta 2_i Act + \beta 3_i EBITDA_{it} + \beta 4_i Ativo\ Total_{it} + \beta 5_i Endividamento_{it} + \beta 6_i ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

O segundo, desenvolvido sob a égide da visão operacional da firma, e, portanto, tendo como base a variável dependente FCDA, ETR e *Accruals* Totais como variáveis independentes para planejamento tributário, postando-se com a seguinte estrutura:

Equação 12:

$$GV\ (FCDA)_{it} = \alpha_i + \beta 1_i ETR + \beta 2_i Act + \beta 3_i EBITDA_{it} + \beta 4_i Ativo\ Total_{it} + \beta 5_i Endividamento_{it} + \beta 6_i ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

As variáveis de controle foram as mesmas para ambos os modelos, uma vez que, apesar do enfoque das variáveis dependentes não ser o mesmo, o objeto de estudo continua sendo a relação entre o planejamento tributário e a geração de valor para a firma.

Quadro 1 - Resumo das variáveis utilizadas, suas abreviaturas, fórmulas de cálculo e referência teórica.

Variável	Abreviatura	Fórmula de cálculo	Base teórica
Fluxo de caixa disponível do acionista	FCDA	= LL + Depr. + Amort. – CAPEX – Invest. Giro + Ent.Nov.Div. (Equação 1)	(ASSAF NETO, 2017)
Taxa de retorno total das ações	TRA	= (DIV + (Preço Ação Fim – Preço Ação Ini.)/ Preço Ação Ini. (Equação 2)	(ASSAF NETO, 2017)
Book-Tax Difference Total	BTD total	= (LAIR x 0,34) – montante das despesas tributárias correntes (Equação 3)	(TANG; FIRTH, 2011) (CARVALHO; PAULO; TAVARES, 2014) (CHEN; GONG, 2012) (FERREIRA et al., 2012)
Accruals Totais	Act	= $\alpha(1/A_{t-1}) + \beta(\Delta Receitas_{it}) + \gamma(At.Imob_{it}) + \varepsilon_{it}$ (Equação 4)	(DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) (CARVALHO; PAULO; TAVARES, 2014) (FERREIRA et al., 2012)
Taxa Efetiva de Tributação	ETR	= Total das despesas de IR e CSLL / LAIR (Equação 7)	(REZENDE, 2015) (CARVALHO;

			PAULO; TAVARES, 2014)
Ebitda	Ebtida	= Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social + despesas financeiras líquidas + depreciações + amortizações (Equação 8)	(DESAI; DHARMAPALA, 2007) (WAHAB, HOLLAND, 2012)
Ativo Total	At		(DESAI; DHARMAPALA, 2007) (WAHAB, HOLLAND, 2012)
Endividamento	Endividamento	= (Passivo total/Ativo total) x 100 (Equação 9)	(WAHAB, HOLLAND, 2012)
Retorno sobre o ativo	ROA	= (Lucro operacional/ativo total) x 100 (Equação 10)	(DESAI; DHARMAPALA, 2007) (WAHAB, HOLLAND, 2012)

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, sem qualquer aplicação prévia de tratamento dos dados que compõem a amostra coletada, a análise descritiva dos dados assim se apresentou:

Tabela 1 - Estatística descritiva da amostra sem tratamento

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
fcda	570	-7.94e+09	4.49e+10	-4.86e+11	1.74e+10
tra	570	-4.12e+07	7.47e+08	-1.78e+10	4.09e+07
btdtotal	570	5.65e+08	1.57e+09	-6.74e+08	1.66e+10
act	570	1.08e+10	4.76e+10	-3.06e+10	5.30e+11
ebitda	570	1.72e+09	4.03e+09	-1.48e+09	3.39e+10
at	570	4.47e+10	1.82e+11	513000	1.39e+12
endividame~o	570	236.8812	2505.539	0	48722.39
roa	570	-.2045902	2.629634	-46.33359	.8138138

Sob sincrética análise, é possível identificar um exagerado grau de variação entre o valor mínimo e o máximo das variáveis de controle, em especial o ativo total, observado na amostra.

Para uma melhor análise dos dados e adequação aos pressupostos necessários do modelo, foi criada a variável logaritmo natural do ativo total, que substituiu a variável de controle ativo total. O objetivo de sua criação é tentar reduzir o efeito da grande variação do tamanho das firmas contidas na amostra.

Em seguida, as demais variáveis independentes do modelo foram padronizadas com base no logaritmo natural do ativo total criado. Finalmente, após todo esse tratamento, as observações foram *winsorizadas* para que se excluam os *outliers*, ao que se chegou a seguinte condição da amostra:

Tabela 2 - Estatística descritiva da amostra após tratamento

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
fcda_ajust	570	-2.49e+08	1.28e+09	-8.39e+09	3.40e+08
tra_ajust	570	-400640.8	1966604	-1.66e+07	169926.7
etr_ajust	570	-.0020794	.0103711	-.0797572	.0360288
act_ajust	570	3.70e+08	1.40e+09	-3.57e+08	9.43e+09
btdtotal_a~t	570	2.13e+07	5.09e+07	-1.26e+07	3.04e+08
roa_ajust	570	-.0038133	.0341786	-.2717593	.0171909
endividame~t	570	4.827006	15.18704	0	111.8594
ebitda_ajust	570	6.72e+07	1.44e+08	-2.81e+07	7.91e+08
lnat	570	22.21889	2.249648	13.14803	27.95951

Com o tratamento das variáveis, o modelo foi aplicado a partir das novas variáveis ajustadas, conforme o Quadro 2:

Quadro 2 - Relação comparativa das variáveis após tratamento da amostra.

Variável antes do tratamento da amostra	Variável após tratamento da amostra	Tratamento aplicado
at	lnat	Logaritmo natural
fcda	fcda_ajust	= fcda / lnat
tra	tra_ajust	= tra / lnat
btdtotal	btdtotal_ajust	= btdtotal / lnat
act	act_ajust	= act / lnat
etr	etr_ajust	= etr / lnat
ebitda	ebtida_ajust	= ebitda / lnat
endividamento	endividamento_ajust	= endividamento / lnat
roa	roa_ajust	= roa / lnat

Ajustando o modelo em que se avalia a FCDA como variável de pendente (Equação 12), obteve-se os seguintes resultados:

Tabela 3 - Resultado da Regressão, Modelo FCDA – Equação 12 ajustada

fcda_ajust	
Variáveis independentes	
etr_ajust	1.465e+09
	(1.365e+09)
act_ajust	-0.955***
	(0.0151)
roa_ajust	3.742e+08
	(6.297e+08)
endividamento_ajust	1.414e+06
	(1.498e+06)
ebitda_ajust	0.802***
	(0.161)
lnat	1.597e+07*
	(9.482e+06)
Constant	-3.067e+08
	(2.083e+08)
Observations	570
R-squared	0.933

O erro padrão dos coeficientes está indicado entre parênteses.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Para avaliar os pressupostos de validade do modelo, foram aplicados os testes: Variance Inflation Factor (VIF) para identificar problemas de multicolinearidade; teste de Breusch-Pagan, para testar a heterocedasticidade; e em complemento foi aplicado o teste de White, também para heterocedasticidade.

Os resultados do teste VIF afastaram a multicolinearidade, uma vez que os valores para todas as variáveis independentes foram menores do que 3, conforme Tabela 4:

Tabela 4 - Resultado do teste VIF sobre a regressão, Modelo FCDA – Equação 12 ajustada

Variable	VIF	1/VIF
ebitda_ajust	2.79	0.359017
endividame~t	2.66	0.375857
roa_ajust	2.38	0.419877
lnat	2.34	0.427463
act_ajust	2.27	0.440304
etr_ajust	1.03	0.970825
Mean VIF	2.24	

O teste de Breusch-Pagan apresentou Prob>chi2 = 0.0000. Assim, considerando que a hipótese nula é para homocedasticidade, foi rejeitada a hipótese a 1% de significância. Logo, o modelo apresenta heterocedasticidade.

Também no teste de White, foi rejeitada a hipótese de homocedasticidade a 1% de significância, confirmando a heterocedasticidade do modelo.

Na tentativa de corrigir a heterocedasticidade observada no modelo, foi aplicado o método de regressão robusta de White, pelo qual foram obtidos os seguintes resultados:

Tabela 5 - Regressão Robusta de White, Modelo FCDA – Equação 12 ajustada

fcda_ajust (regressão robusta)	
Variáveis independentes	
etr_ajust	1.465e+09**
	(6.774e+08)
act_ajust	-0.955***
	(0.0451)
roa_ajust	3.742e+08
	(3.033e+08)
endividamento_ajust	1.414e+06**
	(699,112)
ebitda_ajust	0.802**
	(0.361)
lnat	1.597e+07*
	(8.222e+06)
Constant	-3.067e+08*
	(1.749e+08)
Observations	570
R-squared	0.933

O erro padrão dos coeficientes está indicado entre parênteses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

O coeficiente estimado para ETR foi de 1.465, com significância inferior a 5% (p<0,031), condição que sugere que para cada aumento a da ETR equivalente a um ativo total, em seu logaritmo natural, a FCDA também aumentará 1,465, em se mantendo tudo o mais constante. Esse resultado sugere a ocorrência de uma relação positiva entre o planejamento tributário e a geração de valor pela firma em sua atividade operacional.

Aplicando-se os mesmos ajustes ao modelo cuja variável dependente é a TRA (Equação 11), os resultados foram:

Tabela 6 - Resultado da Regressão, Modelo TRA – Equação 11 ajustada

tra_ajust	
Variáveis independentes	
btdtotal_ajust	-0.00389
	(0.00543)
act_ajust	0.000379***
	(9.16e-05)
roa_ajust	-4.446e+06
	(3.612e+06)
endividamento_ajust	4,639
	(8,587)
ebitda_ajust	-0.00448**
	(0.00184)
lnat	120,654**
	(53,865)
Constant	-2.877e+06**
	(1.186e+06)
Observations	570
R-squared	0.069

O erro padrão dos coeficientes está indicado entre parênteses.
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Entretanto, pelos resultados apresentados, este modelo não pode ser considerado para realizar qualquer análise de significância, uma vez que os resultados do R^2 (= 0,0692) e do R^2 ajustado (= 0,0592) não apresentaram valores significativos para o modelo.

Procedendo com os mesmos testes para avaliar os pressupostos de validade do modelo aplicados ao modelo anterior – Variance Inflation Factor (VIF) para identificar problemas de multicolinearidade, teste de Breusch-Pagan para testar a heterocedasticidade e o teste de White também para heterocedasticidade –, foram encontradas as seguintes condições:

Tabela 7 - Resultado do teste VIF sobre a regressão, Modelo TRA – Equação 11 ajustada

Variable	VIF	1/VIF
btdtotal_a~t	11.95	0.083669
ebitda_ajust	10.96	0.091237
endividame~t	2.66	0.375945
act_ajust	2.56	0.390959
roa_ajust	2.38	0.419648
lnat	2.30	0.435479
Mean VIF	5.47	

Indicando multicolinearidade para BTD, vez que apresentou VIF superior a 10 (11.95) e VIF invertido bem reduzido (0,0836).

Também para os testes de heterocedasticidade do modelo, Breusch-Pagan e White, em ambos foram rejeitadas as hipóteses de homocedasticidade a 1% de significância, confirmando a heterocedasticidade do modelo.

Ainda que se desconsidere a multicolinearidade pela natureza essencial de relação entre as variáveis do modelo e aplicando o método de regressão robusta de White na tentativa de corrigir a heterocedasticidade observada, os resultados se mantiveram com pouca capacidade explicativa.

Tabela 8 - Regressão Robusta de White, Modelo TRA – Equação 11 ajustada

tra_ajust (regressão robusta)	
Variáveis independentes	tra_ajust
btdtotal_ajust	-0.00389
	(0.00569)
act_ajust	0.000379**
	(0.000175)
roa_ajust	-4.446e+06**
	(2.085e+06)
endividamento_ajust	4,639
	(4,133)
ebitda_ajust	-0.00448
	(0.00287)
lnat	120,654**
	(60,702)
Constant	-2.877e+06**
	(1.337e+06)
Observations	570
R-squared	0.069

O erro padrão dos coeficientes está indicado entre parênteses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

O resultado do R^2 (= 0,0692) se manteve inalterado, assim como a significância da variável BTD total.

Da análise dos resultados, é possível apenas identificar que os resíduos detêm a maior parcela explicativa do modelo, condição que sugere que a geração de valor originária da TRA é influenciada por diversos fatores.

Tal condição não se distancia da teoria apresentada, vez que os fundamentos carreadores do aumento ou diminuição do valor gerado pela firma, refletido na oscilação dos valores dos ativos negociados no mercado de capitais, é impactado por uma multiplicidade de variáveis, inclusive de cunho subjetivo e não técnico, ao que o resultado do modelo apenas demonstra que apenas o planejamento tributário, na forma que foi mensurado (BTD), não possui significância para firmar inferências sobre a sua relação com a geração de valor pela firma aferida com esta metodologia (TRA).

Em análise complementar da efetiva relação entre planejamento tributário e geração de valor pela firma, foi a amostra estratificada com base nos setores econômicos de cada observação, procedendo com a identificação de cada um deles com a criação de *dummies* no modelo composto pela FCDA como variável dependente.

A identificação de cada setor econômico em que as empresas que compõem a amostra estão inseridas podem ser identificados conforme o Quadro 3:

Quadro 3 - Estratificação da amostra por setor econômico de cada observação.

Setor	Observações
Bens Industriais	44
Construção e Transporte	17
Consumo Cíclico	80
Consumo não Cíclico	63
Financeiro e Outros	197
Materiais Básicos	38
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	8
Saúde	19
Tecnologia da Informação	7
Utilidade Pública	97
Total Geral	**570**

Considerando a existência de 10 setores econômicos distintos na amostra, foram incluídas 10 *dummies* de setor no modelo já ajustado. Muito embora o modelo tenha apresentado um alto grau explicativo (R^2 = 0,943).

Os coeficientes dos erros padrão das variáveis de setor se apresentaram bastante próximos entre si, fato que, combinado com a ausência de significância de todos eles, indica que o impacto do setor sobre a geração de valor pela firma em razão do planejamento tributário, auferido pela proxy ETR, é bem semelhante.

Tabela 9 - Regressão com *Dummies* de setor, Modelo FCDA – Equação 12 alterada

fcda_ajust	
Variáveis independentes	
etr_ajust	-7.611e+08
	(1.327e+09)
act_ajust	-0.922***
	(0.0150)
roa_ajust	2.100e+08
	(6.129e+08)
endividamento_ajust	1.197e+06
	(1.467e+06)
ebitda_ajust	0.545***
	(0.161)
lnat	8.635e+06
	(1.015e+07)
financeiroeoutros	-2.572e+08
	(2.276e+08)
construoetransporte	-2.129e+08
	(2.341e+08)
materiaisbsicos	1.972e+08
	(2.353e+08)
saude	-1.683e+08
	(2.189e+08)
utilidadepblica	-5.124e+07
	(2.327e+08)
consumonocclico	-3.933e+07
	(2.227e+08)
consumocclico	-1.754e+08
	(2.155e+08)
bensindustriais	-1.750e+08
	(2.248e+08)
tecnologiadainformao	-1.778e+08
	(2.360e+08)
petrleogsebiocombustveis	-1.149e+08
	(2.629e+08)
Observations	570
R-squared	0.943

O erro padrão dos coeficientes está indicado entre parênteses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Em avaliação comparativa foram avaliadas as seguintes relações:

Quadro 4 - Síntese dos modelos avaliados no estudo

Modelo	TRA (Equação 11 ajustada)	FCDA (Equação12 ajusta)	FCDA (Equação12 ajusta) com Dummies de Setor
Variável Dependente	tra_ajust	fcda_ajust	fcda_ajust
Variáveis Independentes	btdtotal_ajust act_ajust	etr_ajust act_ajust	etr_ajust act_ajust
Controle	lnat ebitda_ajust endividamento_ajust roa_ajust	lnat ebitda_ajust endividamento_ajust roa_ajust	lnat ebitda_ajust endividamento_ajust roa_ajust
Dummies			Bens Industriasi Construção e Transporte Consumo Cíclico Consumo não Cíclico Financeiro e Outros Materiais Básicos Petróleo, Gás e Biocombustíveis Saúde Tecnologia da Informação Utilidade Pública

Os resultados de cada modelo podem ser assim sintetizados:

Quadro 5 - Comparativo dos resultados essenciais de cada modelo e suas variáveis

Modelo	TRA	TRA (Robusta)	FCDA	FCDA (Robusta)	FCDA (*Dummies*)
Prob>F	0.0000	0.0190	0.0000	0.0000	0.0000
R^2	0.0692	0.0692	0.9331	0.9331	0.9435
R^2-Ajustado	0.0592		0.9324		0.9418
P - valor (Variável)					
etr_ajust			0.2840	0.0310	0.5670
btdtotal_ajust	0.4740	0.4950			
act_ajust	0.0000	0.0300	0.0000	0.0000	0.0000
lnat	0.0250	0.0470	0.0930	0.0530	0.3950
ebitda_ajust	0.0150	0.1190	0.0000	0.0270	0.0010
endividamento_ajust	0.5890	0.2620	0.3460	0.0440	0.4150
roa_ajust	0.2190	0.0330	0.5530	0.2180	0.7320
Bens Industriasi					0.4370
Construção e Transporte					0.3640
Consumo Cíclico					0.4160
Consumo não Cíclico					0.8600
Financeiro e Outros					0.2590
Materiais Básicos					0.4020
Petróleo, Gás e Biocombustíveis					0.6620
Saúde					0.4420
Tecnologia da Informação					0.4520
Utilidade Pública					0.8260

As principais evidências extraídas dos resultados dos modelos foram:

- O modelo construído com base na métrica operacional para geração de valor pela firma (FCDA) e a ETR como proxy de planejamento tributário se apresentou com alto grau explicativo e relação positiva entre eles a uma significância de 3,1%, condição que se coaduna com a teoria da estrutura de capital da empresa, ratificada em estudos recentes no que tange à relação tributação e valor gerado pela firma, na qual, apesar de não linear, é possível identificar uma relação positiva entre redução da carga tributária e valor gerado pela firma (CHEN; GONG, 2012).

- Por outro lado, pela amostra estudada, não é possível afirmar qualquer relação diferente do impacto do planejamento tributário sobre a geração de valor pela firma, dependendo do setor econômico em atua a empresa, ressalta-se, no entanto, que esta conclusão se restringe à análise dos tributos sobre o resultado, podendo existir

impacto se avaliada a cadeia produtiva como um todo e a sistemática cumulativa ou não cumulativa de tributos oriundos da cadeia produtiva, condição que não se vislumbrou neste estudo.

- Finalmente, quanto ao modelo em que se buscava identificar a geração de valor medido por meio da TRA, mesmo com a aplicação das correções e ajustes realizados, a este não foi possível atribuir grau explicativo.

Esta evidência pode ser explicada pelas referências teóricas preexistentes sob a matéria, pois sendo a TRA formada essencialmente pela variação dos preços da ação no exercício, ainda que insertos em sua composição o pagamento de dividendos e proventos originários da atividade operacional, a variação dos preços da ação negociada no mercado de capital aberto é influenciada por fundamentos que extrapolam inclusive a razão, retratando sob tal oscilação perspectivas e leituras que não necessariamente refletem o resultado efetivo da empresa.

Os resultados de pesquisas anteriores que atribuíram relação entre planejamento tributário e geração de valor pela firma mensurados pela percepção do mercado o fizeram levando em consideração uma segunda perspectiva, que era o grau de agressividade das empresas em relação ao planejamento tributário, sendo que apenas naquelas com alto grau de agressividade foi possível atribuir algum tipo de relação entre a ocorrência de planejamento tributário e a geração de valor pela firma (SANTANA, 2014), o que corrobora com os achados deste estudo no sentido de que a percepção do mercado em relação ao planejamento tributário é captada de forma subjetiva.

Deste modo, ainda que não seja possível inferir uma relação entre o planejamento tributário e tal variação, não é possível afastar por completo a influência desta variável sob a geração de valor pela firma, apenas se mostrando em grau extremamente pequeno em relação ao termo de erro.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Quando se aborda o tema planejamento tributário, o preceito básico a que se associa a esta prática é a economia dos gastos tributários, fato que, se efetivamente observado, geraria uma melhora no resultado da empresa, e, por conseguinte, um aumento na geração de valor pela empresa. Entretanto, as evidências observadas em estudos científicos diversos ainda não permitem firmar uma relação direta e inconteste entre o planejamento tributário e a geração de valor pela firma.

A análise desta relação perpassa pela escolha de métricas tanto para a geração de valor quanto para o planejamento tributário. Ainda que existam métricas consolidadas pelas pesquisas científicas pregressas (CARVALHO; PAULO; TAVARES, 2014), são elas de preceitos fundamentais distintos, provocando uma percepção da realidade conforme cada preceito.

É nesta realidade posta pelo contexto científico aplicado ao objeto do estudo a que se propôs avaliar é que foi formulada a abordagem dúplice, com focos na percepção de geração de valor pelo mercado e pela atividade operacional da empresa.

Os resultados observados para a métrica de geração de valor captada pelo mercado (TRA) não foram conclusivos, sendo possível apenas certificar que a variação dos preços da ação é impactada por muitas outras variáveis que não podem ser captadas pelo modelo desenvolvido para avaliar a relação da geração de valor com o planejamento tributário.

Os achados não se distanciam da hipótese original de mercado eficiente (FAMA, 1970), tampouco da sua adequação contemporânea formulada por DAMODARAN (2010), mas também não permitem a negativa de relação existente entre planejamento tributário e geração de valor pela firma sob a métrica de valorização dos ativos negociados no mercado de capitais, apenas apresenta a condição de que o grau de influência do planejamento tributário não representa significância em razão da quantidade de variáveis incorporadas pelo resíduo.

Por outro lado, sob a ótica da geração de valor oriunda da própria atividade operacional da empresa (FCDA), o modelo proposto apresentou alto grau de explicação, o que *a priori* indica a existência de significativa relação entre geração de valor para a firma e planejamento tributário, quando avaliado sob tal ótica.

Assim, sob a premissa de que poderiam existir impactos diferentes do planejamento tributário sobre a atividade operacional a depender do setor econômico em que a firma está inserida, foi procedida estratificação de cada empresa de acordo com os respectivos setores econômicos. Entretanto, esta análise não apresentou resultado capaz de indicar diferenças na relação entre as variáveis pesquisadas a depender do setor em que está inserida a empresa.

A limitação da pesquisa perpassa na limitação das medidas de planejamento tributário, em especial para o caso do sistema tributário brasileiro, no qual são partilhadas competências tributárias entre os três entes federados com fatos geradores e incidências tributárias em momentos diversos.

As métricas de planejamento tributário sedimentadas pelos estudos científicos pregressos e que foram utilizadas neste estudo não são capazes de absorver todas as matrizes tributárias do sistema nacional. Por esse motivo, o real impacto do planejamento tributário sobre a operação pode ser influenciado conforme a incidência de cada tributo na operação, que, para este estudo e considerando as proxies de planejamento utilizadas, só identificou o impacto da tributação sobre o resultado, ressalvando que o sistema tributário nacional contempla regimes e incidências diversas na cadeia produtiva (*v.g.* cumulativo e não cumulativo) que podem interferir neste resultado, mas que não foram objeto deste estudo até mesmo pela incapacidade de sua percepção pelas proxies utilizadas.

A dificuldade em melhor retratar o planejamento tributário também se funda na assimetria da informação quanto às práticas de planejamento tributário adotadas pela empresa, condição delicada de lançamento nas demonstrações contábeis, tanto pela proteção em face dos concorrentes quanto pelo risco de desconsideração pelo fisco.

O tamanho da amostra final de 570 observações também pode ser uma limitação, mas o tratamento da amostra original se fez necessário especialmente para

composição da métrica TRA, visto que os valores iniciais e finais das ações deveriam ser coletados no mesmo período sob pena de erro de subjetividade, assim como a utilização da mesma amostra para ambos os modelos se fez essencial para a comparabilidade. Deste modo, ainda que represente uma amostra não tão extensa, é representativa estatisticamente.

Este estudo se concentrou em avaliar, de forma empírica, a existência de relação entre planejamento tributário e sua capacidade de geração de valor para firma. Sua abordagem dúplice demonstrou a maior relação do planejamento tributário com a geração de valor na atividade operacional, em contraponto com a geração de valor gerada pelos ativos negociados no mercado de capitais. Deste modo, futuras pesquisas podem se beneficiar destes achados para implementar pesquisas que busquem avaliar o grau de manutenção dos planejamentos tributários e sua desconsideração pelo fisco, o que poderia causar uma reversão do valor por ele gerado.

6. REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C.; REZENDE, A. J.; CORRAR, L. J. Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. *Rev. Adm. Mackenzie*, ano 2, n. 12, p. 90-112, mar./abr., 2011.

ARMSTRONG, C.; BLOUIN, J.; LARCKER, D. The Incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 391-411., 2012

ASSAF NETO, A. *Valuation*: métricas de valor & avaliação de empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BLAYLOCK, B.; GAERTNER, F.; SHEVLIN, T. Book-tax Conformity and Capital Structure. *UC Irvine Previously Published Works*, 2016.

BRASIL. (27 de out. de 1966). Lei n.º 5.172, de 25 de outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*.

BRASIL. (28 de dez. de 2007). Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*.

BRASIL. (28 de dez. de 2007). Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*.

BRASIL. (28 de mai. de 2009). Lei n.º 11.941, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifíca; institui regime tributário de transição, e dá outras providências. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*.

BRASIL. (14 de mai. de 2014). Lei n.º 12.973, de 13 de maio de 2014. Altera a legislação tributária federal relativa ao IRPJ, à CSLL, à PIS/Pasep e à COFINS; revoga o Regime Tributário de Transição - RTT. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*.

BRUNOZI JÚNIOR, A. C. *Os efetios das book-tax-differences anormais na qualidade dos resultados contábeis em empresas de capital aberto listadas no Brasil.* Tese (doutorado em Ciências Contábeis) - UNISINOS, São Leopoldo, 2016.

CALIJURI, M. *Avaliação da gestão tributária de uma perspectiva multidisciplinar*. São Paulo: Atlas, 2009.

CARVALHO, V. C.; PAULO, E.; TAVARES, A. L. Gerenciamento Tributário: Proxies utilizadas pelas pesquisas no período 2000 a 2012. *ReCont: Registro Contábil*, vol. 5, n. 3, p. 1-19, 2014.

CHEN, Y.; GONG, N. *The Impact of Taxes on Firm Value and the Trade-off Theory of Capital*, 2012.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Avaliação de empresas: valuation.* São Paulo: Makron Books, 2000.

DAMODARAN, A. *Avaliação de investimentos:* ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Trad. Carlos Henrique Trieschmann e Ronaldo de Almeida Rego. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, p. 193-225, 1995.

DECHOW, P.; SKINNER, D. Earnings management: reconciling the views os acconting academics practitioners and regulators. *Accounting Horizons*, ano 14, n. 2, p. 235-250, 2000

DESAI, M. The degradation of reported corporate profits. *The Journal of Economic Perspectives*, n. 19, p. 171-193, 2005.

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

DESAI, M.; DHARMAPALA, D. Corporate Tax Avoidance and Firm Value, 2007.

FAMA, E. Efficient Capital Markets: Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, n. 25, p. 383-417, maio, 1970.

FERREIRA, F. R.; MARTINEZ, A. L.; COSTA, F. M.; PASSAMANI, R. R. Book-tax difference e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *eRAE*, v. 52, p. 488-501, set./out., 2012.

FONSECA, K. B.; COSTA, P. S. Fatores determinantes das book-tax differences. *Revista de Contabilidade e Organizações*, n. 29, p. 17-29, 2017.

GIL, A. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira.* São Paulo: Harbra, 1997.

GRECO, M. A. *Planejamento Tributário*. 3. ed. São Paulo: Dialética, 2011.

HANLON, M.; SHEVLIN, T. Book-tax conformity for corporate income: an introduction to the issues. *Tax Policy and the Economy*, n. 19, p. 101-134, 2005.

HANLON, M.; LAPLANTE, S. K.; SHEVLIN, T. Evidence on the possible information loss of conforming book income and taxble income. *The Journal of Law and Economics*, n. 48, v. 2, p. 407-442, 2005.

HANLON, M.; MAYDEW, E.; SHEVLIN, T. An unintended consequence of book-tax conformity: a loss of earning informativeness. *Journal of Accounting & Economics*, v. 46, n. 2, p. 294-311, 2008.

HEALEY, P. M.; WAHLEN, J. M. A. Review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

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.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

LEV, B.; NISSIM, D. Taxable Income, Future Earnings, and Equity Values. *The Accounting Reviews*, v. 4, n. 79, p. 1039-1074, 2004.

LIMA, L. Auge e Declínio da Hipótese dos Mercados Eficientes. *Revista de Economia Política*, n. 23, out./dez. 2003.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. *Análise avançada das demonstrações contábeis:* uma abordagem crítica*.* São Paulo: Atlas, 2016.

MARTINS, G. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and valuation of shares. *Journal os Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, out., 1961.

MINAYO, M. *O desafio do conhecimento.* São Paulo: Hucitec, 1993.

Modigliani F.; Miller M., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.

PEREZ, M. M. Métricas de retorno e a geração de valor ao acionista. *UNISANTA Law and Social Science*, v. 4, n. 2, p. 189-202, 2015.

RAPPAPORT, A. *Gerando valor para o acionista.* São Paulo: Atlas, 2001.

REZENDE, A. J. *Avaliação do Impacto dos Incetivos Fiscais sobre os Retornos e as Políticas de Investimento e Financiamento das Empresas.* 2015. 180 f. Tese (Doutorado em Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, São Paulo, 2015.

SANTANA, S. *Planejamento tributário e valor da firma no mercado de capitais brasileiro.* 2014. 175 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Programa de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, São Paulo, 2014.

SARLO NETO, A.; SOUZA, J.; FURTADO, L. Gerenciamento de resultados contábeis à luz das diferenças entre lucro contábil e tributário (Book-Tax Differences): Uma análise de dados em painel balanceado. *Revista Ambiente Contábil*, n. 8, jan./jun. 2016.

Scholes, M.; Wolfson, M. Taxes and Business Strategy: A Planning Approach. Prentice Hall, 1992.

SCHOLES, M.; WOLFSON, M.; ERICKSON, M.; HANLON, M. *Taxes and business strategy:* a planning aproach. 5. ed.). Boston, USA: Pearson, 2015.

SCOTT, W. R. *Financial Accounting Theory*. 6. ed. Pearson: Waterloo, 2012.

SEMAAN, S. R. *Tax Avoidance, Income Diversion, and Shareholder Value*: Evidence from a Quasi-Natural Experiment. *Paper*, jul. 2017.

SHILLER, R. Do Stock prices move too much to be justified by subsquent changes in dividens. *American Economic Review*, v. 3, n. 71, jun. 1981.

SHILLER, R. (1984). Stock Prices and Scoail Dynamics. *Brooking Pappers on Economic Ativity, 2*, 457-510.

SILVA, A. *Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SUMMERS, L. Doaes Stock Markets Rationally Reflect Fundamental Values. *Journal of Finance*, n. 41, p. 5691-600, 1986.

TANG, T. The Value Relevance of Book-Tax Differences - An Empirical Study in China's Capital Market, 2006.

TANG, T.; FIRTH, M. Can book-tax differences capture earnings management and tax management? Empirical evidence from China. *The International Journal of Accounting*, v. 2, n. 46, p. 175-204, jun. 2011.

TOMASELLI, T.; OLTRAMARI, L. A psicologia do mercado acionário: representações sociais de investidores da BOVESPA sobre as oscilações dos preços. *Estud. Psicol.*, vol. 12, n. 3, p.275-283, 2007.

VAN HORNE, J. C. *Financial management and policy.* N. York: Prentice Hall, 1995.

WAHAB, A.; HOLLAND, K. Tax Planning, corporate governance and equity value. *The British Accounting Review*, n. 2, p. 111-124, 2012.

WASSERMAN, C. *Tributação Implícita:* redução da taxa de retorno pré-imposto em ativos favorelmente tributados. Tese. 180 f. (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

WHITAKER, C. How to build a bridge: eliminating the book-tax gap. *The Tax Lawyer*, n. 59, p. 981-1020, 2006.