



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 13, n. 2, Jul./Dez., 2021

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 01.02.2020. Revisado por pares em: 27.05.2020. Reformulado em: 25.06.2020. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2021v13n2ID19788

Gerenciamento tributário: análise da influência sobre o custo do capital próprio das empresas brasileiras

Tax management: analysis of the influence on the cost of equity of Brazilian companies

Gestión tributaria: análisis de la influencia en el costo del patrimonio de las empresas brasileñas

Autores

Hana Belisa Marques de Freitas

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal Rural do Semi-Árido (UFERSA). Endereço: Rua Francisco Mota, 572 - Pres. Costa e Silva, CEP 59625-900, Mossoró - RN, Brasil. Telefone: (84) 9665-2161. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7850-5813>

E-mail: hanabmarques@gmail.com

Caritsa Scartaty Moreira

Doutoranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Endereço: Avenida Senador Salgado Filho, 970 - Lagoa Nova, CEP: 59078-970, Natal - RN, Brasil. Telefone: (84) 9116-1827. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-1243-9216>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4261570315572266>

E-mail: caritsascarlaty@ufersa.edu.br

Annandy Raquel Pereira da Silva

Mestranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN). Endereço: Rua Francisco Mota, 572 - Pres. Costa e Silva, CEP 59625-900, Mossoró - RN, Brasil. Telefone: (84) 9704-3831. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4636-2835>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6891587988698864>

E-mail: annandyrachel@hotmail.com

Ítalo Carlos Soares do Nascimento

Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Endereço: Avenida da Universidade, 2853 - Benfica, CEP: 60020-181, Fortaleza - CE, Brasil. Telefone: (85) 9774-7685. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8151-696X>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/2067726529200286>

E-mail: italocarlos25@gmail.com

Hana Belisa Marques de Freitas, Caritsa Scartaty Moreira, Annandy Raquel Pereira da Silva, Ítalo Carlos Soares do Nascimento e Geison Calyo Varela de Melo

Geison Calyo Varela de Melo

Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (UFC).
 Endereço: Avenida da Universidade, 2853 - Benfica, CEP: 60020-181, Fortaleza - CE, Brasil.
 Telefone: (84) 9654-2466. Identificadores (ID):
 ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8520-4605>
 Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0518341788392500>
 E-mail: geisoncalyo@hotmail.com

Resumo

Objetivo: O presente estudo buscou investigar se o gerenciamento tributário influencia no custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas no Brasil, Bolsa e Balcão (B3) no período de 2014 a 2018.

Metodologia: O estudo compreendeu a análise da *proxie Book-Tax Differences* (BTD) como ferramenta de identificação do gerenciamento tributário, como sugerido no trabalho de Moreira e Silva (2019), bem como as variáveis de controle, que são o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), valor de mercado (QTOBIN), tamanho da companhia (LNAT) e alavancagem financeira da empresa (ALV). Para a coleta de dados utilizou-se o banco de dados da *Bloomberg*® e o Formulário de Referência disponível no sítio eletrônico do B3. Para tanto, utilizou-se da Regressão Linear Múltipla do tipo dados em painel balanceado, resultando em uma amostra final formada por 630 observações.

Resultados: Por meio da *proxie* BTD, referente à diferença entre lucro contábil e lucro tributário, e utilizado para capturar o gerenciamento tributário nessa pesquisa, não foi possível identificar qualquer relação com o custo de capital próprio. Assim, para fins dessa pesquisa, a adequação teórica e os modelos estatísticos utilizados não evidenciaram que boas práticas de gerenciamento tributário tenham efeito positivo ou negativo no custo de capital próprio.

Contribuições do Estudo: Observa-se que os estudos brasileiros não analisaram o efeito do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio nas empresas brasileiras utilizando o indicador *Book-Tax Differences* (BTD) como ferramenta de identificação do gerenciamento tributário e a sua influência no custo de capital. Então, a presente pesquisa seguiu a recomendação sugerida por Moreira e Silva (2019), de analisar esse custo com outro indicador, neste caso, *Book-Tax Differences* (BTD). De acordo com os resultados, não foi possível identificar qualquer relação com o custo de capital próprio, contribuindo, assim, para a consolidação dos achados de Goh *et al.* (2016) e de Moreira e Silva (2019) que apresentam o CashETR como melhor métrica para o gerenciamento tributário, tendo em vista que os resultados apresentados utilizando as variáveis ETR e BTD, demonstraram que o custo de capital exigido pelos investidores não teve relação com a agressividade fiscal das empresas.

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

Abstract

Purpose: The present study sought to investigate whether tax management influences the cost of equity of Brazilian companies listed in Brazil, Bolsa e Balcão (B3) in the period from 2014 to 2018.

Methodology: The study included the analysis of the Proxie Book-Tax Differences (BTD) as a tool for identifying tax management, as suggested in the work of Moreira e Silva (2019), as well as the control variables, which are the return on equity (ROE), market value (QTOBIN), company size (LNAT) and company financial leverage (ALV). For data collection, the Bloomberg® database and the Reference Form available on the B3 website were used. For that, it was used the Multiple Linear Regression of the data type in balanced panel, resulting in a final sample formed by 630 observations.

Results: Through the BTD proxie, referring to the difference between accounting profit and tax profit, and used to capture tax management in this research, it was not possible to identify any relationship with the cost of equity. Thus, for the purposes of this research, the theoretical adequacy and the statistical models used did not show that good tax management practices have a positive or negative effect on the cost of equity.

Contributions of the Study: It is observed that Brazilian studies did not analyze the effect of tax management on the cost of equity in Brazilian companies using the Book-Tax Differences (BTD) indicator as a tool for identifying tax management and its influence on the cost of capital. So, this research followed the recommendation suggested by Moreira e Silva (2019), to analyze this cost with another indicator, in this case, Book-Tax Differences (BTD). According to the results, it was not possible to identify any relationship with the cost of equity, thus contributing to the consolidation of the findings by Goh et al. (2016) and Moreira e Silva (2019) who present CashETR as the best metric for tax management, given that the results presented using the variables ETR and BTD, demonstrated that the cost of capital required by investors was unrelated to the fiscal aggressiveness of companies.

Keywords: Tax Management, Book-Tax Differences (BTD), Cost of Equity.

Resumen

Objetivo: El presente estudio buscó investigar si la gestión fiscal influye en el costo del capital de las empresas brasileñas que cotizan en Brasil, Bolsa e Balcão (B3) en el período de 2014 a 2018.

Metodología: El estudio incluyó el análisis de Proxie Book-Tax Differences (BTD) como una herramienta para identificar la gestión tributaria, como se sugiere en el trabajo de Moreira e Silva (2019), así como las variables de control, que son el rendimiento del capital (ROE), valor de mercado (QTOBIN), tamaño de la empresa (LNAT) y apalancamiento financiero de la empresa (ALV). Para la recopilación de datos, se utilizaron la base de datos Bloomberg® y el Formulario de referencia disponible en el sitio web B3. Para eso, se utilizó la regresión lineal múltiple del tipo de datos en el panel equilibrado, lo que resultó en una muestra final formada por 630 observaciones.

Resultados: A través del proxy BTD, refiriéndose a la diferencia entre el beneficio contable y el beneficio fiscal, y utilizado para capturar la gestión fiscal en esta investigación, no fue posible identificar ninguna relación con el costo del patrimonio. Por lo tanto, a los fines de esta investigación, la adecuación teórica y los modelos estadísticos utilizados no mostraron que las

buenas prácticas de gestión tributaria tengan un efecto positivo o negativo en el costo de la equidad.

Contribuciones del Estudio: Se observa que los estudios brasileños no analizaron el efecto de la gestión tributaria sobre el costo de la equidad en las empresas brasileñas utilizando el indicador Book-Tax Differences (BTD) como herramienta para identificar la gestión tributaria y su influencia en el costo del capital. Entonces, esta investigación siguió la recomendación sugerida por Moreira e Silva (2019), para analizar este costo con otro indicador, en este caso, las diferencias de impuestos en libros (BTD). Según los resultados, no fue posible identificar ninguna relación con el costo de la equidad, lo que contribuyó a la consolidación de los hallazgos de Goh et al. (2016) y Moreira e Silva (2019), quienes presentan CashETR como la mejor métrica para la gestión fiscal, dado que los resultados presentados utilizando las variables ETR y BTD, demostraron que el costo de capital requerido por los inversores no estaba relacionado con la agresividad fiscal de las empresas.

Palabras clave: Gestión fiscal, diferencias libro-impuesto (BTD), coste del patrimonio.

1 Introdução

Sabe-se que a carga tributária no Brasil é bastante elevada, segundo Oliveira e Gonçalves (2013), essa elevação dos impostos impacta diretamente no caixa das empresas brasileiras, aumentando seus custos e, conseqüentemente, causando retração no lucro, e diminuindo sua competitividade no mercado. Esses aumentos consecutivos nos tributos ocorrem quando o Governo necessita de uma maior arrecadação e uma das formas que ele tem de captar recursos para financiar os objetivos sociais é através da dilatação dos impostos, afetando diretamente as empresas (Formigoni, 2008).

A governança corporativa apresenta-se com uma gama de ferramentas para serem aplicadas tanto interna como externamente nas empresas, visando diminuir e amenizar os custos, dentre os decorrentes do conflito de interesses entre agente e principal. Quando se trata de administradores e investidores, é comum esbarrar em conflitos de interesses resultantes da separação entre a propriedade e o controle do capital das firmas, a assimetria informacional e os demais problemas entre a relação de principal-agente. Em resposta a esse problema, a Teoria da Agência surge para estudar os conflitos resultantes dessa relação, buscando soluções para esse impasse (Jensen & Meckling, 1976).

Contudo, as mudanças sofridas nos últimos anos provocaram modificações nas estruturas societárias das empresas, acompanhado pelos conflitos entre controle e gestão dos empreendimentos, após a gestão ser compartilhada através do fenômeno da pulverização do capital no mercado acionário (Martin, Santos, & Dias Filho, 2004). Como uma forma de reduzir esse conflito de interesses, tem-se o gerenciamento tributário, em resposta a necessidade de se utilizar de forma eficiente, os recursos disponíveis e com ele, proporcionar uma série de mecanismos que buscam diminuir a carga tributária (Formigoni, 2008; Minnick, & Noga, 2010; Machado, 2011).

A partir do momento em que as empresas começaram a crescer, a complexidade em suas operações e transações aumentou, sendo necessária a utilização de especialistas para gerir os setores operacionais das empresas, visando à manutenção de fluxos futuros positivos (Arruda, Madruga, & Freitas Junior, 2008). Mesmo sendo necessária essa divisão, existe o conflito de interesses, pois o administrador-agente visa uma maior retenção do lucro líquido para

valorização da empresa no tempo, enquanto o acionista-principal busca que uma fatia maior desse mesmo recurso seja distribuída (Ross, 1973; Eisenhardt, 1989).

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

Na perspectiva de custo de capital e governança tributária, no âmbito internacional, foram desenvolvidas algumas pesquisas, dentre elas: Harrington e Smith (2012); Goh, Lee, Lim, e Shevlin (2016); Balakrishnan, Blouin, e Guay (2019). Contudo, não foi analisado o efeito do gerenciamento tributário em relação ao custo de capital próprio das empresas brasileiras.

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

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

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

Diante dos expostos, têm-se o seguinte problema de pesquisa: **qual a influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio das Empresas Brasileiras?** Assim, a pesquisa tem como objetivo geral analisar a influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2014 a 2018. Ainda, como objetivos específicos, têm-se: (1) calcular o *Book-Tax Differences* (BTD) das empresas brasileiras; (2) verificar quais foram as empresas brasileiras que apresentaram gerenciamento tributário; (3) apontar qual o impacto do gerenciamento tributário sobre o custo do capital próprio.

Para a literatura, a temática tributária ainda é pouco explorada no âmbito nacional. Dessa forma, essa pesquisa contribui para a expansão e consolidação do tema no Brasil. Além disso, uma vez consolidada essa relação, há possibilidade de a academia explorar mais a fundo a relação entre as variáveis, ampliando os debates sobre o tema, e por conseguinte, formando uma base ampla sobre o gerenciamento tributário e suas técnicas. O estudo diferencia-se ainda dos anteriores, por usar o indicador *Book-Tax Differences* (BTD) como ferramenta de identificação do gerenciamento tributário, pouco explorado até então, e espera-se que as boas práticas do gerenciamento tributário apresentem influência sobre o custo de capital próprio,

apresentando assim, uma relação negativa, ou seja, quanto maior o gerenciamento para redução dos tributos, menor o custo exigido pelos investidores de capital na organização.

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

2 Revisão da Literatura

2.1 Governança Tributária

Elisão fiscal, administração tributária, planejamento tributário agressivo, *tax management* e gerenciamento tributário, são tratados como sinônimos de governança tributária por diversos autores, tais como Desai e Dharmapala (2008), Formigoni *et al.* (2009), Minnick e Noga (2010), Gomes (2016) e Martinez e Silva (2017). Os autores apresentados anteriormente apresentam convergência no entendimento, ao passo que tratam da mesma temática em seus trabalhos, e descrevem o assunto como sendo um mecanismo gerencial cujo fim é explorar, de forma lícita, as lacunas existentes na legislação tributária, com objetivo de aliviarem a pressão nos resultados das empresas.

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

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

2.1.1 Formas de detecção do Gerenciamento Tributário

Na literatura se encontram diversas métricas para detectar a governança tributária nas empresas, tais como *Temporary (BTD)*, *Long-run cash (ETR)*, *GAAP ETR*, *Current ETR*, *ETR Differential*, *DTAX*, *Total BTD*, *Abnormal Total BTD*, *Unrecognized Tax Benefits*, *Tax Shelter Activity* e *Marginal Tax Rate*. Essa pesquisa se limita apenas na análise do *Book-Tax Differences (BTD)*, que compreende os fatos que originaram as diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributário e dando ênfase posteriormente às descobertas da associação do BTD, como indicador de qualidade de lucro, com os resultados correntes e futuro das empresas (Hanlon, & Heitzman, 2010; Martinez, & Passamani, 2014; Gomes, 2016). A Tabela 1 apresenta as principais métricas para detecção do gerenciamento tributário.

Tabela 1

Principais métricas para detecção do gerenciamento tributário

Métrica	Fórmula	Autores
<i>Effective Tax Rates (ETR)</i>	$ETR = \frac{\text{Despesa Tributária}}{\text{Lucro antes do IR e CSLL (LAIR)}}$	Martinez e Silva (2017); Quirino <i>et al.</i> (2018).
<i>Cash Effective Tax Rate (CashETR)</i>	$\text{CashERT} = \frac{\text{Tributospg}}{\text{Lucro antes do IR e CSLL (LAIR)}}$	Quirino <i>et al.</i> (2018), Moreira e Silva (2019).
<i>Book-Tax Differences (BTD)</i>	$BTD = \text{Lucro antes do IR e CSLL (LAIR)} - \text{Lucro Tributável}$	Hanlon e Heitzman (2010); Martinez e Passamani (2014); Gomes (2016).

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

Formigoni *et al.* (2009) explicam que na literatura existem algumas definições ligadas ao *book-tax differences (BTD)*, dentre eles estão as diferenças permanentes e as diferenças temporárias. Essa classificação acontece devido à distinção existente entre a legislação societária aplicada à contabilidade financeira, e a legislação tributária para contabilidade tributária, logo, que ao passo do seu exercício, geram valores diferentes entre o resultado contábil e o resultado tributário.

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

É classificado como BTD normal ou não-discricionário (NBTD) quando houver inconsistências entre as normas contábeis e tributárias e a regulação for aplicada sem oportunismo. Reconhecendo os incentivos existentes que administradores possuem para gerenciar os números tributários e contábeis, se encontram as diferenças discricionárias ou BTD anormal. O BTD tem seu início, no evidente desalinhamento entre as normas contábeis e as normas tributárias perante o gerenciamento de resultado (Formigoni *et al.*, 2009). Para melhor visualização, na Figura 1 apresentam-se as classificações do BTD.

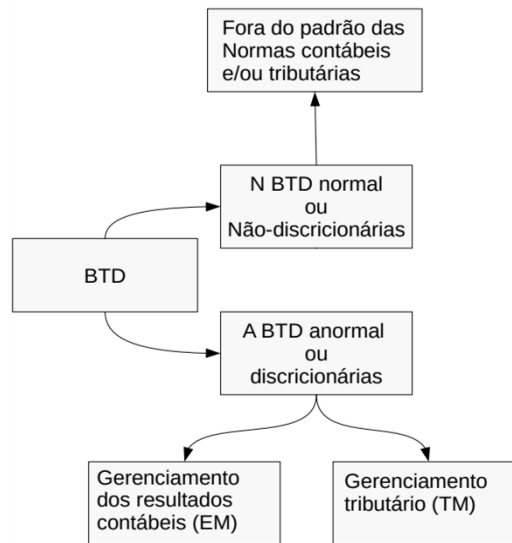


Figura 1 Classificações do *BTD*

Fonte: Adaptado de Formigoni et al. (2009).

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

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

Diante dos expostos, esta pesquisa utilizará o *Book-TaxDifferences* (BTD) como métrica de identificação do gerenciamento tributário, pois este também é utilizado como uma das formas de mensurar a agressividade fiscal (Dumbar, Higgins, Phillips, & Plesko, 2010).

2.2 *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) foi um modelo econômico desenvolvido por William Sharpe (1964) derivado dos achados de Harry Markowitz (1952), no qual busca analisar simultaneamente as variáveis de risco e retorno de um investimento, aliado à rentabilidade ou retorno esperado do negócio, tendo variações na proporção direta do indicador de risco de mercado. É o método de precificação de ativos que visa representar o custo de capital próprio, sendo o mais utilizado pelo mercado; no CAPM, o retorno previsto de um investimento será diretamente proporcional ao β (beta), o indicador de risco de mercado (Breedem, 2005).

Segundo Salmasi e Martelanc (2009) o custo de capital próprio em essência não é facilmente mensurado, por isso a necessidade de uma métrica que em forma de taxa reflita esse custo, facilitando assim o entendimento para os *stakeholders*. O custo de oportunidade faz parte

das variáveis do estudo, que busca verificar se o retorno oferecido por múltiplas alternativas distintas de aplicação, coloca-se a relevância de considerar o grau de risco que envolve cada opção à disposição; o simples confronto de resultados no tocante aos retornos esperados em cada opção torna a avaliação imperfeita (Goulart, 2002).

Existem críticas quanto ao modelo do CAPM; dois exemplos são quanto à escolha do valor do prêmio de risco que será utilizado para o cálculo do retorno esperado do índice de mercado e o cuidado para que seja utilizada corretamente a taxa livre de risco, pois esse valor compõe o modelo para que seja calculado o custo de capital próprio. Apesar das críticas, o modelo é quase um consenso na avaliação econômica (Assaf Neto, Lima, & Araújo, 2008). A Tabela 2 expõe sobre a composição do CAPM.

Tabela 2
Composição do Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Dados	Variável	Proxy
CAPM	B	Risco Beta da ação
	R_e	Retorno esperado da ação
	R_f	Taxa livre de risco (Títulos públicos)
	R_{em}	Retorno médio esperado da carteira de mercado – SELIC
	$(R_{em} - R_f)$	Diferença entre o retorno médio esperado da carteira de mercado e taxa livre de risco.

Fonte: Adaptado de Kroenke, Lunardi, Vergini e Hein (2017).

O modelo do CAPM é representado conforme fórmula a seguir:

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

Onde:

R_e : custo de capital próprio;

R_f : taxa livre de risco;

β : beta da ação;

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

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

No Brasil, são utilizadas usualmente três taxas que representam “livre risco” para estimar o custo de capital próprio pelo CAPM, que são o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), títulos do governo federal e o retorno da Caderneta de Poupança (Silveira, Barros, & Fama, 2003).

2.3 Estudos Anteriores

Trabalhos internacionais desenvolvidos anteriormente relacionaram temas como o custo de capital, governança corporativa, rentabilidade, transparência corporativa, que tratam de

características das empresas, estrutura de capital, com a adoção da temática de gerenciamento tributário.

Desai e Dharmapala (2008) relacionaram o sistema tributário com a governança corporativa, ao passo que delinearão pesquisas já realizadas sobre a interseção dos temas. Os referidos autores apresentam que o sistema tributário pode mitigar ou ampliar vícios decorrentes de práticas de governança corporativa, e que a natureza do ambiente de governança pode influenciar a natureza e as consequências do sistema tributário. Foi concluído que a literatura tem negligenciado como o gerenciamento tributário pode interagir com os vários mecanismos que surgiram, com o intuito de minimizar problemas de governança e o seu impacto no controle empresarial em geral.

Harrington e Smith (2012) buscaram desmembrar a estrutura de capital das empresas, relacionando-a com a supressão fiscal, ao utilizarem como base de mensuração a *proxie* de Dyreng *et al.* (2008) e regressão múltipla *cross-section*. Os autores chegaram a conclusão que a estrutura de capital das empresas pesquisadas, que possuem um gerenciamento robusto de seus tributos, possui parcialmente mais dívidas.

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

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

Goh *et al.* (2016) procuraram em sua pesquisa, elucidar a relação entre a evasão fiscal e o custo de capital das empresas no período de 1993 a 2010, levando em conta formas menos agressivas de planejamento tributário, através da regressão múltipla. Encontraram como resultado a exigência de investidores de ações por uma menor taxa de retorno esperada (expectativa) devido aos efeitos positivos do fluxo de caixa gerado pelo gerenciamento tributário/evasão fiscal realizado pelas empresas. Os resultados ainda apontaram uma aceitação ainda maior, quando o monitoramento das empresas é realizado por uma fonte externa; empresas com informações de boa qualidade e que mantêm maiores benefícios com redução de impostos. A constatação de que a evasão fiscal está associada à um menor custo de equidade, sugere que o planejamento tributário é uma atividade de valorização que os investidores apreciam.

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

Formigoni *et al.* (2009) objetivaram analisar o gerenciamento de resultado contábil e/ou gerenciamento de tributos como uma forma de explicarem a diferença entre o resultado contábil e o resultado tributável. Utilizaram como forma de mensurar a relação entre o gerenciamento

tributário e de resultados contábeis o BTB e os modelos econométricos KS (1995) e Pae (2005), e para tratarem todos os dados, fizeram uso do método de regressão múltipla e correlação. A pesquisa de caráter descritivo-exploratório foi baseada em uma amostra de 46 empresas listadas na antiga Bolsa de Valores de São Paulo, constatando-se que as métricas utilizadas não encontraram relação entre os gerenciamentos tributário e contábil que justifiquem a diferença entre o resultado contábil e o resultado tributável, mas reforçaram a necessidade da continuidade das pesquisas, visando à qualidade da informação contábil para a área de planejamento tributário, tendo em vista as altas cargas praticadas no Brasil e os efeitos na tomada de decisão dos *stakeholders*.

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

Gomes (2016) buscou analisar as características da governança corporativa e sua relação com o desempenho das empresas. Apresentou aspectos de como a independência e composição do Conselho de Administração e a remuneração da diretoria executiva, contribuíram para o gerenciamento tributário das empresas brasileiras. Aliado a isso, o estudo também se propôs a observar a gestão tributária de anos anteriores, considerada reflexos em gestões subsequentes. O estudo realizou os achados através do cálculo da ETR, *CashETR*, BTB e do modelo de regressão com dados em painel em uma amostra de 355 empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2001 a 2014. Os resultados confirmaram que a remuneração variável paga aos executivos pode ser considerada como característica que influencia o gerenciamento tributário nas firmas brasileiras, e que a gestão tributária anterior reflete na gestão tributária futura.

Martinez e Silva (2017) confirmaram que no custo da dívida das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA entre o período de 2009 a 2014, através da aplicação de regressão múltipla com dados em painel com efeitos fixos, houve a influência da agressividade fiscal. O trabalho revelou que empresas menos agressivas têm como resultado um maior custo da dívida. Os achados demonstraram que credores analisam o nível de planejamento tributário das companhias para avaliarem o custo da dívida.

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

3 Procedimentos Metodológicos

3.1 Caracterização e amostra da pesquisa

Objetivando analisar a influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2014 a 2018, a presente pesquisa classifica-se como empírico-analítica quanto aos seus objetivos, pois busca verificar a existência da relação entre variáveis (Pohlmann & Iudícibus, 2010), que especificamente, neste estudo, tem-se como variável independente e de interesse o “gerenciamento tributário” e como variável dependente o “custo de capital próprio”.

Quanto à abordagem do problema, classifica-se como quantitativa, uma vez que se utilizou de modelos econométricos, no caso, a regressão linear múltipla, para responder ao problema proposto, objetivando identificar uma relação de causa e efeito entre o gerenciamento tributário e o custo de capital próprio (Formigoni *et al.* 2009).

Quanto aos procedimentos, classifica-se como documental, tendo em vista que todos os dados utilizados foram obtidos na plataforma *Bloomberg*® e no Formulário de Referência, disponível no sítio eletrônico da B3, ou seja, dados secundários e materiais não editados (Collis & Hussey, 2005).

A população do estudo reúne todas as empresas listadas na B3 no período de 2014 a 2018, excluídas as financeiras, tendo em vista que possuem características distintas em relação às demais empresas, e também, aquelas que não dispuserem de todos os dados para o cálculo do BTM, métrica de gerenciamento tributário utilizada nesta pesquisa. Destarte, a amostra final é composta por 126 empresas, resultando em um painel balanceado formado por 630 observações.

3.2 Mensuração das variáveis e estimação do modelo

A Tabela 3 apresenta a composição das variáveis que foram utilizadas no modelo econométrico, e indica, respectivamente, o CAPM como a variável relacionada ao custo de capital próprio (variável dependente), o BTM como a variável de gerenciamento tributário (variável independente e de interesse), e ROE, Q-TOBIN, LNAT, e ALV como as variáveis de controle.

Hana Belisa Marques de Freitas, Caritsa Scartaty Moreira, Annandy Raquel Pereira da Silva, Ítalo Carlos Soares do Nascimento e Geison Calyo Varela de Melo

Tabela 3

Variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Descrição	Composição	Objetivo
CAPM	Custo de Capital Próprio	$CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$	Variável dependente que representa o custo do capital próprio
BTD	<i>Diferença total entre lucro contábil e lucro tributável</i>	$BTD = LAIR - \text{Lucro Tributável}$	Variável independente e de interesse que representa o gerenciamento tributário
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido	$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	
Q-TOBIN	Razão entre o valor da firma e o valor de reposição dos ativos das empresas	$Q\text{-tobin} = \frac{\text{Capital} + \text{Total das Dívidas} + \text{Ações preferenciais}}{\text{Total de Ativos}}$	Variáveis de controle
LNAT	Logaritmo natural do ativo total	Logaritmo natural do ativo total	
ALAV	Alavancagem Financeira	$ALAV = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	

Fonte: Adaptado de Moreira e Silva (2019).

O CAPM representa o custo de capital próprio e será utilizado como variável dependente do modelo apresentado anteriormente, e para explicá-la será utilizada a variável independente BTD como métrica de gerenciamento tributário e as variáveis de controle, que são o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), valor de mercado (QTOBIN), tamanho da companhia (LNAT) e alavancagem financeira da empresa (ALV), conforme exposto na Tabela 3.

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

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

A Tabela 4 demonstra a composição das métricas para o cálculo do BTD, ou seja, o lucro contábil, o lucro tributário e suas diferenças, e que no caso desta pesquisa será utilizado como *proxy* para o gerenciamento tributário das empresas brasileiras.

Tabela 4

Composição do Book-Tax Differences (BTD)

Variável	Composição da métrica
Lucro Contábil	Lucro antes do IR e CSLL (LAIR)
Lucro Tributável	<u>Despesa corrente com IR e CSLL</u> Alíquota Nominal de Tributos
BTD	Lucro contábil – Lucro tributário

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

Para realizar o cálculo do BTD é necessário diferenciar os dois tipos de lucro envolvidos em sua composição. Para identificar o lucro contábil considerou-se o lucro antes do IR e da

CSLL. Para o lucro tributário, foi utilizado o modelo de Passamani, Martinez e Teixeira (2012) que foi adaptado à realidade brasileira por Martinez e Ronconi (2015), cujo modelo é representado conforme a fórmula a seguir:

$$TI_{tj} = \frac{FTE_{tj}}{strt}$$

Sendo:

TI_{tj} = lucro tributário;

FTE_{tj} = despesa de IR/CSLL corrente (Provisão para IR e CSLL);

$strt$ = Alíquota Nominal do IR e CSLL. Este valor será representado pela alíquota de 34%, pois corresponde a soma da alíquota normal do IR (15%), do adicional do IR (10%) e da CSLL (9%).

Após apurados os dois lucros, com o resultado da diferença entre o lucro contábil e o tributário, obtém-se o BTM. Assim, depois de estabelecidas as métricas a serem utilizadas nesse estudo, os dados foram tabulados em uma regressão múltipla do tipo painel, que de acordo com Wooldridge (2015), a utilização desse modelo é justificada em razão das características da própria amostra, a qual possui dados em recorte transversal e de séries de tempo, ou seja, diferentes empresas foram analisadas ao longo de vários anos. Deste modo, o modelo econométrico que será utilizado nesta pesquisa pode ser sumarizado pela Equação 1, cujos procedimentos econométricos foram realizados por meio do *software* STATA 13.

$$CAPM = \alpha_0 + \beta_1 BTM + \beta_2 ROE + \beta_3 QTOBIN + \beta_4 TAMNHO + \beta_5 ALAVANCAGEM + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

A variável dependente CAPM representa o custo de capital próprio, α representa o intercepto (coeficiente linear), β_2 , β_3 , β_4 e β_5 são os coeficientes de cada variável independente, e BTM é a variável de interesse, isto é, de gerenciamento tributário, ROE, QTOBIN, TAMANHO e ALAVANCAGEM, são as variáveis de controle do modelo, e ε é o erro da regressão.

Inicialmente, foi preciso realizar testes específicos para definir qual o tipo de painel seria o mais adequado para o modelo de regressão definido. Portanto, procedeu-se com a realização de dois testes, o de Breusch-Pagan para analisar a adequação entre efeitos *pooled* versus efeitos aleatórios, e o teste de Hausman para justificar a utilização do modelo com efeito fixo ou modelo com efeito aleatório. Os resultados apresentados pelos testes (Tabela 5) indicam que o modelo de painel mais indicado foi o tipo efeito fixo.

Tabela 5*Resultado dos testes – identificação do modelo de painel*

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

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

A partir dos resultados obtidos, com o modelo de painel fixo, foi possível a realização de outros testes de especificação, que neste caso, realizou-se o teste de Wald para heterocedasticidade e testpar para avaliar a ação do tempo no modelo. Como o modelo proposto apresentou problemas de heterocedasticidade, conforme recomenda Newey-West (1987) em sua proposta, o modelo foi reestimado com correção da matriz variância-covariância, isto é, o modelo passou a ser robusto em relação a heterocedasticidade apresentada. Assim, por meio da realização dos referidos testes foi possível observar a consistência do modelo, cujo objetivo é por meio dele analisar a influência do gerenciamento tributário sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2014 a 2018.

4 Resultados e Análises

O método de regressão foi utilizado com a finalidade de apurar se o gerenciamento tributário possui alguma influência sobre o custo de capital próprio das companhias brasileiras, e os resultados podem ser visualizados na Tabela 6.

Neste trabalho utilizou-se da regressão múltipla do tipo efeito fixo, tendo como variável dependente o CAPM, que representa o custo de capital próprio, o BTM como variável independente e de interesse para o gerenciamento tributário, e o ROE, QTOBIN, LNAT e ALAV como um conjunto de variáveis de controle para retorno sobre o patrimônio líquido, valor de mercado, tamanho da companhia e alavancagem financeira da empresa, respectivamente, cujo intuito da inserção dessas variáveis de controle é de neutralizar os efeitos que possam vir influenciar a análise.

Tabela 6*Modelo de regressão da variável CAPM e variáveis explicativas*

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

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

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

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

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

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

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

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

No caso dos resultados dessa pesquisa, não houve qualquer relação entre o gerenciamento tributário e o custo de capital próprio do ponto de vista econométrico, evidenciando que independentemente de haver ou não uma redução nos fluxos de caixa provenientes de boas práticas de gerenciamento tributário, essa prática não altera o custo exigido pelos investidores na aplicação dos capitais. Relação contrária é encontrada quanto ao custo de capital de terceiros, que como apresentado por outros autores, possui relação inversamente proporcional, ou seja, quando o nível de agressividade fiscal é maior, menor é o

custo de captação desses recursos, indicando assim, que caso não haja boas práticas de gerenciamento tributário, será exigido um maior custo para a aquisição desses recursos.

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

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

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

5 Considerações Finais

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

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

Desta forma, esta pesquisa contribuiu para a consolidação dos achados de Goh *et al.* (2016) e Moreira e Silva (2019) que apresentam o CashETR como melhor métrica para o

gerenciamento tributário, tendo em vista que os resultados apresentados utilizando as variáveis ETR e BTM, demonstraram que o custo de capital exigido pelos investidores não tem relação com a agressividade fiscal das empresas.

Ressalte-se que a relação entre os dois constructos – gerenciamento tributário e custo de capital próprio – foi estudada tanto sob o enfoque teórico quanto sob o empírico, na medida em que se buscou analisar a influência que o gerenciamento exerce sobre o custo de capital próprio, contribuindo para o avanço e discussão dos debates acerca dessa relação, considerando-se a escassez de estudos nacionais acerca dessa temática, e que as pesquisas encontradas ainda são incipientes, havendo, portanto, a necessidade de maior aprofundamento no assunto.

A pesquisa avança nos campos teórico e prático, porém algumas limitações podem ser apontadas, especialmente no tocante às informações para o cálculo do BTM, fato que impossibilitou analisar uma amostra maior. Por este motivo, recomenda-se que para pesquisas futuras, a utilização do CashETR como métrica para medir o gerenciamento tributário das empresas, tendo em vista que foi a única *proxie* que apresentou relevância estatística para fins de relação com o gerenciamento tributário.

Referências

- Arruda, G. S., Madruga, S. R., & Freitas Junior, N. I. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, 1(1), 71-84. doi: <http://dx.doi.org/10.5902/19834659570>.
- Assaf Neto, A. A., Lima, F. G., & Araújo, A. M. P. (2008). Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. *Rausp Management Journal*, 43(1), 72-83.
- Balakrishnan, K., Blouin, J. L., & Guay. W. R (2019). Tax Aggressiveness and Corporate Transparency. *The Accounting Review*, 94(1), 45-69. doi: <https://doi.org/10.2308/accr-52130>.
- Breeden, D. T. (2005). An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities. In: *Theory of valuation*, 53-96. doi: https://doi.org/10.1142/9789812701022_0003.
- Collis, J. & Hussey, R. (2005). *Pesquisa em administração*. 2.ed. Porto Alegre: Bookman.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2008). Tax and corporate governance: an economic approach. In: *Schön W. (eds) Tax and Corporate Governance. MPI Studies on Intellectual Property, Competition and Tax Law*, 3, Springer, Berlin, Heidelberg.
- Dumbar, A., Higgins, D. M., Phillips, J. D., & Plesko, G. A. (2010). What do Measures of Tax Aggressiveness Measure? Proceedings of the National Tax Association Annual Conference on Taxation, 103(18), 18-26.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74. doi: <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>.

Formigoni, H. (2008). *A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras*. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

Formigoni, H., Antunes, M. T. P., & Paulo, E. (2009). Diferença entre o Lucro Contábil e Lucro Tributável: uma análise sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento Tributário nas companhias abertas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 6(1), 44-61. doi: <https://doi.org/10.15728/bbr.2009.6.1.3>.

Goh, B. W., Lee, J., Lim, C. I., & Shevlin, T. J. (2016). The effect of corporate tax avoidance on the cost of equity. *The Accounting Review*, 9(6), 1647-1670. doi: <https://doi.org/10.2308/accr-51432>.

Gomes, A. (2016). Características da Governança Corporativa como Estímulo à Gestão Fiscal. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), 149-168. doi: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201500750>.

Gonçalves, R., Medeiros, O., Niyama, J., & Weffort, E. (2013). Social disclosure e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 113-124. doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200003>.

Goulart, A. M. C. (2002). Custo de oportunidade: oculto na contabilidade, nebuloso na mente dos contadores. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(30), 19-31. doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772002000300002>.

Hanlon, M. (2005). The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax differences. *The accounting review*, 80(1), 137-166. doi: <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.137>.

Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of accounting and Economics*, 50(2-3), 127-178. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002>.

Harrington, C., & Smith, W. (2012). Tax avoidance and corporate capital structure. *Journal of Finance And Accountancy*, 11, 144-165.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. doi: https://doi.org/10.1007/978-94-009-9257-3_8.

Kroenke, A., Lunardi, M. A., Vergini, D. P., & Hein, N. (2017). Influência dos Mecanismos de Governança Corporativa no Custo de Capital Próprio nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Anais da USP International Conference in Accounting*, 17.

Machado, A. P. (2011). A verdadeira alíquota dos tributos incidentes sobre os lucros das empresas brasileiras. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 35.

Martin, N., Santos, L., & Dias Filho, J. (2004). Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(34), 07-22. doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772004000100001>.

Martinez, A. L., & Passamani, R. R. (2014). Book-tax differences e sua relevância informacional no mercado de capitais no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(2), 20-37.

Martinez, A. L., & Ronconi, L. B. (2015). Conteúdo Informativo do Lucro Tributável em Relação ao Lucro Contábil no Brasil - Antes e Após o Regime de Transição Tributária (RTT). *Contabilidade Vista & Revista*, 26(1), 35-56.

Martinez, A. L., & Silva, R. F. (2017). Agressividade Fiscal e o Custo de Capital de Terceiros no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 240-251. doi: <https://dx.doi.org/10.18028/rgfc.v7i1.2904>.

Moreira, C. S., & Silva, M. C. (2019). O efeito da governança tributária sobre o custo de capital das empresas brasileiras. *Revista Científica Hermes*, 23, 3-27. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3540164>.

Minnick, K., & Noga, T. (2010). Do corporate governance characteristics influence tax management? *Journal of corporate finance*, 16(5), 703-718. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.005>.

Newey, W. K.; & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703-708. doi: <https://doi.org/10.2307/1913610>.

Oliveira, R. R. F., & Gonçalves, M. (2013). A importância do planejamento tributário para as empresas. *Revista Científica da Faex*, 2(3), 36-44.

Passamani, R., Martinez, A. L., & Teixeira, A. (2012). The Value Relevance of Book-Tax Differences in Brazil. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139429>.

Pohlmann, M. C., & Iudícibus, S. (2010). Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 21(53), 1-25. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772010000200002>.

Quirino, M. C. O., Moreira, C. S., Melo, C. L. L. M., & Mól, A. L. R. (2018). Governança Tributária e o Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. *Anais da USP International Conference in Accounting*, 18.

Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.

Salmasi, S. V., & Martelanc, R. (2009). Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(1), 101-117.

Hana Belisa Marques de Freitas, Caritsa Scartaty Moreira, Annandy Raquel Pereira da Silva, Ítalo Carlos Soares do Nascimento e Geison Calyo Varela de Melo

Scholes, M. S., Wilson, G. P., & Wolfson, M. A. (1992). Firms' responses to anticipated reductions in tax rates: The Tax Reform Act of 1986. *National Bureau of Economic Research*.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.

Silveira, A. D.M., Barros, L. A. B., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3). doi: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>.

Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: a modern approach*. (6th ed.). Boston: Cengage Learning.