

---

# Análise da relação de dependência entre proxies de governança corporativa, planejamento tributário e retorno sobre ativos das empresas da BM&FBOVESPA

## Analysis of dependence of relationship between corporate governance proxies, tax planning and return on assets of companies of BM&FBOVESPA

SAMUEL POTIN\*  
VITOR CORRÊA DA SILVA\*\*  
DONIZETE REINA\*\*\*  
ALFREDO SARLO NETO\*\*\*\*

### RESUMO

As leis tributárias do Brasil são complexas, a carga tributária das empresas é considerada uma das mais altas dentre outros países e estudos apontam que os tributos influenciam nas tomadas de decisões das empresas, bem como que os *stakeholders* possuem interesse na diminuição de pagamentos em impostos e ampliação do valor da empresa. Este trabalho tem por objetivo analisar a relação de dependência entre os segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, o planejamento tributário e o retorno sobre ativo. A pesquisa é quantitativo-descritiva, sob a ótica de um estudo de relação de variáveis, e foi realizada por meio do uso da técnica multivariada de análise de correspondência (ANACOR). Adotou-se como *proxies* de teste: Planejamento Tri-

---

\* Mestrando em Ciências Contábeis. Universidade Federal do Espírito Santo. Av. Fernando Ferrari, n° 514, Goiabeiras. Vitória – ES. potinsamuel@gmail.com. (27) 9 9619-2552.

\*\* Doutorando em Administração de Empresas. Universidade Federal do Espírito Santo. Av. Fernando Ferrari, n° 514, Goiabeiras. Vitória – ES. vitor\_correa@msn.com. (27) 9 9916-8024

\*\*\* Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina. Professor Assistente da Universidade Federal do Espírito Santo. Av. Fernando Ferrari, n° 514, Goiabeiras. Vitória – ES. dreina2@hotmail.com. (27) 4009-2602.

\*\*\*\* Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo. Professor Adjunto da Universidade Federal do Espírito Santo. Av. Fernando Ferrari, n° 514, Goiabeiras. Vitória – ES. supersarloneto@gmail.com. (27) 4009-4444.

butário; Segmentos de Governança Corporativa e Retorno sobre o Ativo ROA (Dados *Comdinheiro*). Como resultados destacam-se: existe relação entre planejamento tributário e retorno sobre ativo, empresas que praticam planejamento tributário agressivo se relacionam com ROA baixo, empresas que praticam planejamento tributário moderado se relacionam com ROA alto. Quanto à governança corporativa com planejamento tributário e retorno sobre o ativo, não foi possível descrever alguma relação.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Planejamento Tributário (ETR). Retorno Sobre Ativo (ROA). Análise de Correspondência (ANACOR).

## ABSTRACT

The tax laws of Brazil are complex, the tax burden of companies is considered one of the highest among other countries and studies show that taxes influence the decision making of enterprises and that stakeholders have an interest in reducing payments on taxes and expansion the company's value. This work aims to analyze the relationship of dependence between the segments of corporate governance of BM & FBOVESPA, tax planning and return on assets. The research is quantitative-descriptive, from the perspective of a study variable ratio, accomplished through the use of multivariate technique of correspondence analysis (ANACOR). It was adopted as test proxies: Tax Planning; Segments Corporate Governance; and Return on Assets ROA (Comdinheiro Data). As a result: there is a relationship between tax planning and return on assets; companies practicing aggressive tax planning are related to low ROA; companies who practice moderate tax planning are related to high ROA; and corporate governance with tax planning and return on assets was not possible to describe any relationship; among other results.

**Keywords:** Corporate Governance; Tax Planning (ETR); Return on Assets (ROA); Correspondence Analysis (ANACOR).

## 1. INTRODUÇÃO

A legislação tributária brasileira é complexa e dinâmica e o crescente aprimoramento e uso da tecnologia por parte do governo têm feito as empresas organizarem seus negócios com adequado planejamento tributário. A carga tributária das empresas no Brasil

é considerada uma das mais altas do mundo e para que elas cumpram todas as obrigações fiscais o seu planejamento e organização tornam-se essenciais, tanto para se evitar possíveis entraves com os entes tributantes, como para permitir uma redução dos custos com tributos. (AMARAL, 2011a; AMARAL, 2011 b; CASTRO; FLACH, 2013; GOMES, 2012).

Essas medidas devem ser constantes e, como afirma Graham (2003), os tributos também influenciam nas tomadas de decisões das empresas, especialmente quanto às políticas de investimentos e financiamentos. Nesse contexto, Hanlon e Slemrod (2007) expõem que os acionistas têm interesse em diminuir o pagamento dos impostos para, desse modo, aumentar o valor da empresa. Assim sendo, tanto a governança corporativa como o planejamento tributário têm objetivos comuns, que é maximizar o valor da organização por meio do aumento do seu desempenho.

Silveira (2010) define a governança corporativa como o conjunto de mecanismos que direcionam as decisões tomadas para maximizar o valor do negócio e o retorno dos acionistas em longo prazo. Nessa linha de raciocínio, Vieira et al. (2011) afirmam que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribui tanto para a otimização do desempenho empresarial quanto para a *performance* no mercado de capitais. Assim, na literatura observa-se uma tendência de relação entre essas variáveis.

Diante disto, a questão motivadora deste estudo é: quais as relações de dependência entre as *proxies* de planejamento tributário, retorno sobre ativo e governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA? Para atingir o questionamento proposto, o presente trabalho tem por objetivo analisar a relação de dependência entre os segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, o planejamento tributário e o retorno sobre ativo das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Dessa forma, justifica-se o presente trabalho sob a perspectiva de que ele tende a contribuir para a comunidade científica abordando um assunto que não traz consenso entre os pesquisadores e busca preencher lacunas apresentadas por estudos anteriores. Ademais, este trabalho se notabiliza por não enfrentar problemas como a endogeneidade e a causalidade reversa, presentes em muitos estudos

que buscam encontrar relação entre governança corporativa e outras variáveis por meio de técnicas econométricas. (SILVEIRA, 2010).

Após essa seção de caráter introdutório, a próxima trata do referencial teórico em que serão abordadas questões da governança corporativa, planejamento tributário, formas de detecção do gerenciamento tributário e o índice de rentabilidade do retorno sobre o ativo (ROA). Na seção três são descritas as técnicas estatísticas e metodológicas do estudo e na seguinte, apresentados e discutidos os resultados da pesquisa. A seção cinco traz as conclusões e recomendações para futuros estudos e, por fim, as referências.

## **2. PLATAFORMA TEÓRICA**

### ***2.1 Teoria da Agência e Governança Corporativa no Brasil***

Berle e Means (1932) são considerados os primeiros a discutirem as vantagens e desvantagens da separação entre propriedade e controle, indicando que o poder dos gestores em corporações com propriedade diluída é maior, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse e não na conveniência dos acionistas. A perspectiva é que os acionistas, distantes do controle das empresas, tinham que se assegurar que as decisões dos gestores, a quem outorgavam poder, estavam alinhadas com seus interesses (acionistas). Dessa relação conhecida como agente-principal surge o objeto de estudo da Teoria da Agência.

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling (1976) como um contrato, de forma que uma ou mais pessoas (principal) empregam alguém (agente) para tomar as decisões necessárias à empresa em seu nome com o devido poder concedido a ele. Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), se ambas as partes tendem a maximizar seus benefícios então provavelmente o agente (administrador) nem sempre irá agir no melhor interesse do principal (acionistas). Ainda nessa perspectiva, Gitman (2002) afirma que o problema de agência é a possibilidade de os administradores colocarem suas conveniências à frente dos objetivos da empresa, prejudicando, dessa forma, os acionistas.

Contribuindo com tais reflexões, Lopes e Martins (2005) entendem que não há conflito de interesse na firma clássica, mas a

situação se altera com o surgimento da corporação moderna, na qual propriedade e controle são separados, aparecendo a possibilidade dos conflitos de interesse entre principal e agente, ou até mesmo entre administradores de níveis diferentes.

Na tentativa de mitigar esses conflitos entre as partes via incentivos, monitoramentos, controle e divulgações, entre outros, Jensen e Meckling (1976) afirmam que surgem os custos de agência, definidos por eles como a soma das despesas de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente com as despesas de monitoramento por parte do principal, somadas ainda as despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente e com a perda residual.

Complementando essas questões, La Porta et al. (1997) afirmam que diferente dos conflitos de agência que as empresas dos EUA enfrentam, devido à sua estrutura de propriedade – capital aberto e propriedade dispersa entre vários acionistas –, muitos países lidam com outros embates de interesses, pois em geral há grande concentração de controle das companhias. Nessa linha, Andrade e Rossetti (2004) trazem nova abordagem ao conceito afirmando que as divergências também ocorrem na relação entre os acionistas majoritários e minoritários e não apenas na relação proprietário-gestor. Silveira (2010) afirma que no Brasil, assim como na maioria dos países emergentes, as companhias se caracterizam por grande concentração acionária e pela presença de um acionista majoritário bem definido, e em decorrência disso o maior conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e minoritários.

Em suma, a discussão em torno do tema governança corporativa ganha cada vez mais força devido à necessidade de superar os conflitos de agência. A governança corporativa, portanto, está relacionada à gestão de uma organização e torna-se interessante aos administradores quando eles percebem que suas boas práticas contribuem para resolver as diversas disputas de interesses, diminuindo os custos de agência. (VIEIRA et al., 2011). Há de se ressaltar que, conforme Iudícibus e Martins (2010), o profissional contábil necessitará mais do que uma técnica refinada para sobreviver em meio a esses conflitos de interesses.

Segundo Silveira (2010), a expressão governança corporativa é recente no Brasil, começando a ser usada somente a partir do final da década de 1990. Uma prova disso é que o atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), organização pioneira dedicada ao tema, foi fundado em 1995 sob a denominação Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCD). Nos últimos anos, a governança corporativa tornou-se uma área de estudo com diversas abordagens. Uma das maiores preocupações e interesses de todos os participantes da economia do mercado é garantir a aderência dos principais atores da economia a códigos de conduta estabelecidos, na medida em que por meio desses são utilizados mecanismos que tentam reduzir ou eliminar os conflitos de interesse.

Em dezembro de 2000 foi realizado o lançamento oficial na Bolsa de Valores de São Paulo, atual BM&FBOVESPA, com os segmentos especiais de listagem: Níveis Diferenciados (Nível I e Nível II) e Novo Mercado. Os segmentos apresentavam maiores exigências no que se refere às práticas de governança corporativa em relação às demais empresas da bolsa e, além disso, a adoção era voluntária. Essa segmentação visava separar as companhias em função do nível de adesão de boas práticas de governança corporativa.

Essa iniciativa trazia ainda a alternativa de transição gradual para as companhias que já possuíam capital aberto e respeitava o posicionamento estratégico de cada empresa. Na visão de Aguiar, Corrar e Batistella (2004), a Bolsa de Valores de São Paulo criou esses segmentos com dois objetivos principais: diminuir a assimetria informacional e reduzir o custo de capital das empresas que aderissem às regras. O Quadro 1 a seguir mostra de forma resumida os critérios de listagem das companhias em cada segmento.

## QUADRO 1: Segmentos Governança Corporativa

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação ( <i>free float</i> )	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN (a partir de 10/5/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	

Fonte: BM&FBOVESPA (2016).

As principais características do segmento Nível 1 são as práticas adicionais de liquidez das ações e *disclosure* que as empresas devem possuir; já o segmento Nível 2 caracteriza-se por exigir que as empresas possuam práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e conselho de administração e o Novo Mercado é semelhante ao Nível 2, porém diferencia-se pela necessidade de somente emitir ações com direito a voto. (DALMÁCIO *et al.*, 2013).

## **2.2 Planejamento Tributário**

O planejamento tributário também é conhecido como governança tributária, gerenciamento tributário, *Tax Management*, elisão fiscal, apenas para citar alguns. Esses termos são definidos como procedimentos adotados pelos gestores com propósito de reduzir a carga tributária da empresa, a partir de qualquer medida lícita. (ARMSTRONG *et al.*, 2011; FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009; TANG, 2005; GONCHAROV; ZIMMERMANN, 2005; GOMES, 2012).

Assim sendo, o planejamento tributário busca amparo nas leis para postergar ou diminuir o valor dos tributos, podendo dessa forma melhorar seu desempenho e valor de mercado. (MACHADO, 2011). Na visão de Desai e Dharmapala (2006), o gerenciamento tributário é uma transferência legal dos recursos do Estado para as empresas com intuito de aumentar o seu desempenho, por meio da redução de despesas tributárias. Em função disso, vários pesquisadores têm mostrado que o gerenciamento tributário é atividade de valor perante os acionistas. (BANKMAN, 1998; GRAHAM; TUCKER, 2006; DESAI; DHARMAPALA, 2007; FRANK *et al.*, 2009; WILSON, 2009).

Segundo Scholes e Wolfson (1992), para o gerenciamento tributário ser eficiente devem-se analisar as implicações tributárias das partes envolvidas na transação, os tributos explícitos ou implícitos e os custos envolvidos na questão. Ainda segundo esses autores, aumentar o desempenho das empresas e, por conseguinte maximizar do valor da empresa, é mais importante do que diminuir sua carga tributária. Também nessa linha, Zimmerman (1983) e Hanlon e Slemrod (2007) destacam que grandes empresas, por causa do custo político, preferem não gerenciar agressivamente seus tributos. Porém, Minnick e Noga (2010) afirmam que elas não ignoram esses benefícios do planejamento tributário.

Existem duas formas mais difundidas para se identificar o planejamento tributário nas empresas, são elas: taxa efetiva (*Effective Tax Rates* – ETR) e sua variação, taxa efetiva de dez anos (*Cash Effective Tax Rate* – CashETR), e diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável (*Book-Tax Differences*–BTD).

Visto que no contexto brasileiro o trabalho de Formigoni, Antunes e Paulo (2009) não encontraram relação entre o BTD e o planejamento tributário, e ainda que Piqueras (2010) identificou baixa correlação entre as BTDs anormais e planejamento tributário, este trabalho utiliza-se da taxa efetiva (ETR) para saber se as empresas possuem planejamento tributário e em que nível, se pouco ou muito agressivo ou sem gerenciamento tributário.

### **2.3 Taxa Efetiva do Tributo (*Effective Tax Rates* – ETR)**

Segundo Gupta e Newberry (1997), a taxa efetiva (ETR) demonstra o efeito de incentivos fiscais e gerenciamento tributário – essa taxa resume o efeito da proporção dos impostos pagos sobre o lucro em estatística. O cálculo da ETR é usado para medir o gerenciamento tributário das empresas, pois mostra a taxa efetiva dos tributos sobre o lucro (MINNICK; NOGA, 2010, ARMSTRONG et al., 2011). Neste trabalho, a ETR é calculada pela divisão da despesa com impostos (Imposto de Renda e Contribuição Social) pelo lucro antes do Imposto de Renda (LAIR), o mesmo cálculo utilizado por diversos autores. (TANG, 2005; FORMIGONI et al., 2009; MINNICK; NOGA, 2010; ARMSTRONG et al., 2011).

Essa perspectiva é criticada por alguns autores segundo os quais a ETR pode não mensurar corretamente o planejamento tributário. Nesse sentido, o Wilkie (1992) entende que a ETR é subestimada, mesmo sem o gerenciamento tributário, quando um prejuízo operacional líquido anterior é compensado com o lucro tributável de um ano lucrativo posterior. Entretanto essa circunstância não afetaria a capacidade da ETR em detectar o planejamento tributário das empresas, pois a legislação brasileira impõe limites à dedução de prejuízos fiscais, como, por exemplo, o Decreto-lei n.º. 2.341, de 1987, que dispõe sobre as regras para compensação de prejuízo fiscal.

A outra crítica é que a ETR, além do planejamento tributário feito pela empresa, incorpora também os efeitos de política de in-

centivos fiscais. (TANG, 2005). Entretanto, segundo GOMES (2012), os incentivos fiscais são uma forma de planejamento tributário, já que as empresas decidem sobre sua utilização. Assim sendo, a ETR pode ser considerada como identificadora do planejamento tributário, no qual é comparada a taxa nominal dos tributos definidos na legislação, de modo que, quando a taxa efetiva é menor do que a taxa nominal, indica a existência de planejamento tributário nas empresas – quanto menor essa taxa efetiva, maior ou mais agressivo é esse planejamento tributário. De acordo com Lammersen (2002), a ETR é uma ferramenta gerencial útil que pode ajudar os usuários (sejam eles internos ou externos) a tomar decisões, pois, como já mencionado, essas decisões devem maximizar o desempenho e valor da empresa; por exemplo, o retorno sobre o ativo (ROA) que será abordado a seguir.

## **2.4 Retorno sobre o Ativo – ROA**

Com o objetivo de medir a capacidade econômica da empresa, ou seja, o sucesso obtido a partir do capital investido, são utilizados os indicadores de rentabilidade, que, de acordo com Assaf Neto (2008), visam justamente avaliar os resultados auferidos por uma organização em relação a determinados parâmetros que melhor revelam suas dimensões. Nesse sentido, Damodaran (2004) reforça que o ROA de uma empresa mensura a sua eficiência operacional em gerar lucros a partir de seus ativos.

Na mesma linha de raciocínio, Barnes (1987) considera que os índices financeiros, entre eles o ROA, são bons indicadores de desempenho das empresas. Nos trabalhos de Tavares Filho (2006) e Campos (2006) vemos que o ROA é também usado e relacionado aos níveis de governança corporativa e à concentração acionária da empresa. De forma geral Primo *et al.* (2013) apontam que na literatura tem-se utilizado o lucro líquido no cálculo do ROE e o lucro operacional para apuração do ROA. Sobre isso, Assaf Neto (2008) defende o uso do lucro operacional no cálculo do ROA, pois este revela efetivamente o resultado gerado pelas decisões de ativos, não importando a forma de financiamento da empresa. Já o lucro líquido deve compor o ROE, pois este depende dos resultados que os ativos geram e dos financiamentos da empresa. Entretanto, como esta

pesquisa abrange decisões de planejamento tributário que envolve decisões de investimento e de financiamento da empresa, utilizou para o ROA a fórmula Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total.

## **2.5 Estudos Assemelhados**

A necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores em estruturas de empresas com propriedade pulverizadas, assim como por acionistas controladores no âmbito de estruturas de empresas concentradas (SILVEIRA, 2004).

Barth et al. (2006) relatam que melhores práticas de governança corporativa estão associadas positiva e diretamente à maior qualidade da informação contábil. Algumas pesquisas nacionais indicam que empresas com boas práticas de governança corporativas são mais valorizadas pelo mercado e apresentam também melhores desempenhos. (SILVEIRA et al., 2004; LEAL; SILVA, 2005). Na visão de Jenkins, Kane e Velury (2009), os atributos da informação contábil se relacionam com os mecanismos de governança corporativa, uma vez que asseguram a elaboração e a divulgação de informações úteis.

A governança corporativa é definida por Shleifer e Vishny (1997, p.737) como “o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Esses autores realizaram diversas pesquisas voltadas para o poder de controle nas organizações e estabeleceram fundamentos de estudo do conflito de agência.

A economia clássica estuda como a firma toma decisões para maximizar o seu lucro. Isso posto, os acionistas e proprietários devem se preocupar com um valor que represente a maximização do lucro das empresas, diretamente atrelado ao valor de mercado das ações. No entanto, surge um problema relacionado ao controle das modernas corporações, uma vez que essas não são mais gerenciadas pelos proprietários, mas, sim, por executivos profissionais contratados para dirigir as corporações conforme os interesses dos acionistas –, mas o que pode ocorrer, na prática, é que eles maximizem a sua própria utilidade em detrimento da vantagem dos acionistas. A temática do conflito de interesses entre acionistas e executivos é

denominada na teoria de agência como problema entre principal-agente. (JENSEN; MECKLING, 1976).

Essas reflexões são enriquecidas com os esclarecimentos de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998), que destacam também os incentivos existentes para a expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores, entre os quais destaca-se a facilidade de se manter no controle em países cuja proteção dos acionistas é baseada no direito civil, ou *civil law*. As melhores práticas de governança corporativa possuem ainda por objetivo mitigar esse conflito de interesses.

No que concerne à visão de um sistema integrado de relações entre os *stakeholders*, os diversos agentes econômicos que interagem com uma organização empresarial, os autores Shleifer e Vishny (1997) sustentam ainda que a governança corporativa trata do conjunto de relações entre a direção da empresa, seus acionistas, conselheiros de administração e demais partes interessadas e estabelece os caminhos pelos quais os fornecedores de capital das corporações asseguram o retorno de seus capitais. Dalmácio et al. (2013) analisam justamente o quão as práticas diferenciadas de governança corporativa podem servir para que as previsões dos analistas se aproximem do resultado efetivo da empresa. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa aparece como alternativa para reduzir as imperfeições informacionais, já que nesse caso a própria empresa busca sinalizar para o mercado seu compromisso com a qualidade, confiabilidade e abertura das informações disponibilizadas.

Para Silveira (2004) a definição (como forma de entendimento da governança) de governança corporativa tem ligação com problemas relacionados a agência, assim como, tem relação quanto aos mecanismos a serem utilizados na mitigação desses problemas de agência.

O autor destaca ainda, que a minimização dos prejuízos interpostos no conflito de interesses entre fornecedor de recursos e tomador de decisão depende de mecanismos internos e externos aos quais no conjunto fazem parte da governança corporativa (SILVEIRA, 2004).

Portanto, é possível sintetizar que governança corporativa no âmbito societário consiste em um processo que visa garantir o correto relacionamento entre credores, acionistas minoritários,

acionistas controladores e gestores de uma empresa, maximizando, dessa forma, o seu valor e o retorno aos acionistas. Terra e Lima (2006) afirmam que o desafio da governança corporativa consiste em estabelecer mecanismos que alinhem, efetivamente, os interesses dos diversos atores envolvidos nas corporações, sejam eles acionistas, gestores, empregados, credores ou outros. A convergência desses interesses objetiva, em última análise, a maximização da riqueza dos acionistas. O ambiente institucional no qual as empresas estão inseridas molda o seu sistema de governança corporativa. (TERRA; LIMA, 2006). Nessa perspectiva, Shleifer e Vishny (1997) constataam que os distintos modelos de governança corporativa ao redor do mundo têm relação direta com o grau de evolução do sistema financeiro e legal. Os autores evidenciaram que, em países menos desenvolvidos, as práticas de governança são quase inexistentes.

Diante dos problemas e incertezas apresentados, aparecem as grandes agendas de pesquisa sobre os aspectos da governança corporativa. Dentre elas estão: os incentivos aos executivos, a influência dos acionistas controladores (GORGA, 2008; FAN; WONG, 2002), a configuração (composição e tamanho) dos conselhos de administração (HERMALIN; WEISBACH, 2003; VAFEAS, 2000) e os direitos dos acionistas. Nos estudos de governança corporativa parte-se do pressuposto de que todos esses aspectos ajudam a determinar o desempenho e o valor da firma.

### **3. ASPECTOS METODOLÓGICOS DA PESQUISA**

A presente investigação pode ser classificada como quantitativo-descritiva, caracterizando-se como um estudo de relações de variáveis. Ela busca descrever a relação entre variáveis num determinado momento sob uma precisão e um controle estatístico. (LAKATOS; MARCONI, 2010). A pesquisa teve por objetivo identificar a relação de dependência entre os diferentes segmentos de governança corporativa e planejamento tributário, segmentos de governança corporativa e retorno sobre ativos, e por último, planejamento tributário e retorno sobre ativos.

A população deste trabalho é composta por todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA, exceto as financeiras, pois possuem alíquota CSLL de 15%, diferente das demais, que é de 9%, além de ado-

tarem procedimentos contábeis inerentes a esse setor, especialmente na apuração do lucro. Para realizar este trabalho foi selecionada uma amostra da seguinte forma: a base de dados utilizada neste estudo foi gerada a partir de informações contidas na ferramenta do site *Comdinheiro*. Adotou-se para a coleta das variáveis o último dia do mês de dezembro de 2013, em função de ter-se um ano inteiro para análise, já que 2014 ainda não havia fechado, além do fato de se ter considerado também as classes de ações (preferencial ou ordinária) mais líquidas de cada organização no período analisado, para que assim não houvesse duplicidade de observações sobre uma mesma empresa no período definido. Foram excluídas as companhias que não apresentaram todos os dados necessários para os devidos cálculos, ficando a amostra final com 207 empresas. As variáveis foram analisadas no *software Excel* e as regressões econométricas, geradas pelo *software SPSS*.

Para atingir o objetivo proposto fez-se uso da técnica multivariada de análise de correspondência (ANACOR), que permite avaliar a relação de dependência entre as categorias de duas variáveis qualitativas por meio do teste de independência do qui-quadrado ( $\chi^2$ ). O teste relaciona as categorias das variáveis qualitativas numa tabela de contingência  $r \times c$ , sendo que “ $r$ ” é igual ao número de linhas e “ $c$ ”, ao número de colunas. A partir dessa tabela, o valor das frequências observadas para cada célula é comparado com o valor das frequências esperadas, de maneira que caso este seja discrepante, a estatística do qui-quadrado ( $\chi^2$ ) irá rejeitar a hipótese nula do teste, indicando que há uma relação (dependência) entre as categorias das variáveis. (FÁVERO *et al.*, 2009; LEVINE *et al.*, 2012).

O teste de independência do qui-quadrado ( $\chi^2$ ) possui como hipótese nula a independência das variáveis, ou seja, que elas combinam-se de forma aleatória. Caso seja identificada a relação de dependência, a ANACOR fornecerá um mapa perceptual em que é possível visualizar as categorias das variáveis que se associam pela proximidade dos pontos que representam essas categorias no mapa. (FÁVERO *et al.*, 2009).

A respeito de possíveis problemas de acurácia do teste de independência do qui-quadrado ( $\chi^2$ ) na identificação das relações entre as variáveis, Levine *et al.* (2012) salientam que embora haja algumas

controvérsias entre os estatísticos, caso nenhuma célula na tabela de contingência apresente frequência observada menor do que 1 já é possível considerar como boa a acurácia do teste. O presente trabalho alcançou essa condição em todos os casos.

Adotou-se nesta pesquisa o retorno sobre o ativo (ROA) como avaliação de desempenho, taxa efetiva do tributo (*Effective Tax Rates* – ETR) para medida de planejamento tributário e os níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA para governança corporativa por se entender que são medidas que podem ser utilizadas para comparar empresas de um mesmo setor, ou para comparações entre diferentes setores, e também, por serem facilmente encontrados.

Como *proxy* para o planejamento tributário de cada empresa foi utilizada a taxa efetiva de tributos (ETR), normalmente empregada na literatura para medir o planejamento tributário (MINNICK; NOGA, 2010, ARMSTRONG et al., 2011). Como *proxy* para os segmentos de governança corporativa da pesquisa foram usados os três níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), juntamente com o segmento Bolsa Tradicional, totalizando quatro segmentos distintos de governança corporativa. Essa abordagem já foi empregada em outros trabalhos, como o de Sarlo Neto (2009) e Dalmácio et al. (2013). Para o cálculo do retorno sobre o ativo (ROA) é dividido o lucro líquido pelo Ativo Total, valor fornecido pela ferramenta disponível no site do *Comdinheiro*.

Após a coleta da amostra, cada grupo de empresas foi classificado pelas suas respectivas ETR em ordem crescente. As organizações com ETR abaixo de 20% foram nomeadas de “Gerenciamento Agressivo”. As empresas com ETR acima de 20% e abaixo 34% foram denominadas de “Gerenciamento Moderado”. E as empresas com ETR acima 34% tiveram classificação de “Sem Gerenciamento”. Fez-se essa segmentação com base nas alíquotas nominais atuais dos tributos pagos sobre o lucro no Brasil, que é de 34% (15% + 10% IR e 9% CSLL). Adicionalmente, essa proposta é corroborada pelo estudo de Gomes (2012), que argumenta que empresas com ETR menores do que 34% praticam o gerenciamento tributário.

A classificação do ROA foi semelhante à feita para ETR. Após a classificação das empresas em ordem crescente a partir

do ROA, os 30% mais baixos da distribuição foram nomeados de “ROA baixo”, enquanto os 30% mais altos da distribuição, de “ROA alto”. E as organizações que ficaram com 40% de posição mediana da distribuição tiveram classificação de “ROA médio”. Analisou-se também a relação do planejamento tributário com a governança corporativa das empresas, da governança corporativa com o retorno sobre o ativo e do planejamento tributário com o retorno sobre ativos.

Embora a abordagem de categorizar variáveis métricas, como o ETR, por exemplo, tenda a promover a perda de qualidade informacional, esse tratamento oferecido pela técnica de análise de correspondência permite análise comparativa descritiva entre as proporções das empresas de diferentes níveis de governança corporativa. Ou seja, possibilita avaliar, por exemplo, se a proporção de companhias do novo mercado com ETR baixo foi estatisticamente maior do que a proporção de empresas do segmento Bolsa Tradicional com ETR alto. Sendo assim, o estudo não busca uma relação de causalidade (ou explicação) de um fenômeno, mas, apenas descrever o fenômeno. A essência da análise deste trabalho, portanto, é descritiva e não explicativa.

#### **4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

As hipóteses elaboradas e testadas para este estudo estão relacionadas a testar as relações entre Governança Corporativa (*Corporate Governance* – GC) e Taxa Efetiva do Tributo (*Effective Tax Rates* – ETR); Governança Corporativa (*Corporate Governance* – GC) e Retorno Sobre o Ativo – ROA; e Retorno Sobre o Ativo – ROA com Taxa Efetiva do Tributo (*Effective Tax Rates* – ETR). Resumidamente, ressalta-se que as hipóteses de independência de relação das variáveis GCxERT e CGxROA não foram rejeitadas, enquanto se rejeitou a hipótese de independência de relação das variáveis ETRxROA, conforme segue.

Os resultados da relação entre governança corporativa e planejamento tributário (ETR) apontaram que o teste de independência do qui-quadrado ( $\chi^2$ ) não foi significativo a 10% ( $p = 0,58$ ). Dado que não foi encontrada uma relação a partir do teste de independência do qui-quadrado ( $\chi^2$ ), não é necessário realizar a ANACOR. Assim

sendo, não é plausível descrever qualquer relação, pois essas variáveis podem estar se relacionando de modo aleatório.

No que se refere à relação entre governança corporativa e retorno sobre o ativo, novamente não foi encontrada relação significativa a 10% ( $p = 0,16$ ). Assim, não é possível rejeitar a hipótese nula de que não há associação entre as categorias.

Interessante notar que não é possível relacionar governança corporativa com planejamento tributário nem com retorno sobre os ativos a partir das *proxies* utilizadas neste trabalho. Provavelmente essas variáveis se relacionam de forma aleatória. É de se esperar que em empresas com boas práticas de governança corporativa formam-se bons conselhos administrativos capazes de tomar as melhores decisões em favor da empresa e também que levem a companhia a planejamentos tributários de tal modo a pagar menos impostos, aumentando o valor da organização, o que é de interesse dos acionistas. (GRAHAM, 2003; HANLON; SLEMROD, 2007).

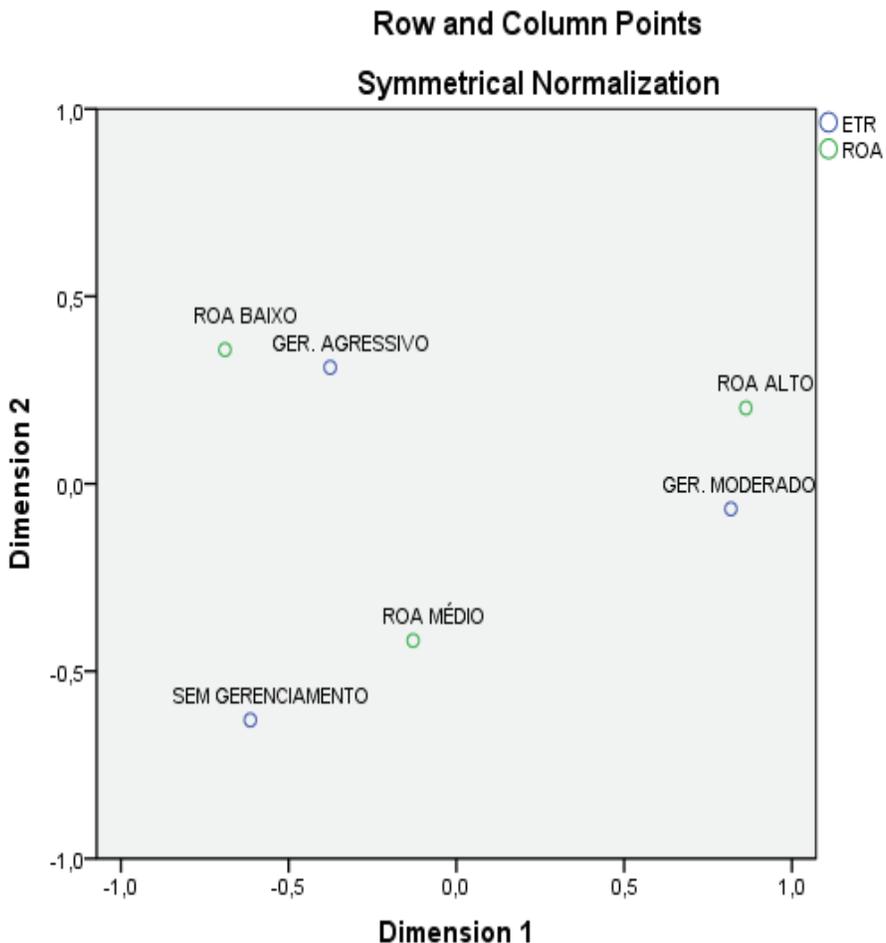
Entretanto, não é possível afirmar nenhuma relação de dependência, em especial que empresas listadas no novo mercado se associam com alto ROA. Isso contraria alguns estudos presentes na literatura, como, por exemplo, Gompers, Ishii e Metrick (2003), Klapper e Love (2004) e Silveira, Barros e Famá (2006), segundo os quais melhor governança se reflete em melhor desempenho. No entanto, soma-se ao resultado da pesquisa de Da Silva, Reis e Lamounier (2012), pois não encontraram evidências estatísticas entre o nível de governança corporativa e o processo de criação de valor para os acionistas.

Como resultados pode-se apontar que não foi possível descrever relação entre governança corporativa e planejamento tributário, nem entre governança corporativa e retorno sobre ativos, contrariando alguns estudos na literatura que apontam melhor governança, melhor desempenho. (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; KLAPPER; LOVE, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). No entanto, foi possível descrever uma relação entre planejamento tributário e retorno sobre ativo, em que empresas que praticam planejamento tributário agressivo se relacionam com ROA baixo, organizações com planejamento tributário moderado se relacionam com ROA alto, e

empresas que não optam por planejamento tributário se relacionam com ROA médio.

A partir do teste de independência do qui-quadrado ( $\chi^2$ ), foi encontrada relação significativa a 1% entre planejamento tributário (ETR) e retorno sobre ativos (ROA) ( $p = 0,00$ ). Dessa forma é possível a aplicação da ANACOR e posteriormente geração e análise do mapa perceptual, o que é mostrado na Figura 1.

**Figura 1:** ETR *versus* ROA



Fonte: Elaborada pelos autores

Conforme indicado na Figura 1, que é o mapa perceptual, as relações encontradas entre planejamento tributário e retorno sobre o ativo são: gerenciamento agressivo com ROA baixo, gerenciamento moderado com ROA alto e sem gerenciamento com ROA médio.

Nota-se que as empresas com gerenciamento moderado alcançaram mais ROA alto do que o esperado, ou seja, houve relação entre gerenciamento moderado e ROA alto. De maneira análoga, as empresas com gerenciamento agressivo estiveram claramente relacionadas com os ROA considerados como baixo, e aquelas que não praticam gerenciamento estão relacionadas com ROA médio.

Esses resultados corroboram, em parte, os estudos de Gupta e Newberry (1997) e Mills, Erickson e Maydew (1998), que identificam o efeito positivo entre essas variáveis, ou seja, menor ROA, menor ETR, assim como nesta pesquisa que menor ROA está relacionado a menor ETR (Gerenciamento Agressivo). Porém, os achados desta pesquisa mostram que maior ROA não se relaciona com maior ETR (Sem Gerenciamento).

Já esses achados, de certa forma contrariam os resultados encontrados por Castro e Flach (2013), em que se verificam correlação negativa existente entre a ETR e o ROA; entretanto a amostra da referida pesquisa continha apenas 12 empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

## 5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Esta pesquisa teve por objetivo analisar a relação de dependência entre os segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, o planejamento tributário e o retorno sobre ativo dessas empresas. Dentre as organizações listadas na BM&FBOVESPA retiraram-se as empresas financeiras, ficando a amostra final com 207 organizações. E, por meio da técnica multivariada de análise de correspondência (ANACOR), buscou-se analisar a relação de dependência entre as variáveis (*proxies*) governança corporativa, planejamento tributário e retorno sobre o ativo (quando possível).

Com os resultados encontrados não foi possível descrever alguma relação entre governança corporativa e planejamento tributário, nem entre governança corporativa e retorno sobre ativos, contrariando alguns estudos na literatura que apontam melhor governança,

melhor desempenho. (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; KLAPPER; LOVE, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006).

Entretanto, foi possível descrever uma relação entre planejamento tributário e retorno sobre ativo, em que empresas que praticam planejamento tributário agressivo se relacionam com ROA baixo, organizações que praticam planejamento tributário moderado se relacionam com ROA alto, e companhias que não praticam planejamento tributário se relacionam com ROA médio. Esse resultado, de certa maneira, contraria o resultado encontrado por Castro e Flach (2013), que verificam a correlação negativa existente entre a ETR e o ROA. Entretanto se assemelha, em parte, com os estudos de Gupta e Newberry (1997) e Mills, Erickson e Maydew (1998), que encontram efeito positivo entre essas variáveis, pois esta pesquisa encontrou que menor ROA e menor ETR (Gerenciamento Agressivo) se associam, mas não encontrou associação entre maior ROA e maior ETR (Sem Gerenciamento).

Como limitações deste estudo, destaca-se a utilização de uma única técnica estatística multivariada para descrever o fenômeno e que esta técnica necessita que variáveis métricas, como, por exemplo, os retornos dos ativos, sejam categorizadas, fator que gera certa perda de qualidade informacional. No entanto, acredita-se que para o objetivo proposto pela pesquisa, a técnica multivariada de análise de correspondência foi satisfatória.

Para pesquisas futuras sugere-se investigação utilizando simultaneamente as três variáveis por meio da Análise de Homogeneidade (HOMALS), além de se separar as empresas por setores da economia.

## REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração da USP – RAUSP*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.
- AMARAL, G. L. Governança tributária imprescindível para as empresas. *Revista Governança Tributária*, Curitiba, v. 1, n. 1, p. 14-17, 2011a.
- AMARAL, G. L. Governança Tributária na prática. *Revista Governança Tributária*, Curitiba, v. 1, n. 1, p. 10-13, 2011b.

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Atlas, 2004.
- ARMSTRONG, C. S.; BLOUIN, J. L.; LARCKER, D.F. The Incentives for Tax Planning. **Rock Center for Corporate Governance**, Stanford University Working Paper, n. 56, 2011.
- ASSAF NETO, A. **Curso de Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 2008.
- BANKMAN, J. **The new market in corporate tax shelters.** Jun. 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=103348>>. Acesso em: 13 ago. 2014.
- BARNES, P. The analysis and use of financial ratios: a review article. **Journal of Business Finance & Accounting**, [S. l.], v. 14, n. 4, p. 449-461, 1987.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M.; WILLIAMS, C. **Accounting Quality: International Accounting Standards and US GAAP.** SSRN Working paper. 2006. Disponível em: <[http://public.kenan-flagler.unc.edu/faculty/langm/bllw\\_0302.pdf](http://public.kenan-flagler.unc.edu/faculty/langm/bllw_0302.pdf)>. Acesso em: 15 jun. 2016.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property.** New York: Mac-Millan, 1932.
- BM&FBOVESPA. Segmentos de Listagem. 2016. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)>. Acesso em: 16 jun. 2016.
- CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, São Paulo, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.
- CASTRO, J. K; FLACH, L. O gerenciamento tributário relacionado ao desempenho das empresas: um estudo nas empresas listadas no nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA. In: SEMEAD Seminários em Administração, 16, 2013, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2013.
- DA SILVA, D. A.; REIS, E. M.; LAMOUNIER, W. M. O Processo de Criação de Valor para o Acionista Comparado em cada Nível de Governança Corporativa Segmentado na Bovespa: Um Estudo com as Empresas que compõem a Carteira de Ações do Índice Brasil (Ibrx 100). **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, 2012.
- DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 14, n. 5, p. 104-139, 2013.
- DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática.** Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DAMODARAN, A. **Taxation and Corporate Governance: An Economic Approach.** Apr. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=983563>>. Acesso em: 05 ago. 2014.
- DESAI, M.; DHARMAPALA, D. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 79, p. 145-179, 2006.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. **Taxation and Corporate Governance: An Economic Approach.** Apr. 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=983563](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=983563)>. Acesso em: 16 jun. 2016.
- FAN, J. P. H.; WONG, T. J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**, [S. l.], v. 33, n. 3, pp. 401-425, 2002.

- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campos Elsevier, 2009.
- FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. Diferença entre o Lucro Contábil e Lucro Tributável: Uma Análise sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento Tributário nas Companhias Abertas Brasileiras. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 6, n. 1, p. 44-61, 2009.
- FRANK, M. M. L. LYNCH, REGO, S. Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 84, n.2, p. 467-496, 2009.
- GITMAN, L, J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002.
- GOMES, A. **A influência das características da governança corporativa na gestão tributária das empresas brasileiras**. 2012. 148 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Ciências Econômicas, Belo Horizonte, 2012.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v.118, n.1, p. 107-155, 2003.
- GONCHAROV, I; ZIMMERMANN, J. **Earnings Management when Incentives Compete: The Role of Tax Accounting in Russia**, Jan. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=622640>>. Acesso em: 20 ago. 2014.
- GORGA, É. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. Apr. 2008. Disponível em: < [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1121037](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037)>. Acesso em: 16 jun. 2016.
- GRAHAM, J. R. Taxes and Corporate Finance: A Review. **Review of Financial Studies**. Oxford, v. 16, n. 4, p. 1075–1129, 2003.
- GRAHAM, J. R.; TUCKER, A. L. Tax shelters and corporate debt policy. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 81, n. 3, p. 563–594, 2006.
- GUPTA, S.; K. NEWBERRY. Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data. **Journal of Accounting and Public Policy**, [S. l.], v. 16, n. 1, p. 1-34, 1997.
- HANLON, M.; SLEMROD, J. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. **Journal of Public Economics**, [S. l.], v. 93, n. 1–2, p. 126–141, 2009.
- HERMALIN, Benjamin E. WEISBACH, M. S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, **Economic Policy Review**, [S. l.], v. 9, n.1, p.7-26. Apr. 2003.
- IUDÍCIBUS, S. MARTINS, E. **Contabilidade Introdutória**. 11. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010.
- JENKINS, D. S.; KANE, G. D.; VELURY, U. Earnings conservatism and value relevance across the business cycle. **Journal of Business Finance & Accounting**, [S. l.], v. 36, n. 9, p. 1041-1058. 2009.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, investor protection and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, Filadélfia, v. 52, n. 3, p.1131-1150, 1997.
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos da metodologia científica**. 7. ed. Atlas: São Paulo, 2010.
- LAMMERSEN, L. **The Measurement of Effective Tax Rates: Common Themes in Business Management and Economics**, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=395260>>. Acesso em: 03 ago. 2014.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-D-SILVA, A. L. **Corporate governance, value and dividend payout in Brazil and Chile**. May. 2005. Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=726261>>. Acesso em: 14 jan. 2013.
- LEVINE, D. M.; STEPHAN, D. F.; KREHBIEL, T. C.; BERENSON, M. L. **Estatística: Teoria e Aplicações usando Microsoft Excel em Português**. 6. ed. São Paulo: LTC, 2012.
- LOPES, A; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- MACHADO, A. P. A verdadeira alíquota dos tributos incidentes sobre os lucros das empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINSITRAÇÃO – ENANPAD, 35, 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Windsor Barra Hotel & Congressos, 2011.
- MILLS, L.F; ERICKSON, M. M; MAYDEW, E. L. Investments in tax planning. **The Journal of the American Taxation Association**, [S. l.], v. 20, n.1, p. 1-20. 1998.
- MINNICK, K.; NOGA, T. Do corporate governance characteristics influence tax management? **Journal of Corporate Finance**, [S. l.], v.16, p. 703-718, 2010.
- PIQUERAS, T. M. **Relação das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável (book-tax differences) e gerenciamento de resultados no Brasil**. 2010. 69 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2010.
- PRIMO, U.R.; DANTAS, J. A.; MEDEIROS, O. R.; CAPELLETTO, L. R. Determinantes da Rentabilidade Bancária no Brasil. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo, v. 10, n. 4, p. 308-323, 2013.
- SARLO NETO, A. **A relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. 189 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2009.
- SCHOLES, M.; WOLFSON, M. **Taxes and business strategy: a planning approach**. Engewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1992.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, Filadélfia, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e a relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250 f. Tese (Doutorado) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres BC de; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, et. al.. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP – RAUSP**. São Paulo, v.39, n.4, p.362-372, out./nov./dez. 2004.

TANG, T. Y. H. **Book-Tax Differences, a Proxy for Earnings Management and Tax Management - Empirical Evidence from China**, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=872389>>. Acesso em: 26 fev. 2015.

TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa.** 2006. 170 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. Corporate governance and capital markets' reaction to financial statement disclosure. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, n. 42, p. 35 - 49, set./dez. 2006.

VAFEAS, N. Board Structure and the Informativeness of earnings. **Journal of Accounting and Public Policy**, [S. l.], v. 19, n. 2, pp. 139-160, 2000.

VIEIRA, K.M.; VELASQUEZ, M.D.P.; LOSEKANN, V.L.; CERETTA, P.S. A Influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 7, n 1, p. 49-67, 2011.

WILKIE, P. J. Empirical Evidence of Implicit Taxes in the Corporate Sector. **The Journal of the American Taxation Association**, [S. l.], v. 14, p. 97-116, 1992.

WILSON, R. An examination of corporate tax shelter participants. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 84, p. 969-999, 2009.

ZIMMERMAN, J. Taxes and firm size. **Journal of Accounting and Economics**, [S. l.], v. 5, p. 119-149, 1983.

Recebido em: 2-7-2015

Aprovado em: 20.5.2016

Avaliado pelo sistema double blind review.

Editor: Elmo Tambosi Filho

Disponível em <http://mjs.metodista.br/index.php/roc>