
VALUE RELEVANCE DA AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA NO VALOR DE MERCADO DE EMPRESAS LISTADAS NA B³

VALUE RELEVANCE OF TAX AGGRESSIVENESS IN THE MARKET VALUE OF COMPANIES LISTED IN B³

Térsio Arcúrio Júnior

Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília. Sigla: UnB
Endereço: SQNW Qd 109 Bl. A Ap 619, Noroeste, CEP. 70.686-405 – Brasília/DF
E-mail: tersioarcurio@hotmail.com

Rodrigo de Souza Gonçalves

Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação (UnB/UFRN/UFPB) na Universidade de Brasília (UnB), Sigla: UnB
Endereço: Universidade de Brasília, Fundação Universidade de Brasília, Cca Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais. Campus Universitário Darcy Ribeiro, Asa Norte, CEP. 70.910-900 – Brasília/DF
E-mail: rgoncalves@unb.br

Recebido: 29/12/2021 Aprovado: 20/05/2022
Publicado: 30/08/2022

João Abreu de Faria Bilhim

Doutor em Ciências Sociais pela Universidade Técnica de Lisboa (atual Universidade de Lisboa), Sigla: ULISBOA
Endereço: Pólo Universitário do Alto da Ajuda 1300-663 - Lisboa
E-mail: j.bilhim@sapo.pt

RESUMO

O estudo investigou o *value relevance* da agressividade tributária (AGR) no valor de mercado (VM) de empresas listadas na B³. Para tanto, foram estimadas regressões múltiplas, com dados em painel, considerando o período de 2010 a 2020, para 41 empresas. Como *proxy* para AGR foi utilizada a current ETR (*Effective Tax Rate*), Taxa Tributária Efetiva corrente, enquanto o VM foi utilizado como variável independente. Além disso, foram testadas variáveis passíveis de influenciar o VM das empresas, de acordo com o modelo de Ohlson (1995). A revisão de literatura aponta que os gestores, com a finalidade de buscar a redução dos custos tributários, têm incentivos para serem mais agressivos tributariamente, causando impactos positivos nos resultados das empresas. Entretanto, níveis elevados de agressividade podem representar risco na percepção dos investidores e impactar negativamente o VM. Os resultados corroboram o modelo de Ohlson, no sentido de que o patrimônio líquido e o lucro líquido estão associados positivamente ao VM. Quanto aos coeficientes da AGR, no geral, apurou-se a inexistência de significância estatística. Entretanto, ao analisar níveis mais altos/baixos de agressividade tributária, evidenciou-se que a maior AGR influencia positivamente o VM, enquanto que a menor AGR influencia negativamente o VM. Em relação

às contribuições, o estudo tentou contribuir especialmente com os analistas de mercado e investidores no que se refere ao refinamento de seleção de informações para a tomada de decisão de investimentos.

Palavras-chave: Planejamento. *Value relevance*. Agressividade tributária.

ABSTRACT

The study investigate the value relevance of tax aggressiveness (AGR) in the market value (VM) of companies listed in B3. For that, multiple regressions were estimated, with panel data, considering the period from 2010 to 2020, for 41 companies. The proxy for AGR was current ETR (Effective Tax Rate), while VM was used as an independent variable. In addition, variables that could influence the VM of companies were tested, according to the Ohlson (1995) model. The literature review points out that managers, with the reduction of tax costs, have incentives to be more tax aggressive, causing positive impacts on company earnings. However, high levels of aggressiveness can represent a risk in the investors' perception, which can negatively impact the VM. The results corroborate the Ohlson model, in the sense that equity and accounting earnings are positively associated with VM. As for the AGR coefficients, in general, the lack of statistical significance was found. However, when analyzing higher/lower levels of tax aggressiveness, it was evident that the highest AGR positively influences the MV, while the lowest AGR negatively influences the VM. Regarding contributions, the study intends to contribute especially to market analysts and investors, with regard to the refinement of information selection for investment decision-making.

Keywords: Planning. *Value relevance*. Tax aggressiveness.

1 INTRODUÇÃO

As dificuldades financeiras podem causar tensões em qualquer empresa (ALTMAN; BAIDYA; DIAS, 1979). Diante disso, com o objetivo de mitigar tal situação, os gestores podem ter incentivos para elaborar o planejamento tributário de suas organizações de modo a pagar o mínimo de tributo possível e, especialmente no contexto brasileiro, em que existe uma alta carga tributária (GONÇALVES; NASCIMENTO; WILBERT, 2016; POTIN *et al.*, 2016; PILATI; THEISS, 2016), o incentivo para a elaboração de um planejamento tributário mais agressivo pode ser impulsionado.

Importante mencionar que a determinação do grau de agressividade tributária é a magnitude da redução do tributo a pagar, isto é, a intensidade das medidas adotadas pelos gestores que impliquem redução do custo tributário (MARTINEZ, 2017). Além disso, um dos interessados nessa redução tributária é o investidor, que pode utilizar a informação tributária na sua tomada de decisão. Dito de outro modo, a informação sobre a intensidade da redução tributária (agressividade tributária) pode ser relevante para o investidor, haja vista a possibilidade desse indicador vir a ter uma relação com o valor de mercado da empresa (HALON; SLEMROD, 2009).

Sobre essa temática, Guia e Dantas (2020) explicam que a relevância da informação contábil evidenciada nas demonstrações financeiras é um dos principais objetivos da contabilidade, e é por meio de informações contábeis relevantes que o investidor toma decisões racionais de investimentos (DANTAS; MEDEIROS; LUSTOSA, 2006).

No cenário tributário, Frank, Lynch e Rego (2009) argumentam que a maior agressividade tributária visa aumentar o lucro e reduzir o custo com tributos. Adicionalmente, os resultados do estudo dos referidos autores apresentam evidências de que a agressividade tributária pode ser relevante para auxiliar a tomada de decisão dos investidores.

É importante destacar que diversos estudos têm buscado compreender a agressividade tributária em relação a variados aspectos (STICKNEY; MCGEE, 1982; ZIMMERMAN, 1983; GUPTA;

NEWBERRY, 1997; OMER; MOLLOY; ZIEBART, 1993, FRANK; LYNCH; REGO, 2009; LENNOX; LISOWSKY; PITTMAN, 2013) inclusive em relação ao impacto no valor de mercado das empresas (FTOUHI; AYED; ZEMZEM, 2015; SANTANA; REZENDE, 2016; SILVA; ANJOS; SANTOS, 2020). Todavia, estes estudos, que investigaram a relevância informacional da agressividade tributária ou o efeito da redução do peso tributário no valor de mercado das empresas, apresentam resultados mistos. Essa realidade desperta a necessidade de elaboração de mais estudos, sob diferentes abordagens metodológicas, a fim de produzir novos achados.

Os resultados mistos mencionados se desdobram em duas perspectivas. Na primeira, argumenta-se que a agressividade tributária pode trazer vantagens de reduzir a despesa tributária, melhorar indicadores financeiro, aumentar a lucratividade, e assim, afetar positivamente o valor de mercado das empresas. Na segunda, o incentivo para uma maior agressividade pode aumentar os custos de agência, os custos políticos, legais e de reputação, ou seja, um cenário de maior risco que pode impactar, negativamente, o valor de mercado da empresa (HALON; SLEMROD, 2009; MINNICK; NOGA, 2010; CHEN *et al.*, 2014).

No Brasil, o estudo Silva, Anjos e Santos (2020), que investigou o período de 2013 a 2015, demonstrou que não há significância entre o retorno das ações e a agressividade tributária. Entretanto, Santana e Rezende (2016) evidenciaram uma influência negativa da agressividade tributária no valor de mercado das empresas. Adicionalmente, ao testar a influência da agressividade tributária em empresas com maiores níveis de governança corporativa, os referidos autores evidenciaram uma relação positiva com o valor de mercado das empresas, corroborando os achados de Desai e Dharmapala (2009).

No exterior, Ftouhi, Ayed e Zemzem (2015) evidenciam que quanto maior economia tributária, mensurada pela ETR, maior o valor de mercado das empresas. No mesmo sentido, outros estudos (ABARBANELL; BUSHEE, 1997; DESAI; DHARMAPALA, 2009; RASHID *et al.*, 2014, CHEN *et al.*, 2014) investigaram empiricamente a influência da agressividade tributária (ETR) no valor de mercado das empresas. Uma análise conjunta dos resultados desses estudos sugere que a agressividade tributária é significativa, porém tem efeitos mistos no valor de mercado das empresas.

Os resultados dos estudos citados sugerem ainda a necessidade de mais evidências que possam corroborar ou refutar os referidos achados e assim possibilitar um consenso da literatura em relação influência da agressividade tributária na tomada de decisão do investidor e, por consequência, no valor de mercado das empresas.

Diante desse contexto, para a presente pesquisa, postula-se que a agressividade tributária pode auxiliar as empresas a serem mais eficientes e que os investidores podem avaliar essa informação como sendo relevante para a tomada de decisão, afetando positivamente o valor de mercado das empresas. Entretanto, níveis baixos de agressividade, em razão da ineficiência na elaboração do planejamento tributário, ou níveis elevados, associados a um maior risco de descumprimento de normativos legais, podem apontar resultados contrários.

Desse modo, formula-se a seguinte questão de pesquisa: **se, e em que medida, a agressividade tributária influencia o valor de mercado das empresas?**

Este estudo avança em relação aos estudos sobre agressividade tributária ao analisar o *value relevance* da agressividade tributária sob aspectos metodológicos ainda não explorados, analisando os efeitos do planejamento tributário, o que a literatura recente tem buscado investigar (GONÇALVES; NASCIMENTO; WILBERT, 2016; GONÇALVES *et al.*, 2017; RAMOS; MARTINEZ, 2018). Isto é, se diferencia dos estudos de Desai e Dharmapala (2009), Ftouhi, Ayed e Zemzem (2015), Santana e Resende (2016) e de Silva, Anjos e Santos (2020), ao utilizar outra forma de mensuração da agressividade tributária e de valor de mercado, assim como uma amostra distinta e um período de análise diferente/mais abrangente, o que pode propiciar uma análise mais aprofundada dos resultados.

O tema é importante, haja vista que na literatura acadêmica: a) há um esforço em relação à compressão dos incentivos e consequências da agressividade tributária (HALON; HEITZMAN, 2010); b) a legislação tributária é complexa e dinâmica (POTIN *et al.*, 2016), podendo sugerir, conforme mencionam Lima e Resende (2019) e Ramos e Martinez (2018), a necessidade da manutenção de constantes estudos sobre o tema e c) a investigação sobre a relação entre *value relevance* e agressividade tributária foi pouco explorada no Brasil.

É importante frisar ainda os argumentos de Barth, Beaver e Landsman (2001), no sentido de que a pesquisa sobre *value relevance* é de interesse potencial para uma ampla variedade de usuários, ou seja, não apenas pesquisadores acadêmicos, mas também normatizadores de práticas contábeis, reguladores estatais, gestores empresariais, analistas de mercados e investidores.

De forma prática, ao analisar aspectos tributários, estuda-se um dos atributos que influenciam a tomada de decisão dos investidores (DESAI; DHARMAPALA, 2006), ou seja, a capacidade da empresa reduzir o peso do custo tributário pode influenciar as recomendações dos analistas de mercado e as decisões dos investidores. Assim, o *value relevance* da agressividade tributária pode contribuir ao fornecer aos analistas de mercado e investidores mais elementos informacionais para a tomada de decisão de comprar, manter ou vender ativos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Reflexos da agressividade tributária

O termo planejamento tributário também é conhecido na literatura como governança tributária, gerenciamento tributário, *tax management* e elisão fiscal. Esses termos representam os procedimentos adotados pelos gestores com a finalidade de reduzir o peso da carga tributária das empresas (POTIN *et al.*, 2016).

Na perspectiva prática, o objetivo do planejamento tributário é adotar medidas que visem reduzir o montante de tributos a pagar (SLEMROD, 2004). Para Pilati e Theiss (2016), é uma ferramenta de gestão da empresa em relação aos aspectos tributários.

Vale mencionar que a intensidade do resultado da economia tributária é definida como a agressividade tributária, dada pela dimensão da redução de tributos. De acordo com Martinez (2017, p. 109), é “o ímpeto do sujeito passivo em reduzir o seu ônus fiscal em tributos explícitos, sem fazer qualquer restrição quanto à legalidade dos procedimentos às normas vigentes”.

Nota-se, da definição de Martinez (2017), que a agressividade tributária independe da legalidade. Assim, pode haver um alinhamento da agressividade tributária com o planejamento tributário, de modo a atingir seu objetivo de trazer benefícios para as empresas, assim como, a depender de sua intensidade da agressividade tributária, pode haver uma extrapolação dos limites legais do planejamento tributário.

Nesse contexto, sob o ponto de vista positivo da agressividade tributária, um efeito que se pode obter da redução tributária é a redução do endividamento (HALON; SLEMROD, 2009), em razão da redução de tributos a pagar, como evidenciam Graham e Tucker (2006).

Outro ponto que pode ser destacado, conforme comentam Minnick e Noga (2010), é que o planejamento tributário pode ter um efetivo impulsionador do desempenho financeiro da empresa. Ao atingir a finalidade de reduzir tributos, o planejamento tributário pode maximizar o desempenho financeiro da empresa.

Nessa perspectiva, para Gonçalves, Nascimento e Wilbert (2016), o planejamento tributário pode trazer a vantagem de melhorar a taxa de retorno da empresa e, assim, melhorar o posicionamento da empresa no mercado.

Por outro lado, de acordo com Halon e Slemrod (2009), a associação negativa entre a agressividade tributária e o preço das ações pode ocorrer em função dos custos legais, políticos e de reputação da adoção de medidas agressivas, isto é, a intensidade da agressividade tributária pode

extrapolar as regras legais, sujeitando a empresa à penalidade pecuniária. Assim, os investidores podem avaliar negativamente essa informação em razão da possibilidade de futuros desembolsos, tais como o pagamento dos tributos e multas.

Em relação aos custos políticos e de reputação, os referidos autores mencionam que a agressividade tributária pode ser percebida pelos investidores como uma empresa que não contribui com impostos para a sociedade ou que, se a empresa é agressiva tributariamente, também poderá ser com o reporte do lucro contábil, o que afetaria negativamente a reação do investidor, podendo impactar negativamente o valor de mercado da empresa.

Embora a literatura apresente argumentos mistos em relação ao efeito da agressividade tributária para os investidores (GRAHAM; TUCKER, 2006; FRANK; LYNCH; REGO, 2009; HALON; SLEMROD, 2009; MINNICK; NOGA, 2010; GONÇALVES; NASCIMENTO; WILBERT, 2016; FTOUHI; AYED; ZEMZEM, 2015; SANTANA; RESENDE, 2016), eles apontam para a relevância da informação sobre a agressividade tributária. Além disso, realçam a demanda por estudos que visem contribuir com a literatura sobre a prevalência do impacto da agressividade tributária na decisão dos investidores e suas consequências no valor de mercado das empresas.

2.2 Value relevance da agressividade tributária para o investidor

O *value relevance* se traduz na utilidade da informação contábil divulgada para os usuários, isto é, se os usuários utilizam a informação contábil para a tomada de decisão, de modo que haja um reflexo da informação divulgada no valor de mercado das empresas (SILVA; MACEDO; MARQUES, 2014).

Essa definição corrobora a explicação de Barth, Beaver e Landsman (2001), que definem a informação contábil como de valor relevante se ela possuir valor preditivo em relação ao valor de mercado das empresas.

A justificativa da influência da divulgação da informação contábil no valor de mercado das empresas pode ser atribuída à Hipótese de Mercado Eficiente (HME), em sua forma semiforte, de Fama (1970). Segundo a HME, os investidores reagem às informações disponíveis, ajustando o valor de mercado e o preço das ações às novas informações disponíveis.

Estudos seminais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) deram início à importância do conteúdo da informação contábil. Ball e Brown (1968) investigaram o conteúdo informacional das demonstrações contábeis em relação ao comportamento das ações, demonstrando empiricamente a relação entre o anúncio do lucro e o preço das ações. Enquanto Beaver (1968), ao investigar se o anúncio dos lucros alteraria a expectativa de fluxo futuro das empresas, mostrou que o preço e volume dos títulos negociados são influenciados pelo conteúdo informacional das demonstrações contábeis.

Posteriormente, diversos outros estudos buscaram investigar o valor do conteúdo informacional contábil, tanto na literatura internacional (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; CLARKSON *et al.*, 2011; COOK; MOSER; OMER, 2017), como na nacional (LUSTOSA; SANTOS, 2007; MACEDO *et al.*, 2011; RAMOS; LUSTOSA, 2013; MARÇAL; FLACH, 2019; SILVA; ANJOS; SANTOS, 2020), porém ainda é escassa a literatura a respeito do *value relevance* e temas tributários.

Em relação a estudos anteriores, Gupta e Newberry (1997) apresentam indícios que sugerem a existência de uma associação positiva entre a maior agressividade tributária e retorno sobre ativos, resultado semelhante aos achados de Castro e Flach (2013), que demonstram haver uma relação positiva entre a agressividade tributária e o retorno sobre os ativos.

Para Desai e Dharmapala (2006), a redução tributária decorrente do planejamento tributário é um dos elementos de avaliação da empresa para os investidores, podendo, segundo Graham e Tucker (2006), impactar o preço das ações.

Corroborando esse argumento, Blouin (2014) comenta que o planejamento tributário pode ser benéfico para a empresa e para os investidores, uma vez que reduzir custos implica maiores fluxos de

caixa e lucro líquido. Já para Rego (2003), o planejamento tributário eficaz reduz a despesa tributária, aumentando a taxa de retorno para os investidores. Nesse sentido, quanto maior/menor a agressividade tributária, maior/menor o lucro.

De modo similar, de acordo com Halon e Slemrod (2009), espera-se que haja uma maximização do valor da empresa com a minimização dos pagamentos de tributos, isto é, pode haver, inclusive, o desejo que a empresa seja agressiva tributariamente. Portanto, segundo os autores, a agressividade tributária tornaria as ações da empresa mais atraentes, sendo uma notícia positiva para os investidores, via maximização do valor da empresa.

Por outro lado, vale destacar que Halon e Slemrod (2009) estudaram o efeito da agressividade tributária em relação ao preço das ações, considerando a divulgação da agressividade tributária em artigos pela imprensa, anúncios e notícias em *website*. Os resultados do referido estudo revelam que, em média, os preços das ações diminuem quando há informações sobre o envolvimento da empresa com a agressividade tributária. Porém, é importante mencionar que as empresas com melhores práticas de divulgação da agressividade tributária tiveram uma reação menos negativa no preço das ações, consistente com a ideia de o investidor reagir à redução do custo tributário.

Nesse mesmo contexto, Chen *et al.* (2014) descobriram que a agressividade tributária aumenta os custos de agência e reduz o valor da empresa. Os autores descobriram ainda que a transparência da informação interage a agressividade tributária, de modo que os investidores reagem negativamente ao comportamento tributário agressivo, mas essa reação negativa pode ser mitigada pela transparência das informações.

No Brasil, Santana e Resende (2016) relevaram o efeito negativo da agressividade tributária no valor de mercado das empresas, todavia, em empresas com nível elevados de governança corporativa o efeito foi positivo, o que sugere a necessidade de mais estudos nessa temática.

Resultados mistos em relação ao efeito da agressividade tributária no valor de mercado das empresas também foram revelados por Rashid *et al.* (2014). Além disso, os referidos autores explicam que o impacto no valor de mercado das empresas pode depender no nível de agressividade tributária. Isto é, níveis altos de agressividade tributária podem trazer alertas de risco aos investidores, de modo a impactar negativamente o valor de mercado das empresas.

Diante do contexto apresentado, considerando que o planejamento tributário pode ser associado à melhora do desempenho financeiro da empresa, uma vez que sua efetividade se traduz em tributos mais baixos (MINNICK; NOGA, 2010; BLOUIN, 2014; MARTINEZ, 2017); menor nível de endividamento (HALON; SLEMROD, 2009; GRAHAM; TUCKER, 2006), à criação de valor para o acionista (BLOUIN, 2014; DESAI; DHARMAPALA, 2009) e ao aumento da taxa de retorno (REGO, 2003; GONÇALVES; NASCIMENTO; WILBERT, 2016), espera-se que os investidores avaliem a redução do custo tributário como uma informação relevante, e isso implique variação positiva no valor de mercado das empresas.

Assim, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: A agressividade tributária influencia positivamente o valor de mercado das empresas listadas na B³.

Entretanto, espera-se que níveis de agressividade tributária mais extremos impliquem efeitos contrários ao identificado pela média do comportamento da agressividade tributária. Isto é, níveis mais altos de agressividade tributária, em razão de maior risco de cometimento de ilegalidade, resultem em uma influência negativa da maior agressividade tributária no valor de mercado das empresas, conforme evidenciado por Desai e Dharmapala (2009), Chen *et al.* (2014) e Santana e Resende (2016).

Em relação aos níveis baixos de agressividade tributária, em decorrência da ineficiência do planejamento tributário em assegurar os benefícios associados à agressividade tributária mencionados, espera-se que influencie negativamente o valor de mercado das empresas.

Assim, formula-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H₂: O nível alto de agressividade tributária influencia negativamente o valor de mercado das empresas listadas na B³.

H₃: O nível baixo de agressividade tributária influencia negativamente o valor de mercado das empresas listadas na B³.

3 METODOLOGIA

3.1 Dados para a pesquisa

Para a pesquisa foi efetuado um levantamento na base de dados Economática®, a fim de obter a relação de todas as empresas abertas listadas na B³, com suas respectivas informações contábeis, correspondentes ao período de 2010 a 2020.

O período inicial de 2010 foi escolhido por ser uma data posterior à adoção das normas internacionais de contabilidade e o período final de 2020 foi escolhido ser o ano com as publicações das demonstrações contábeis mais recentes.

Assim, a população da pesquisa é composta por 413 empresas. Foram excluídas: 201 empresas em que não possuíam valor de mercado na base de coleta e 160 empresas que não apresentaram valores de LAIR, IR e CSLL ou apresentaram valores negativos, similarmente aos procedimentos adotados por Gonçalves, Nascimento e Wilbert (2016) e Cook, Moser e Omer (2017). Valores negativos gerariam ETRs negativas e, segundo Gonçalves, Nascimento e Wilbert (2016) empresas com ETRs negativas estão fora da normalidade, o que pode influenciar os resultados e análises.

Tabela 1 - População e amostra da pesquisa

Empresas	Qtde	% da Pop.
Empresas constantes na base da Economática	413	100%
(-) Empresas que não possuem informação sobre o valor de mercado	-201	48,67%
(-) Empresas com LAIR, IR ou CSLL negativo, zero ou inexistente	-160	38,74%
(-) Empresas da classificação segmento econômica "Financeiro"	-11	2,66%
Amostra	41	9,93%

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

A amostra final resultou em 41 empresas, representando 9,93% da população. Ademais, a distribuição das empresas, segundo a classificação econômica, conforme disponível na base de dados da Economática®, pode ser resumida da seguinte forma: 1) consumo cíclico (26,8%); 2) bens industriais (17,1%); 3) utilidade pública (22%); 4) consumo não cíclico (9,8%); 5) tecnologia da informação (2,4%), 6) petróleo gás e biocombustíveis (4,9%), 7) Saúde (7,3%); 8) materiais básicos (4,9%) e 9) Comunicações (4,9%).

3.2 Variáveis da pesquisa

3.2.1 Variável Dependente - Valor de Mercado

De modo similar ao estudo de Cappelleso, Rocha e Dantas (2019) e Guia e Dantas (2020), foi utilizado o modelo de Ohlson (1995), haja vista a hipótese do estudo de buscar a relação entre a informação contábil (agressividade tributária) e o valor de mercado das empresas. Sendo assim, para a variável dependente foi utilizado o valor de mercado, dado pelo preço da ação multiplicado pela quantidade de ações.

3.3 Variáveis independentes

3.3.1 Proxy para Agressividade Tributária

A *proxy* para a agressividade tributária é o ETR corrente, dado pelo valor do tributo (IR e CSLL) corrente dividido pelo valor do lucro contábil antes dos tributos obtido das demonstrações contábeis consolidadas das empresas selecionadas. Esse indicador foi utilizado em diversos estudos sobre agressividade tributária (REGO, 2003; DYRENG; HALON; MAYDEW, 2008; HANLON; HEITZMAN, 2010; GUIMARÃES; MACEDO; CRUZ, 2016; GONÇALVES *et al.*, 2017).

Vale ressaltar que outros estudos visaram testar a influência da ETR no valor de mercado das empresas (RASHID *et al.*, 2014; CHEN *et al.*, 2014; FTOUHI; AYED; ZEMZEM, 2015), porém nenhum deles utilizou a ETR Corrente. A ETR corrente tem a intenção de capturar estratégias de diferimento, sendo, portanto, um indicador adequado quando este for o objetivo da pesquisa (GUIMARÃES; MACEDO; CRUZ, 2016).

Existem críticas em relação ao uso da ETR, assim como outros indicadores de agressividade tributária, pois é difícil afirmar se um nível mais baixo de ETR decorre de escolhas fiscais ou incentivos, que inclui compensações de prejuízos fiscais, e que é influenciado por resultados de equivalência patrimonial e despesas de juros de capital próprio (POTIN *et al.*, 2016; GUIMARÃES; MACEDO; CRUZ, 2016; MARTINEZ, 2017). Embora essas deficiências nas estimativas de planejamento tributário sejam reconhecidas e possam causar erros de medição, Tang (2005) explica que parece difícil encontrar uma medida melhor.

Adicionalmente, Potin *et al.* (2016) esclarecem que compensações de prejuízos fiscais são limitados e que incentivos fiscais são opções que podem ser consideradas em planejamento tributário e, portanto, o uso da ETR ainda seria adequado.

Em relação aos resultados da equivalência patrimonial (EP), para a presente pesquisa, o lucro antes do imposto de renda e contribuição social foi ajustado de modo a reverter o efeito da EP, adequando à realidade brasileira. Já a despesa com Juros sobre Capital Próprio, não foi possível excluí-la do indicador, uma vez que a base de dados obtida não evidencia essa informação. Diante disso, essa é uma limitação do estudo e seus resultados devem levar em consideração essa limitação.

Desse modo, a mensuração da agressividade tributária pode ser resumida da seguinte forma:

$$AGR (ETR corrente)_{it} = \frac{DCT_{it}}{LAIR Ajustado_{it}} \times (-1) \quad (1)$$

Onde:

AGR_{it} = Agressividade tributária mensurada pela ETR Corrente, isto é, a taxa tributária efetiva corrente da empresa i no ano t ;

DCT_{it} = Despesa corrente tributária da empresa i no ano t (Imposto de Renda e Contribuição Social);

$LAIR Ajustado_{it}$ = Lucro antes dos tributos (IR e CSLL) com reversão do efeito do resultado da EP da empresa i no ano t .

Vale informar que o resultado da equação foi multiplicado por “-1”, similar aos procedimentos adotados por Cook, Moser e Omer (2017), de modo que é possível interpretar o resultado da equação como: quanto maior a AGR (ETR), menor a relação entre imposto corrente e o lucro e, portanto, maior a agressividade tributária.

3.3.2 Patrimônio Líquido e Lucro Líquido

O estudo ainda utiliza o modelo de Ohlson (1995), que estabelece o patrimônio líquido e o lucro líquido como principais variáveis passíveis de explicar a variação no preço das ações. No entanto, haja vista que a informação sobre a despesa tributária é uma informação que compõe o lucro líquido, optou-se por excluir essa informação do lucro líquido, assim como inserir a variável de interesse (AGR) de

forma isolada, similarmente aos procedimentos adotados AbuGhazaleh, Hares e Haddad (2012), Cappellesso, Rocha e Dantas (2019) e Guia e Dantas (2020).

3.3.3 Dummy: empresas mais e menos agressivas

Uma vez que o objetivo da pesquisa é investigar a relação entre a AGR e o VM, assim como o efeito da AGR em empresas mais e menos agressivas, optou-se por utilizar o método econométrico de regressão múltipla com dados em painel, resultando nas seguintes equações:

$$VMt_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PL_{it} + \alpha_2 LL_{it} + \alpha_3 AGR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$VMt_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PL_{it} + \alpha_2 LL_{it} + \alpha_3 AGR_{it} + D_{mais} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$VMt_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PL_{it} + \alpha_2 LL_{it} + \alpha_3 AGR_{it} + D_{menos} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Quadro 1 – Resumo das variáveis utilizadas no modelo de regressão da pesquisa

Variáveis	Fonte de Coleta	Descrição/Equação	Relação esperada
VM	Economática®	Valor de Mercado	Variável independente
PL	Economática®	Valor do Patrimônio Líquido	(+)
LL	Economática®	Valor do Lucro Líquido ajustado	(+)
AGR	Economática®	$ETR\ corrente_{it} = \frac{DCT_{it}}{Lucro\ Antes\ dos\ Tributos_{it}} * (-1)$	(+)
Dmais	Economática®	Dummy que atribui o valor 1 para o decil de empresas mais agressivas tributariamente e, 0, caso contrário	(-)
Dmenos	Economática®	Dummy que atribui o valor 1 para o decil de empresas menos agressivas tributariamente e, 0, caso contrário	(-)

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Por fim, para uniformização das informações, todas as variáveis foram coletadas considerando o ajuste pela inflação e as variáveis VM, PL e LL foram ponderadas pelos valores dos ativos totais, para normalização.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 4.1 Estatística Descritiva

Para a análise inicial foi utilizada a estatística descritiva com a finalidade de sumarizar os dados coletados, conforme pode-se observar na tabela a seguir:

Tabela 2 - Tabela de Estatística Descritiva das variáveis contínuas

Medidas	Variável Dependente		Variáveis Independentes		
	VM	PL	LL	AGR	
Média	1,34	0,49	0,10	-0,303	
Mediana	0,86	0,45	0,09	-0,230	
Máximo	7,69	0,92	0,79	-0,002	
Mínimo	0,08	0,01	-0,10	-8,018	
Desvio Padrão	1,34	0,49	0,10	-0,303	
Observações	451	451	451	451	

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

O número total de observações para todas as variáveis é 451, o que demonstra não haver lacunas de informações na base de dados.

Quanto à variável VM, destaca-se o desvio padrão de 1,34, superior aos das demais variáveis, o que indica que a variável é a menos uniforme. Enquanto a variável LL mostra a maior uniformidade, isto é, com o menor Desvio Padrão.

Em relação à variável LL, destaca-se a amplitude entre o valor máximo e mínimo. Além disso, como a média e a mediana estão relativamente próximas ao valor mínimo, o valor máximo pode ser um *outlier*.

No que se refere à AGR, pode-se argumentar que as empresas pagam em média 30% de tributos em relação ao lucro tributável, isto é, há um indicativo de que as empresas analisadas, na média, reduzem tributos de uma alíquota de 34% para 30%. Ademais, a empresa que apresentou o menor custo tributário relativo durante o período de análise, reportou uma alíquota tributária de 0, 2%, enquanto a empresa que apresentou o maior peso tributário, reportou uma alíquota de 801% de tributo em relação ao LAIR.

A carga tributária de 801% exigiu uma análise mais profunda das empresas com elevadas cargas tributárias, a fim de identificar possíveis problemas na amostra. Sendo assim, observou-se as notas explicativas de empresas com cargas tributárias elevadas e, embora nem sempre esses documentos detalhem as possíveis discrepâncias e tratem os impostos correntes e diferidos de forma agregada, notou-se nessas empresas possíveis impactos dos tributos das controladas quando da consolidação das demonstrações contábeis.

Vale ressaltar que essas observações ocorreram, especialmente, quando na controlada houve lucro e na consolidação o lucro foi próximo a zero, bem como quando houve acordos de leniência, os quais reduziram o LAIR.

4.2 Método Econométrico

Com o intuito de mitigar problemas que pudessem advir de *outliers*, em todas as variáveis foi aplicada a técnica de winsorização ao nível de 1% nos extremos, com o propósito de não excluir da amostra as observações discrepantes (COSTA; PAZ; FUNCHAL, 2008; BATES; KAHLE; STULZ, 2008; CHEN; JIA; SUN, 2016).

Para selecionar o modelo mais adequado para estimação dos dados coletados, bem como para robustecer os resultados econométricos, foram realizados testes estatísticos, tais como: Matriz de Correlação, testes de Raiz Unitária, de Multicolinearidade, de Normalidade dos Resíduos, de Heterocedasticidade, de Autocorrelação e testes para escolha entre os modelos de regressão *Pooled*, de Efeitos Aleatórios ou de Efeitos Fixos.

Desse modo, inicialmente foi elaborada a matriz de correlação para verificar as relações entre as variáveis e identificar possíveis existências de alta correlação.

Tabela 3 - Matriz de Correlação

Variáveis	VM	PL	LL	AGR
VM	1			
PL	0,29	1		
LL	0,43	0,35	1	
AGR	0,11	0,27	0,18	1

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Ressalta-se que as variáveis são altamente correlacionadas se o coeficiente de correlação for superior a 0,8 (GUJARATI, 2006). Nota-se que nenhuma das correlações apuradas resultaram em valores acima de 0,8. Portanto, não há correlação alta entre as variáveis.

Quanto à Raiz Unitária, nenhuma das variáveis apresentaram p-valores acima de 0,05 nos testes de Levi, Lin e Chu, o que sugere que os dados não possuem raiz unitária, isto é, são estacionários.

Para a verificação da Multicolinearidade foram utilizados os fatores de inflação de variância (VIF), cujos resultados foram menores que 5, sugerindo inexistência de multicolinearidade (WOOLDRIDGE, 2012).

Em relação à normalidade dos resíduos, não foi possível rejeitar a hipótese de não normalidade dos resíduos pelo método Shapiro-Francia (p-valor < 0,05). Desse modo, foi realizada a transformação Box-Cox da variável independente, de modo a permitir a distribuição dos resíduos similar a uma distribuição normal.

Para análise da homocedasticidade foi realizado o teste de Breusch-Pagan, cujo resultado foi o p-valor > 0,05. Portanto, não há indícios de heterocedasticidade na variância dos erros.

Por fim, foi realizado o teste de Wooldridge para autocorrelação, cujo resultado sugere a presença de autocorrelação dos resíduos (p-valor < 0,05). Assim, optou-se por estimar os parâmetros com erros padrão robustos para autocorrelação.

Tabela 4 - Testes de Normalidade, Heterocedasticidade e Autocorrelação

Testes	Método	Estat.	Prob.
Normalidade dos Resíduos - antes a transformação Box-Cox da variável VM	Shapiro-Francia	$z = 7,126$	0,0000
Normalidade dos Resíduos - após a transformação Box-Cox da variável VM	Shapiro-Francia	$z = -0,383$	0,6490
Heterocedasticidade	Breusch-Pagan	$\chi^2 = 0,08$	0,7752
Autocorrelação	Wooldridge	$F = 47,259$	0,0000

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

No que tange à especificação do modelo, foi utilizado teste de Breusch-Pagan para identificar a melhor estimação entre a forma *Pooled* x Efeitos Aleatórios. Posteriormente, foi realizado o teste de Hausman para identificar a melhor forma de estimação considerando os Efeitos Aleatórios x Efeitos Fixos. Por fim, foi realizado o teste de F, para identificação do modelo mais apropriado considerando os Efeitos Fixos x *Pooled*. Os resultados demonstram que a forma mais adequada para estimação dos dados da pesquisa é o modelo com Efeitos Fixos.

Tabela 5 - Especificação do modelo: *Pooled* / Efeitos Aleatórios / Efeitos Fixos

Modelos	Método	Prob.	Resultado
<i>Pooled</i> x Efeitos Aleatórios	Breusch e Pagan	0,0000	Efeitos Aleatórios
Efeitos Aleatórios x Efeitos Fixos	Hausman	0,0007	Efeitos Fixos
Efeitos Fixos X <i>Pooled</i>	Chow	0,0000	Efeitos Fixos

Fonte: Dados da pesquisa (2021)

Após a aplicação dos testes de robustez e especificação do modelo, foram estimados os parâmetros da regressão, conforme Tabela 6.

Tabela 6 - Regressão múltipla com dados em painel, efeitos fixos e erros padrão robustos

Variável Dependente: VM	Variáveis Independentes	Coef.	Erro Padrão Robusto	Estatística t	Prob.
Modelo 1	C	-0,8303	0,1933	-4,30	0,000***
	PL	0,7700	0,4130	1,86	0,0701**
	LL	4,1460	0,5816	7,13	0,000***
	AGR	0,0076	0,0323	0,24	0,813
Modelo 2	C	-0,8467	0,1966	-4,31	0,000***
	PL	0,7740	0,4171	1,86	0,071**
	LL	0,4198	0,5974	7,03	0,000***
	AGR	0,0012	0,3234	0,04	0,970
	Dmais	0,0814	0,0442	1,84	0,000***
Modelo 3	C	-0,7672	0,1836	-4,18	0,000***
	PL	0,6918	0,3943	1,75	0,087**
	LL	3,9562	0,5694	6,95	0,000***
	AGR	-0,0360	0,0314	-1,14	0,259
	Dmenos	-0,1862	0,0774	-2,41	0,021**
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3
Nº, de Obs:	451		451		451
R ² :	0,3561		0,3571		0,3576
Estatística F:	34,34		25,35		28,34
Prob. F :	0,0000		0,0000		0,0000

Fonte: Dados da pesquisa (2021)

Nota: Valor de Mercado (VM) é a variável independente. ***, ** e * denotam a significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Todas as variáveis foram coletadas considerando a correção pela inflação. Todas as variáveis foram wisorizadas ao nível de 1% nos extremos. A regressão foi estimada com erros padrão robustos em razão da autorrelação identificada no teste de Wooldridge. A variável LL foi ajustada com a reversão da despesa de IR e CSLL, as quais estão presente na variável AGR, conforme pode ser observado nos estudos de AbuGhazaleh, Hares e Haddad (2012), Cappellesso, Rocha e Dantas (2019) e Dias e Dantas (2020). Para cálculo da AGR, o efeito da EP no LAIR foi revertido. O Modelo 1 refere ao teste da H1 da pesquisa. O modelo 2 refere-se à inclusão de *Dummy* indicando o decil de empresas com maior nível agressividade tributária e o modelo 3 indica a inclusão de *Dummy* para o decil de empresas com menor nível agressividade tributária, ambos para o teste da H2 e H3.

Dos resultados da tabela 6, destaca-se que as variáveis independentes explicam aproximadamente 35% da variação do VM, dado o R² em torno de 0,35 nos três modelos estimados. Ademais, da estatística F é possível argumentar que as variáveis dos modelos são conjuntamente significantes para explicar o VM, uma vez que o p-valor é inferior a 0,05.

Em relação às variáveis PL e LL dos três modelos, os resultados revelam significativas ao nível de 5% e 1%, respectivamente. Além disso, ambas as variáveis possuem coeficientes positivos, indicando que quanto maior o PL e o LL, maior será o VM.

Os resultados das variáveis PL e LL vão ao encontro dos achados empíricos de Macedo *et al.* (2011), Ramos e Lustosa (2013) e Silva, Macedo e Marques (2014), Gonçalves, Conegliam e Carmo (2017) e Cappellesso, Rocha e Dantas (2019), os quais, ao aplicar o modelo de Ohlson (1995), evidenciam coeficientes positivos para o PL e o LL. Complementarmente, as magnitudes dos coeficientes indicam que a influência do LL sobre o VM é superior à influência do PL.

Quanto à AGR do Modelo 1, não é possível fazer inferências de modo a rejeitar ou não rejeitar a H1, uma vez que, embora o coeficiente seja positivo, conforme esperado, o p-valor não foi significativo. Entretanto, esse resultado ainda está de acordo com o estudo Silva, Anjos e Santos (2020), que ao analisar

empresas brasileiras no período de 2013 a 2015, revelaram também que não encontraram significância estatística na variável AGR.

O resultado em análise, corroborado pelo estudo de Silva, Anjos e Santos (2020), instiga o questionamento a respeito do motivo da AGR empiricamente não demonstrar significância.

Uma explicação possível pode estar relacionada aos efeitos mistos que a AGR pode causar nos investidores. De um lado, a redução do endividamento (HALON; SLEMROD, 2009; GRAHAM; TUCKER, 2006), o melhor do desempenho financeiro (MINNICK; NOGA, 2010) e a melhora da taxa de retorno (GONÇALVES; NASCIMENTO; WILBERT, 2016) podem causar um impacto positivo no VM. De outro, os custos legais, políticos e de reputação (HALON; SLEMROD, 2009), podem causar um efeito inverso, em razão de maior risco (FTOUHI; AYED; ZEMZEM, 2015), resultando na inexistência de uma relação estatística significativa.

No que se refere à variável D_{mais} do modelo 2, foi apurado uma influência positiva no VM. Embora esse resultado não esteja em linha com o argumento de que uma AGR mais intensa traga um maior alerta de risco em decorrência de custos legais, políticos e de reputação (HALON; SLEMROD, 2009) na percepção do investidor (FTOUHI; AYED; ZEMZEM, 2015), pode-se argumentar que a maior AGR catalise os benefícios da redução do peso tributário, tornado uma empresa mais atraente para os investidores e isso impacte positivamente o VM.

Em relação à variável D_{menos} do modelo 3, foi estimada uma influência negativa no VM, resultado que corrobora a H3, na qual empresas com níveis baixos de AGR podem ser mais ineficientes em seus planejamentos tributários, não conseguindo aproveitar a oportunidade do planejamento tributário mais agressivo para reduzir custos com impostos e, conseqüentemente, diminuir seu endividamento e melhorar seus indicadores financeiros, de modo a atrair investidores e, com isso, aumentar o VM.

O resultado em análise ressalta a importância do planejamento tributário, não somente em relação ao impacto direto da redução de tributos, mas no valor informacional que o investidor pode perceber da gestão organizacional e considerar em sua tomada de decisão.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o objetivo de testar a influência da agressividade tributária no valor de mercado das empresas abertas listadas na B3, este estudo utilizou a variável de interesse AGR e a variável independente VM. Além disso, incluiu as variáveis PL e LL propostas no modelo de Ohlson (1995).

Os resultados do estudo foram consistentes com os resultados de pesquisas anteriores. Todos os coeficientes do PL e do LL foram positivos, sugerindo que o aumento do PL e do LL resulta no aumento do VM.

Em relação à AGR, para o modelo 1, não houve significância estatística. Embora o parâmetro dessa variável não tenha sido significativo, a literatura possui evidência no mesmo sentido.

Em relação à hipótese H₁, o coeficiente positivo, porém sem significância estatística, não permite estabelecer associações entre a AGR e o VM.

Por outro lado, ao testar a AGR de empresas mais/menos agressivas, observou-se que a influência positiva da AGR de empresas mais agressivas no VM, sendo possível argumentar que os benefícios decorrentes da redução do peso tributário poder ser útil e relevante para o investidor.

Para as empresas menos agressivas, conforme esperado, observou-se uma influência negativa da AGR no VM. Empresas menos agressivas podem deixar de aproveitar as vantagens do planejamento tributário e não conseguir atrair ou tornar suas ações menos atrativas aos investidores, impactando negativamente o VM.

O estudo atingiu o objetivo de investigar a relação entre a AGR e o VM, de modo a contribuir com a literatura ao fornecer mais elementos para cotejamento de resultados. Ademais, o estudo amplia a

discussão acadêmica sobre a agressividade tributária no Brasil, sempre dinâmica e, portanto, que requer aprimoramentos.

De forma prática, pode-se sugerir que os resultados da pesquisa auxiliem os investidores no refinamento do processo de tomada de decisão, especialmente quando existem níveis mais elevados/baixos de AGR.

Como limitações do estudo, pode-se elencar: a) o número reduzido de observações, em decorrência dos critérios/ausência de informações para construção da variável AGR; b) a utilização da *proxy* ETR corrente; e c) as escolhas da variável VM e das variáveis PL e LL, as quais dependem da escolha do pesquisador.

No que diz respeito às sugestões para trabalhos futuros, tem-se: a) investigar da relação entre a AGR com outras variáveis, tais como Q de Tobin e variação do preço das ações; b) utilizar um maior período de análise, a partir do momento em que mais informações contábeis forem divulgadas; c) testar outras variáveis como *proxy* para AGR; e c) realizar estudos comparativos com base de dados internacionais, a fim de corroborar ou refutar os achados deste estudo.

REFERÊNCIAS

ABARBANELL, J. S.; BUSHEE, B. J. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. **Journal of Accounting Research**, n. 35, v. 1, p. 1-24, 1997.

ABUGHAZALEH, N. M.; AL-HARES, O. M.; HADDAD, A E. The Value Relevance of goodwill impairments: UK Evidence. **International Journal of Economics and Finance**, v. 4, n. 4, p. 206-2016, 2012.

ALTMAN, E. I.; BAIDYA, T. K. N.; DIAS, L. M. R. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de Administração de Empresas**, v, 19, n. 1, p. 17 – 28, 1979.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 6, p.159-178, 1968.

BARTH, M E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 77-104, 2001.

BATES, T. W.; KAHLE, K. M.; STULZ, R. M. Why do US firms hold so much more cash than they used to? **The journal of finance**, v. 64, n. 5, p. 1985-2021, 2008.

BEAVER, W. The Information Content of Annual Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, v.6, 1968.

BLOUIN, J. Defining and measuring tax planning aggressiveness. **National Tax Journal**, December, v. 67, n. 4, p. 875-900, 2014.

CAPPELLESSO, G.; ROCHA, L. C. N.; DANTAS, J. A. Value relevance da perda por redução ao valor recuperável do goodwill: evidências das empresas listadas na BMF&BOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista**. v.29, n.3, p. 102-120, 2019.

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, **Anais...** São Paulo. 2013.

CHEN, J.; JIA, Z. T.; SUN, P. Real option component of cash holdings, business cycle, and stock returns. **International Review of Financial Analysis**, v. 45, p. 97-106, 2016.

CHEN, X. *et al.* Tax avoidance and firm value: evidence from China. **Nankai Business Review International**, v. 5, n. 1, p. 25-42, 2014.

CLARKSON, P. *et al.* The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 7, p. 1-17, 2011.

COOK, K. A; MOSER, W. J.; OMER, T. C. Tax Avoidance and Ex Ante Cost of Capital. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 44, p.1109-1136, 2017.

COSTA, C. M.; PAZ, L. S.; FUNCHAL, B. Are Brazilian Firms Savings Sensitive to Cash Windfalls? **Brazilian Business Review** (English Edition), v. 5, n. 2, p. 136-142, 2008.

DANTAS, J. A.; MEDEIROS, O. R. de; LUSTOSA, P. R. B. Reação do mercado à alavancagem operacional: um estudo empírico no Brasil. **Rev. contab. finanç.** v.17, n. 41, p.72-86, 2006.

DESAI, M. A.; DHARMAPALA, D. Corporate Tax Avoidance and firm value. **The Review of Economics and Statistics**, v. 91, n. 3, p. 537-546, 2009.

DESAI, M. A.; DHARMAPALA, D. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. **Journal of Financial Economics**, v. 79, p. 145-179, 2006.

DYRENG, S. D.; HALON, M.; MAYDEW, E. L. Long-Run Corporate Tax Avoidance. **The Accounting Review**, v. 83, n. 1, p. 61-82, 2008.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **Journal of Finance**, American Finance Association, v. 25, p 383-417, 1970.

FRANK, M. M.; LYNCH, L. J.; REGO, S. O. Tax Reporting Aggressiveness and Its Relation to Aggressive Financial Reporting. **The Accounting Review**, v. 84, n. 2, p. 467-496, 2009.

FTOUHI, K.; AYED, A.; ZEMZEM, A. Tax planning and firm value: evidence from European companies. **International Journal Economics & Strategic Management of Business Process**, v. 4, p 73-78, 2015.

GONÇALVES, K. A.; CONEGLIAM, L.; CARMO, C. H. S. do. Value Relevance Das Propriedades Para Investimento: Evidências Do Mercado De Capitais Brasileiro. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 20, n. 1, p. 02-19, 2017.

GONÇALVES, R. de S. *et al.* Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e Elisão Fiscal: Uma Análise de Empresas Certificadas e Não Certificadas no Brasil. **Revista portuguesa e brasileira de gestão** (Lisboa), v. 16, p. 24-37, 2017.

GONÇALVES, R. de S.; NASCIMENTO, G. G.; WILBERT, M. D. Os efeitos da subvenção governamental frente à elisão fiscal e a geração de riqueza. **Revista Catarinense de Ciência Contábil – CRCSC**, v. 15., n. 45, p. 34-48, 2016.

GRAHAM, J. R.; TUCKER, A. L. Tax Shelters and Corporate Debt Policy. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 563-594, 2006.

GUIA, L. D.; DANTAS, J. A. Value relevance dos ativos fiscais diferidos na indústria bancária brasileira. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, p. 33-49, 2020.

GUIMARÃES, G. O. M; MACEDO, M. A. da S.; CRUZ, C. F. da. Análise da alíquota efetiva de tributos sobre o lucro no Brasil: Um estudo com foco na ETRt e na ETRc. **Enf.: Ref. Cont. UEM - Paraná** v. 35 n. 1 p. 1-16, 2016.

GUJARATI, D, N. **Econometria Básica**. 3ª Edição. Rio de Janeiro. Elsevier, 2006.

GUPTA, S.; NEWBERRY, K. Determinants of the variability in corporate effective tax rate. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 16, n.1, p.1-34, 1997.

HALON, M; HEITZMAN, S. A review of tax research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 127 – 178, 2010.

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

LENNOX, C. S.; LISOWSKY, P.; PITTIMAN, J. Tax Aggressiveness and Accounting Fraud. **Journal of Accounting Research**, v. 0, n. 0, 2013.

LIMA, E. M.; REZENDE, A. J. Um estudo sobre a evolução da carga tributária no Brasil: uma análise a partir da Curva de Laffer. **INTERAÇÕES**, v. 20, n. 1, p. 239-255, 2019.

LUSTOSA, P. R. B.; SANTOS, A. dos. Poder relativo do lucro contábil e do fluxo de caixa das operações para prever fluxos de caixa futuros: um estudo empírico no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 1, p. 39-58, 2007.

MACEDO, M. A. da S. *et al.* Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value relevance. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 57, p. 299-318, 2011.

MARÇAL, R. R.; FLACH, L. Value Relevance das despesas de P&D no mercado de capitais: Um estudo das empresas brasileiras do Setor de TI. **RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 19, n. 1, p. 29-52, 2020.

MARTINEZ, A. L. Agressividade tributária: um survey da literatura. **Revista de educação e pesquisa em contabilidade (REPeC)**, v. 11, Edição Especial, art. 6, p. 106-124, 2017.

MINNICK, K.; NOGA, T. Do corporate governance characteristics influence tax management? **Journal of Corporate Finance**, n. 16, p. 703-718, 2010.

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 661-687, 1995.

OMER, T. C.; MOLLOY, K. H.; ZIEBART, David A. An investigation of the firm size effective tax rate relation in the 1980. **Journal of accounting, auditing & finance**, v. 8. n. 2, p. 167-182, 1993.

PILATI, R. H.; THEISS, V. Identificação de situações de elisão fiscal e evasão fiscal: um estudo com contadores no estado de Santa Catarina. **Revista Catarinense de Ciência Contábil (CRCSC)**, v. 15, n. 46, p. 61-73, 2016.

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

RAMOS, D. A.; LUSTOSA, P. R. B. Verificação empírica da value relevance na adoção das normas internacionais de contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. **Contexto**, v. 13. n. 25, 2013.

RAMOS, M. C.; MARTINEZ, A. L. Agressividade Tributária e o Refazimento das Demonstrações Financeiras nas empresas brasileiras listadas na B3. **Pensar Contábil**, v. 20, n. 72, p. 4-15, 2018.

RASHID, N. M. *et al.* The red flags of tax reporting on the market value. **International Business Research**, v. 7, n. 4, p. 142 -150, 2014.

REGO, S. O. Tax-Avoidance Activities of U.S. Multinational Corporations. **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 4, p. 805 – 83, 2003.

SANTANA, S. L. L.; REZENDE, A. J. Elisão fiscal e valor da firma: evidências do Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.13, n. 30, p. 114 -133, 2016.

SILVA, A. F.; MACEDO, M. A. da S.; MARQUES, J. A. V. da C. Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 a 2007: Uma discussão com foco nas variáveis ll, fco e ebitda”, **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 2, p. 6-24, 2014.

SILVA, H. F. F. de A.; ANJOS, L. C. M. dos; SANTOS, M. A. C. Value relevance dos níveis de ajustes que reduzem o lucro para fins de tributação das indústrias listadas na B3. **Contabilidade y Negocios**, v. 15, n. 29, p. 127-147, 2020.

SLEMROD, J. The economics of corporate tax selfishness. **National Tax Journal**, v. 57, p. 877-899, 2004.

STICKNEY, C. P.; MCGEE, V. E. Effective corporate tax rates the effect of size, capital intensity, leverage, and other factors. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 1, n. 2, p. 125-152, 1982.

WOOLDRTIDGE, J. M. **Introductory Econometrics**. A modern approach. 5th edition. South-Western. Cengage Learning, 2012.

ZIMMERMAN, J. L. Taxes and firm size. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, n. 1, p. 119-149, 1983.