



A Revista GESTO foi licenciada com uma Licença Creative Commons – Atribuição-NãoComercial-CompartilhAgual 4.0 Internacional.

# EFEITOS DO PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO E DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO RISCO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

*EFFECTS OF TAX PLANNING AND CORPORATE GOVERNANCE ON THE RISK OF BRAZILIAN COMPANIES*

**RODRIGO DA SILVEIRA KAPPEL**

Doutor em Ciências Contábeis, Universidade de Santa Cruz do Sul (UNISC), Brasil, E-mail: rodrigokappel@unisc.br

**FLÁVIO RÉGIO BRAMBILLA**

Doutor em Administração, Universidade de Santa Cruz do Sul (UNISC) – PPGA, Brasil, E-mail: flavio-br@unisc.br

**RICARDO ANDRÉ MACHADO**

Mestre em Engenharia de Produção, Universidade de Santa Cruz do Sul (UNISC), Brasil, E-mail: ricardom@unisc.br

**DELACI PATRIZ DOS SANTOS**

Bacharel em Ciências Contábeis, Brasil, E-mail: delacipatriz@yahoo.com.br

**RESUMO:** O estudo objetivou analisar se planejamento tributário influencia no risco das empresas brasileiras de capital aberto, considerando níveis de governança corporativa da BM&F Bovespa, no período de 2010 a 2018. No estudo replica-se a pesquisa feita por Qoos e Kappel (2017), tendo como amostra, todas as empresas ativas e inativas que fazem parte do banco de dados da Economática®. A realização dessa pesquisa tem como medida de risco a volatilidade, além das variáveis necessárias para identificação do planejamento tributário e o efeito da governança corporativa. A instrumentalização da pesquisa, para analisar o efeito atenuante da governança corporativa sobre a relação entre planejamento tributário e risco de mercado, demandou um teste empírico e a separação das empresas em grupos com alta e baixa governança corporativa. Os principais resultados apontam que planejamento tributário apresenta sensibilidade positiva em relação ao risco de mercado das empresas, confirmando assim, a primeira hipótese de que quanto mais agressivo for o planejamento tributário, mais impacta positivamente o risco de mercado das empresas. Em contrapartida, os resultados com as empresas em algum ou nenhum nível de governança corporativa, atenuam a relação com o risco de mercado, aceitando as hipóteses H2 e H3, de que quanto maior for o nível de governança corporativa menor é a relação com o risco de mercado, ou vice versa. Neste sentido os resultados apresentados instigam a continuidade do estudo, dessas relações, executado pela presença das melhores práticas de governança corporativa, sugerindo-se ratificar a amostra por tamanho, ranqueando entre as maiores e menores empresas.

**PALAVRAS-CHAVE:** Planejamento Tributário; Risco; Governança Corporativa.

**ABSTRACT:** This study aimed to analyze whether tax planning influences the risk of publicly traded Brazilian companies, considering corporate governance levels from BM&F Bovespa, from 2010 to 2018. The study replicates the research conducted by Qoos and Kappel (2017), using as a sample all active and inactive companies included in the Economática® database. This research measures volatility as a risk measure, in addition to the variables necessary to identify tax planning and the impact of corporate governance. The research instrumentation, to analyze the mitigating effect of corporate governance on the relationship between tax planning and market risk, required an empirical test and the separation of companies into groups with high and low corporate governance. The main results indicate that tax planning has a positive sensitivity to companies' market risk, thus confirming the first hypothesis: that the more aggressive the tax

planning, the more it positively impacts companies' market risk. In contrast, the results for companies with some or no level of corporate governance mitigate the relationship with market risk, supporting hypotheses H2 and H3, which state that the higher the level of corporate governance, the lower the relationship with market risk, or vice versa. In this sense, the results presented encourage further study of these relationships, conducted in accordance with best corporate governance practices. We suggest ratifying the sample by size, ranking the largest and smallest companies.

**KEYWORDS:** Tax Planning; Risk; Corporate Governance.

## 1 Introdução

**O**s tributos têm origem na Antiguidade e visam regular a vida em sociedade, através de contribuição individual em favor da comunidade. Com o passar do tempo, foram ficando mais complexos e onerosos, promovendo um papel de alta influência sobre as atividades produtivas das empresas (FABRETTI, 2006). Para Lana e Lisote (2012), os desafios para manter as estratégias de crescimento das empresas são constantes, principalmente num cenário como o brasileiro, onde se deparam com uma crescente carga tributária. Isto pode contribuir na justificativa de que o planejamento tributário ganhou destaque para as empresas, entidades e organizações em geral, pela sua importante utilização na redução dos tributos. Em especial, a execução do planejamento tributário eficiente, representa a utilização de um instrumento de gestão estratégico, capaz de reduzir a carga tributária, maximizar os lucros e mitigar os riscos, considerando a sua execução na presença de importantes mecanismos de governança corporativa (VELO e MARTINEZ, 2014; CASTRO e FLACH, 2013).

Hanlon e Heintzen (2010), Vello e Martinez (2014) e Souza et al. (2016) reportam que empresas podem reduzir despesas tributárias, tendo uma gestão ética, transparente e responsável, incluindo no processo de redução do custo tributário, mecanismos de governança corporativa, capazes de promoverem um processo de planejamento tributário eficiente. O planejamento tributário, executado na presença das melhores práticas de governança corporativa, promove uma redução eficiente do custo tributário (Fernandes e Martines, 2013), promovendo maior desempenho, sem afetar o risco da empresa (Qoos e Kappel 2017) ou, até mesmo, reduzir o risco da companhia, considerando o incremento no desempenho promovido pela economia tributária.

Em correspondência com estas discussões teóricas, o trabalho desenvolvido por Qoos e Kappel (2017) avaliou o efeito do planejamento tributário eficiente sobre o risco de mercado das empresas brasileiras de capital aberto, listadas em algum nível de governança corporativa da BM&Bovespa. Os principais resultados encontrados pelos autores revelam que, o planejamento tributário executado com apporte das melhores práticas de governança corporativa, não exerce efeito sobre o risco de mercado das empresas brasileiras listadas na BM&Bovespa. Além disso, as evidências reportadas por Qoos e Kappel (2017) contrapõem os resultados do trabalho de Vello e Martinez (2014), ao afirmarem que o planejamento tributário eficiente influencia negativamente o risco das empresas. As divergências desses resultados foram justificadas por Qoos e Kappel (2017), principalmente em função das sérias limitações metodológicas utilizadas por Vello e Martinez (2014), tanto nos procedimentos de estimativa dos modelos, quanto na escolha da amostra.

Diante dessas discussões o presente trabalho de pesquisa apresenta o seguinte questionamento: O planejamento tributário eficiente influencia o risco das empresas brasileiras de capital aberto, considerando os níveis de governança corporativa? Considerando o problema proposto, o objetivo geral dessa pesquisa é avaliar a relação entre planejamento tributário eficiente e o risco das empresas brasileiras de capital aberto, considerando o efeito dos níveis de governança corporativa da BM&Bovespa num período de 2010 a 2018. Entende-se que planejamento tributário executado

pelas melhores práticas de governança corporativa não influencia o risco de mercado das companhias brasileiras de capital aberto listas na BM&Bowespa (Qoos e Kappel, 2017).

Para atender ao objetivo geral foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- Identificar as principais proxies para relacionar planejamento tributário eficiente e risco de mercados das companhias;
- Identificar os níveis de governança corporativa das empresas ativas e inativas de capital aberto conforme os dados da BM&Bovespa;
- Analisar a relação planejamento tributário eficiente e risco de mercado das companhias brasileiras de capital aberto considerando o efeito da governança corporativa (positivo e negativo).

Cabe destacar aqui que esta pesquisa foi inspirada no trabalho de Qoos e Kappel (2017), onde demonstram que planejamento tributário executado pelas melhores pratica de governança corporativa não influencia o risco de mercado das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&Bowespa, tendo como amostra todas as empresas listadas em algum nível de governança da BM&Bowespa. Já Vello e Martinez (2014) em seu estudo afirmam que planejamento tributário executado pela transparência em suas ações reduz o risco das empresas. No entanto os autores apresentaram uma análise possivelmente enviesada em sua pesquisa, pois avaliaram apenas as empresas com um bom nível de governança corporativa segundo pesquisa feita pela editora Abril, totalizando 86 empresas.

O trabalho executado por Qoos e Kappel (2017) analisou apenas as empresas listadas em algum nível de governança da BM&Bowespa o que também pode apresentar um viés, apesar do trabalho ter como objetivo avaliar o efeito da governança em relação ao planejamento tributário e risco. Entretanto não foram avaliadas outras empresas, o que é uma limitação e que coloca em debate a possibilidade de que uma amostra maior, com mais empresas e num período maior de tempo, possa alterar os resultados apresentados pelos autores.

Sendo assim, a justificativa desse trabalho consiste no fato de que serão analisadas todas as empresas listadas em algum nível de governanças corporativa da BM&Bovespa, empresas com maior nível de governança corporativa e empresas com menor nível de governança corporativa, resolvendo um possível problema de amostra do trabalho de Qoos e Kappel (2017). Será utilizado como medidas de planejamento tributário o BTD (Book Tax Differences) diferenciando-se do trabalho de Qoos e Kappel (2017), que analisou como medida o total de tributos da DVA, a escolha dessas variáveis se justifica pela disponibilidade de informações no banco de dados da Económática<sup>®</sup>.

Finalmente, a estruturação desse trabalho está voltada a demostrar os princípios relevantes para se chegar a resolução do problema proposto, bem como avaliar as hipóteses formuladas nesse estudo. Para isso, está composto na primeira parte, por essa introdução, na segunda apresenta-se a base teórica e empírica do trabalho, hipóteses e estudos relacionados, seguindo da terceira, onde se encontra a metodologia utilizada para o desenvolvimento da pesquisa. À quarta parte, será destinada aos resultados encontrados nos testes propostos e, a última etapa, é destinada às considerações finais e recomendações para pesquisas futuras.

## **2 Background e desenvolvimento das hipóteses**

### **2.1 Planejamento tributário**

A busca por economia, administração de recursos financeiros e redução fiscal faz com que as empresas avaliem regularmente sua gestão tributária. Neste contexto, planejamento tributário

pode ser definido, como um conjunto de métodos legais que visam economia tributária através de um estudo dos fatos geradores. Sendo assim para Oliveira et al (2006) Planejamento tributário é a forma lícita de redução da carga tributária através de estudos que indicam o regime tributário que melhor se enquadra a empresa.

De acordo com Bisolo e Bagio (2012), planejamento tributário se traduz como a escolha do melhor método de tributação, conforme a realidade econômica da empresa. Entretanto, se torna essencial definir estratégias que influenciam a economia dos impostos, mostrando os encargos tributários nas formas legais (Oliveira et al, 2006). Para Scholes e Wolfson (2012) deve-se levar em consideração todas as partes envolvidas no processo, todos os tributos, sejam eles implícitos ou explícitos, e todos os custos relacionados, ainda que incertos ou prováveis. Cabe destacar que o tributo é apenas um, dentre os demais custos de uma organização, que podem sofrer influências do planejamento tributário.

Scholes e Wolfson (1992), revolucionaram a teoria do planejamento tributário no mundo, a medida que foram trazendo a matéria três alicerces fundamentais para realização de um planejamento tributário eficiente: all parts (todas as partes), all taxes (todos os impostos), e all costs (todos os custos). Neste sentido, é crescente a preocupação de manter uma relação de transparência e confiabilidade das informações para a parte interessada, objetivando sempre a eficiência do planejamento tributário (CASTRO E FLACH, 2013).

Segundo Fabretti (2006, p. 152), “Sua finalidade é obter a maior economia fiscal possível, reduzindo a carga tributária para o valor realmente exigido por lei [...].” Deve-se estudar e identificar todas as alternativas legais aplicáveis aos casos ou em lacunas existentes na legislação, que possibilitem realizar a operação pretendida da forma menos onerosa possível para o contribuinte, sem confrontar a lei (Lana e Lizote, 2015).

Neste contexto, Fernandes e Martines (2013), em seu estudo avaliaram a relação existente entre o pagamento de tributos e as práticas de governança corporativa, tendo como resultado, a evidencia de que, empresas listadas em algum nível de governança corporativa apresentam menor custo tributário. Sendo assim, estudos mostram que, planejamento tributário eficiente executados na presença das melhores práticas de governança corporativa, tende a oferecer um resultado positivo a empresa, reduzindo o risco de mercado. Por fim essas discussões teóricas permitem formular a seguinte hipótese de pesquisa relacionada a planejamento tributário:

**Hipótese 1 (H1): Planejamento Tributário apresenta sensibilidade positiva em relação ao risco de mercado das empresas.**

## 2.2 O efeito da Governança corporativa sobre a relação entre Risco e Planejamento Tributário

Governança Corporativa segundo Jensen e Meckling (1976) é o conjunto de princípios que tem como objetivo solucionar os conflitos entre acionistas e administradores. Nesse contexto, Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas são conduzidas, monitoradas e incentivadas, onde envolve os proprietários, conselho de administração, diretoria, órgãos de controle e demais partes interessadas (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) 2009, P.19). Andrade e Rosseti (2006) destacam quatro princípios como sendo os essenciais para uma boa Governança Corporativa: Fairness (equidade), Disclosure (transparência), Accountability (prestação de contas) e Compliance (conformidade no cumprimento das normas).

No Brasil, conforme Zanker (2008), as empresas estão cada vez mais buscando se adaptar as boas práticas de governança corporativa, pois, ao adotarem os melhores mecanismos de governança

possuem maior credibilidade frente aos investidores, diferente das que possuem resistência em flexibilizar seus negócios. Para Correia, Amaral e Louvet (2010) as empresas que são melhor avaliadas no mercado, apresentam transparência nas informações publicadas e oferecem proteção aos investidores, concluindo que, a boa governança, diminui o risco de mercado e agrega valor as ações da empresa. Elas tendem a ter mais aceitação no mercado, à medida que vão apresentando menos risco, por consequência diminuir os riscos aumenta a valorização das ações, garantindo maior facilidade na captação de recursos e obtendo mais rentabilidade (Rossoni e Silva, 2010).

Nesse contexto, para Gomes (2012), planejamento tributário é um importante instrumento da diminuição do custo tributário das empresas, principalmente executado na presença das melhores práticas de governança corporativa, aumentando o retorno financeiro das empresas, sem influenciar nos riscos tributários, inclusive reduzindo os riscos que possam vir a comprometer a continuidade da empresa no mercado. Para Turra, Virginie e Cunha (2015) a governança corporativa exerce uma influência negativa sobre o risco de mercado das empresas, pois a medida que elas aderem as práticas de governança o risco tende a diminuir.

Já, os estudos de Wilson (2009) e Desai e Dharmapala (2009) demonstram que, há indícios que o efeito do nível de governança corporativa, influencia na redução de tributos sobre o valor da empresa. Para os autores, o efeito é positivo quando a governança corporativa é alta nas empresas. Sendo assim, ativos com grande variabilidade dos retornos são os mais arriscados, ou seja, quanto maior a incerteza de retorno, maior será o risco de investimento (Gitmann, 2002).

Em contrapartida, Rossoni e Silva (2011), estudaram associar o risco no mercado de capitais brasileiro a adoção de práticas formais de governança, tendo como resultado, evidencia que as empresas listadas no Nível Novo Mercado da Bovespa apresentam menor risco sistemático, ou seja a adesão ao Novo Mercado, o prestígio dos conselheiros e a reputações da empresa afetam significativamente o valor de mercado. Já Correia, Amaral e Louvet (2010) mediram a qualidade da governança corporativa, através da análise dos principais componentes que indicam a confiança dos investidores, obtendo como resultado, que as empresas melhor avaliadas pelo mercado são as que apresentam maior transparência nas informações e maior proteção aos investidores, ou seja, a boa governança acrescenta valor ao preço das ações e menor risco ao mercado.

No Brasil as práticas de Governança Corporativa são regulamentadas pela BM&Bovespa, através de níveis diferenciados de listagem. Os diferentes níveis foram criados para contemplar os variados tipos de empresas, que compõem o mercado brasileiro, Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2. Esses segmentos adotam regras diferenciadas, garantindo as empresas uma melhor avaliação frente aos investidores (BOVESPA, 2016).

Para aumentar o valor das ações o administrador precisa levar em consideração duas determinantes, risco e retorno, a variação de um ativo individual ou de uma carteira de ativos pode ser definida como risco, ou seja, quanto maior a incerteza de retorno de um ativo, maior é o risco de seu investimento (Gitmann, 2010 pg 203). Assim, a partir dos estudos já feitos, espera-se que o planejamento tributário na presença de boas práticas de governança corporativa, não exerça influência sobre o risco de mercado das empresas. Dessa forma, formula-se as seguintes hipóteses para esta pesquisa:

**Hipótese 2 (H2): Empresas com alta governança corporativa não apresenta relação com o risco de mercado, ou apresenta relação negativa.**

**Hipótese 3 (H3): Empresas com baixa governança corporativa apresentam relação positiva com o risco de mercado.**

### 3 Procedimentos metodológicos e estratégia empírica

#### 3.1 Classificação da Pesquisa, Amostra e Dados

Este estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, visto que procura descrever a relação entre as proxies de planejamento tributário e risco de mercado das empresas. Planejamento tributário eficiente, executado na presença das melhores práticas de governança corporativa promovem uma redução do risco de mercado das empresas (VELLO E MARTINES, 2014), ou não exerce influência sobre o risco (QOOS E KAPPEL, 2017; CAZZARI et al., 2016). Sendo assim, para prover evidências dessa relação, foi utilizado uma estratégia empírica inspirada no estudo de Qoos e Kappel (2017). Sendo assim, a amostra desta pesquisa foi composta por todas as empresas brasileiras de capital aberto que integram o banco de dados da Economática® e que possuem suas ações negociadas na BMF&FBovespa, no período dos anos de 2010 a 2018, com informações anuais.

Para essa análise e para medir o índice de Governança Corporativa, foram extraídas as informações da BMF&FBovespa, e assim, visualizar em quais níveis as empresas estão enquadradas dentro da Governança Corporativa que é subdividida em cinco níveis Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2. Além disso, foi realizada a classificação considerando que as empresas que estivessem em algum dos níveis anteriores seriam enquadradas como empresas que possuem governança corporativa (mensurado pelo número 1) e as empresas que não estivessem em nenhum dos níveis, como empresas sem governança corporativa (mensurado pelo número 0).

Em relação as restrições da amostra, foram eliminadas da pesquisa as informações das empresas financeiras e de seguros, por apresentarem características de intermediação financeira e por serem distintas das demais empresas. Também foram eliminadas, as empresas que possuíam contribuição de imposto negativa, visto que, as adoções das IFRS ocorreram no Brasil de maneira completa no ano de 2010, porém a adoção pratica pode ocorrem ao longo do tempo, devido a curva de aprendizagem. Por fim, e não menos importante, cabe salientar que não foram excluídas as empresas inativas, evitando assim uma análise enviesada dos dados pela sobrevivência das empresas. Ficando com uma amostra final de 620 empresas, dentre elas ativas e inativas.

#### 3.2 Definição Operacional das Proxies, do Modelo Econométrico e dos Procedimentos de Estimação

Baseado no trabalho de Quoos e Kappel (2017), a operacionalização da pesquisa demandou identificar a variável independente de planejamento tributário, para testar a sensibilidade do planejamento tributário ao risco, na presença de boas práticas de governança corporativa da BM&Bovespa. Sendo assim, foi aplicado a amostra completa uma variação da estratégia utilizada por Quoos e Kappel (2017), onde em substituição a medida de planejamento tributário utilizada pelos autores, IPTEit (índice de Planejamento Tributário Eficiente da Empresa) foi utilizado o BTD (Book-Tax Differences) sendo usado a seguinte equação Book-Tax Differences – BTD – utilizada para mensurar o nível de agressividade das empresas:

$$\text{Book} - \text{Tax Differences} = \text{LAIR} - (\text{IRPJ} + \text{CSLL})$$

em que:

Book-Tax Differences = diferenças de impostos sobre livros

IRPJ = imposto de renda

CSLL = contribuição social

LAIR = lucro antes do imposto de renda e contribuição social

Além da variável de planejamento tributário, foi utilizado para mensuração do risco de mercado, como proxy de risco das empresas o valor da volatilidade disponíveis na base de dados da Económatica®. E como variáveis de controle foi utilizado as proxies do trabalho de Vello e Martinez (2014), onde as proxies propostas como fatores determinantes no risco de mercado das firmas são: Rentabilidade (RENT), Alavancagem Financeira (ALAF), Endividamento (ENDV), Liquidez Financeira (LIQD), Dividendos Pagos (DIVY) e Logaritmo do Ativo Total (LNAT).

$$\text{Risco}(t+0,25) = \alpha_1 + \beta_1 * \text{IPTEit} + \beta_2 * \text{ALAFit} + \beta_3 * \text{RENTit} + \beta_4 * \text{ENDVit} + \beta_5 * \text{LIQDit} + \beta_6 * \text{DIVYit} + \beta_7 * \text{LNATit} + \zeta_{it}$$

Essa primeira determinação para o teste da hipótese 1 (H1) objetivou analisar a sensibilidade positiva do planejamento tributário em relação ao risco de mercado das empresas, em toda a amostra. Sendo assim, espera-se afirmar com essa hipótese que, as empresas com maior nível de planejamento tributário, possuem um nível maior de risco, sendo mais agressivas as tendências do mercado.

Para avaliar as hipóteses 2 e 3 (H2 e H3), o segundo teste procurou analisar se governança corporativa possui relação com o risco de mercado das empresas ou apresenta relação negativa. Foi estimado os testes para o grupo geral de empresas que possuem algum tipo de governança corporativa e para o grupo de empresas que estão nos mais elevados níveis de governança corporativa N1, N2 e Novo Mercado. Já as empresas classificadas no Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, não foram estimadas, por não possuírem informações suficientes para realização dos testes. Os dados para classificação da amostra foram retirados do site da BFM&Bovespa.

Como procedimentos de estimação, utilizou-se a análise de Dados em Painel ou dados longitudinais, onde viabiliza amostras mais precisas e estatísticas de testes mais poderosas (BALTAGI, 2005; WOOLDRIDGE, 2013), isso porque, Dados em Painel é uma técnica de agrupamentos independentes de cortes transversais ao longo do tempo. Tendo sua utilização justificada pela possibilidade de aumento do tamanho da amostra, incorporando dados de uma população em períodos de tempos diferentes (BALTAGI, 2005; WOOLDRIDGE, 2013).

Baltagi (2005), a combinação de séries temporais e corte transversal permite que os dados sejam mais informativos, com maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, tenha mais graus de liberdade e mais eficiência nas análises. A utilização dessa técnica possibilita o controle da heterogeneidade individual, pois dados em painel indica que firmas são heterogêneas, ao mesmo tempo que séries temporais ou cross-section não controlam essa heterogeneidade, promovendo riscos de resultados parciais ou enviesados. Além disso, para o autor, essa técnica auxilia no problema de variável omitida ou não identificada no modelo, influenciando o comportamento das firmas, assim como variáveis de tempo afetam o comportamento de todas as firmas de modo individual e distinto, nos períodos analisado como efeito da crise, de política econômica entre outros (BALTAGI, 2005).

Segundo Baltagi (2005), existe um ponto importante a ser colocado em relação as restrições impostas pelo uso dessa técnica de dados em painel, como os problemas de heterocedasticidade característicos aos dados de corte transversal e problemas de auto correlação, comuns em dados de séries temporais. Sendo necessário identificar, reconhecer e resolver os viesses ligados a esses problemas, que podem estar presentes nesta técnica de dados (BALTAGI, 2005). Neste sentido, no

trabalho proposto, todos os modelos foram estimados com erros robustos clusterizados ao nível da firma, resolvendo assim possíveis problemas de autocorrelação e heterocedasticidade.

Existe três principais abordagens para técnica de Dados em painel: modelo agrupado (pooled ou sem efeito), modelo com efeitos fixos (fixed-effects ou EF) e modelo com efeitos aleatórios (random-effects ou EA). No modelo agrupado entende-se que os parâmetros de estimação são comuns a todas as firmas e as variáveis omitidas não estão sendo correlacionadas com as variáveis explicativas propostas na estimação. Sendo assim, a possibilidade de estimativas enviesadas pode estar presente nesta situação e na amostra desta pesquisa, levando em consideração que a hipótese de homogeneidade é muito restritiva, considerando a diversidade da característica de comportamento e de estruturas das firmas.

Neste sentido, para Baltagi (2005) o modelo com efeitos fixos pressupõe a endogeneidade de todos os regressores com efeitos individuais, enquanto que o modelo com efeitos aleatórios admite a exogeneidade de todos os regressores com os efeitos individuais aleatórios. O ponto de discussão entre os modelos está na forma de como introduzem a heterogeneidade das firmas de estimação. Para isso, é importante o entendimento quanto ao efeito não observado, ou seja, se o erro é correlacionado com variáveis explicativas, deve-se utilizar o modelo de efeito fixo, e sendo o erro não correlacionado com as variáveis explicativas utiliza-se a técnica de efeito aleatório. BALTAGI, 2005).

Para Wooldridge (2013), a utilização da técnica de dados em painel justifica-se pela possibilidade de que o efeito não observado seja correlacionado com as variáveis independentes, explicando o uso de efeito fixo. Neste contexto, a justificativa para utilização desta técnica nesta pesquisa é a característica do estudo e da amostra, além de que a regressão de dados em painel é amplamente utilizada em outros estudos com esse tema, podendo ser observada nas pesquisas de Vieira et al (2011), Qoos e Kappel (2017), Gomes (2012), entre outras. Cabe salientar ainda, que foram utilizados o teste de Hausman e o teste de Breusch and Pagan (BALTAGI, 2005) para indicação do modelo que melhor se adapta, incorporando as três abordagens: efeito fixo, efeito aleatório e agrupamento.

Por fim, cabe destacar, que a amostra desta pesquisa foi construída de forma não-balanceada, justificando-se pelo fato de que na amostra balanceada todos os dados das empresas precisam estar presentes em todas as observações, formando uma amostra apenas com dados disponíveis em todos os anos para as empresas. Já a forma não-balanceada, utilizada nesta pesquisa, consiste na possibilidade de capturar o maior número possível de observações e de empresas, levando em conta que este tipo de amostra não requer o mesmo número de dados para cada empresa, evitando assim uma análise enviesada somente pelas empresas que constavam alguma informação ou pela sobrevivência das mesmas, entre outras situações que estabelecem a não ocorrência de informações no período da amostra.

## 4 Apresentação e análise dos dados

### 4.1 Estatísticas Descritivas

Os resultados apresentados na Tabela 1 sintetizam os dados de todas as variáveis investigadas neste estudo. Os dados incluem a média (M), o desvio padrão (DV) e o teste de diferença de médias dessas variáveis ( $BG \neq AG$ ), usadas nas estimações para a amostra completa e para os grupos de Geral IGC(grupo de todas as empresas com algum nível de Governança Corporativa, sendo entre elas N1, N2, Novo Mercado, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2), e Geral N1\_N2\_NM (todas as empresas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, grupos esses que são os mais utilizados dentro dos

índices da Governança Corporativa) durante o período de 2010 a 2018. Apresenta, ainda, o p-value (PV) do teste t para diferença de médias ( $BG \neq AG$ ) das variáveis entre os grupos. Cabe destacar ainda, que as informações reportadas foram obtidas após procedimento de winsorização.

Os resultados da tabela 1 evidenciam, nos dois grupos de classificação, que as empresas classificadas com alta governança corporativa possuem média superior em relação as empresas com baixa governança corporativa, quando verificado a variável de risco volatilidade possuindo significância a nível de 1%. No entanto, para variável de planejamento tributário, BTD (Book-Tax Differences), a média ficou superior para as empresas com baixa governança corporativa, apresentando significância ao nível de 5%. Sendo assim, as variáveis independentes, apresentam diferenças de médias estatisticamente significantes, o que indica que os critérios de classificação apresentam comportamento discriminante para as variáveis utilizadas nos testes. De modo geral, as variáveis independentes utilizadas nesse estudo, apresentaram diferenças de medias estatisticamente significantes, o que indica que os critérios de classificação usados apresentaram comportamento alinhados com a teoria para as variáveis usadas nos testes.

Tabela 1: Estatística Descritiva das Variáveis Volatilidade, BTR, Alaf, Rent, End, Liq, Div e Logtam de Todas as Firmas e por Grupos de Firms classificadas em, Geral IGC, Geral N1\_N2\_NM, com base nos critérios, Sem Governança Corporativa e Com Governança Corporativa (período 2010 – 2018)

PÉRIODO 2010 - 2018								
Variável		Amostra Completa Baixa Governança	GERAL IGC			N1_N2_NM		
			Alta Governança	BG ≠ AG PV	Baixa Governança	Alta Governança	BG ≠ AG PV	
Logvol	Média	-0,2368842	-0,317621	-0,1937354	0,0000	-0,3165843	-0,1935045	0,0000
	DV	0,4375168	0,4991983	0,394295		0,4968204	0,3952147	
Btd2 Média 1,958862			2,584976	1,018408	0,0151	2,539016	1,018913	0,0194
	DV	15,61163	20,12002	0,6681135		19,8263	0,6835226	
Alaf	Média	0,0126329	5,208217	-7,780743	0,1608	4,574429	-7,368471	0,2009
	DV	224,0882	104,6371	330,2812		104,946	337,1006	
Rent	Média	3,330629	5,041847	0,7602969	0,5026	4,907853	0,7752563	0,5210
	DV	154,5391	198,9691	17,20511		196,0487	17,60075	
End	Média	2,438502	3,637039	0,6382407	0,0317	3,547554	42,93624	0,0390
	DV	33,79902	43,57308	1,357783		0,641647	1,388659	
Liq	Média	21,55124	35,2002	1,231633	0,0000	34,1993	1,235633	0,0000
	DV	189,2012	243,7094	1,124989		240,1676	1,141406	
Div	Média	-212062,2	-194893	-235369,6	0,2308	-185806,2	-250381,7	0,0574
	DV	796150,3	929942,3	565669,7		907600,9	595685,6	
Logtam	Média	5,806649	5,301089	6,566026	0,0000	5,303098	6,622488	0,0000
	DV	1,423575	1,569456	0,6411234		1,548841	0,5896389	

Nota: Média (M), Desvio-padrão (DV), p-value do teste t para diferenças de médias entre firmas com alta Governança Corporativa e baixa Governança Corporativa (SIGC≠CIGC) das variáveis entre os grupos.

Fonte: Elaborado pelos autores.

#### 4.2 Testes e Tratamento dos Dados

Nesta parte do estudo será apresentado a matriz de correlação das variáveis investigadas, onde identifica potenciais problemas de multicolinearidade entre as variáveis, o teste Hausmann e o teste de Breusch and Pagan, esses dois testes visam identificar o modelo que melhor se enquadra para a amostra utilizada (fixed-effects X random-effects X pooled). Por último será reconhecido os potenciais problemas de heterocedasticidade e autocorrelação.

A Tabela 2 demonstra a matriz de correlação atribuída para o teste de multicolinearidade aplicado para as variáveis BTD (Book-Tax Differences), Rentabilidade (RENT), Alavancagem Financeira (ALAF), Endividamento (ENDV), Liquidez Financeira (LIQD), Dividendos Pagos (DIVY), Logaritmo do Ativo Total (LOGTAM). O objetivo deste teste, é realizar uma análise, para avaliar a existência de correlação significativa entre as variáveis independentes dos modelos econometríticos. Em relação aos dados apresentados, optou-se por apresentá-los pela totalidade da amostra, considerando que a separação das empresas pelo nível de governança corporativa da BMF&Bovespa não seja o método mais indicado. Sendo assim, os resultados encontrados na tabela 2, não demonstram correlação significativa entre as variáveis, superior a 0,65, que conforme Gujarati (2012) pode romper a qualidade das estimativas, ou seja, não possuem multicolinearidade entre si, não sendo necessário realizar ajustes.

Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis BTD, Alavancagem Financeira, Rentabilidade, Endividamento, Liquidez Financeira, Dividendos Pagos, Tamanho do Ativo no período de 2010 a 2018)

Variáveis Independentes (Amostra completa)							
	BTD2	ALAV	RENT	END	LIQ	DIV	LOGTAM
BTD2	1						
ALAV	0,0002	1					
RENT	-0,0618***	-0,0023	1				
END	0,1684***	0,0004	-0,0011	1			
LIQ	0,0027	-0,0003	-0,0029	-0,0082	1		
DIV	0,0159	-0,0027	0,0053	0,0339*	0,0292	1	
LOGTAM	-0,1742***	-0,0022	-0,0423**	-0,1121***	-0,2124***	-0,2886***	1

Nota: \*\*\*, \*\* e \*, indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Fonte: Elaborado pelos autores

Na tabela 3, está reportado os resultados do Teste de Hausmann, considerando a equação proposta neste estudo para avaliação da proxy de risco Volatilidade, em relação a amostra completa. O teste foi realizado na amostra completa, tendo como objetivo analisar qual o melhor modelo para essa pesquisa entre estimativa por Fixed-effects (FE ou Efeito Fixo), onde tem a perda de graus de liberdade, ou o Random-Effects (RE ou Efeito Aleatório), que trata os efeitos individuais. O resultado do teste reportou a utilização do modelo por Fixe-effects (Efeito Fixo), não sendo necessário realizar o teste de Breusch and Pagan (Random-effects x Pooled).

Tabela 3: Resultado do teste de Hausmann – Fixed-effects “Efeito Fixo” x Random-effects “Efeito Aleatório” (todas as empresas num período de 2010 – 2018)

VOLATILIDADE	TODA AMOSTRA			
Variáveis explicativas	Coef b (FE)	Coef B (RE)	Difference (b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B)) S. E.
BDT	0,0428201	0,0519109	-0,0090907	.
alaf	-0,0000255	-0,0000166	-8,90E-06	.
rent	0,0012037	-0,0001309	0,0013346	.
end	0,0021053	-0,0026312	0,0047365	.
liq	-0,0155032	-0,01404	-0,0014631	.
div	3,14E-08	1,52E-08	1,62E-08	.
logtam	3,47E-02	-9,44E-02	1,29E-01	.
N. observações	1149			
Períodos incluídos	9			
Amostra	2010-2018			
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systemati				
<b>chi2(13) =  <math>(\mathbf{b}-\mathbf{B})'[\mathbf{V}_b-\mathbf{V}_B]^{(-1)}(\mathbf{b}-\mathbf{B}) =</math>    355,00</b>	<b>Probchi2 = 0.0000</b>			
<b>Resultado dos Teste de Hausman FE x RE</b>	<b>Efeitos Fixos (Fixed-effects)</b>			

Fonte: Elaborado pelos autores.

A hipótese de presença de homocedasticidade e ausência de autocorrelação para o modelo de componente de erro padrão é muito determinante para dados em painel (BALTAGI, 2005 p.79). Entretanto, a presença de heterocedasticidade acontece quando a variância dos erros não é constante, contrariando a suposição de que seja homocedástico. Já, a falta de autocorrelação evidencia que o termo de erro de uma observação não é capaz de influenciar o termo de erro de outra observação (GUJARATI, 2012; WOOLDIGE, 2013; BALTAGI, 2005).

Segundo Gujarati (2012), a heterocedasticidade pode ser explicada pela presença de outliers, impasse de identificação do modelo teórico, assimetria na distribuição de um ou mais regressores, entre outras situações. Tem como principal consequência influenciar a significância dos resultados e a possibilidade de apresentar um estimador tendencioso. Ainda para o autor, é comum o problema de autocorrelação entre os erros a dados de séries temporais, onde a principal consequência são os estimadores inconsistentes.

Neste sentido, foram realizados os testes de heterocedasticidade e autocorrelação para a equação proposta no estudo, obtendo como resultado, a presença de heterocedasticidade e autocorrelação positiva para os dois modelos econôméticos. Cabe salientar que, para o teste das hipóteses testadas os modelos foram avaliados com erros robustos clusterizados ao nível da firma (BALTAGI, 2005).

#### 4.3 Resultado dos Testes para Hipóteses Investigadas

Considerando os testes e os potenciais problemas apresentados, o objetivo da primeira hipótese proposta, foi analisar se o planejamento tributário apresenta sensibilidade positiva em relação ao risco de mercado das empresas. A segunda hipótese avalia se as empresas com alta governança corporativa não apresentam relação com o risco de mercado ou, apresenta relação negativa e a terceira hipótese, avalia se as empresas com baixa governança apresentam relação positiva com o risco de mercado. Neste sentido, a literatura sugere que planejamento tributário executado pela presença das melhores práticas de governança corporativa, não influencia o risco das empresas (Qoos e Kappel, 2017). Já para Vello e Martinez (2014), planejamento tributário executado pela transparência nas suas ações, reduz o risco de mercado.

Tabela 4: Resultado das regressões para a proxy Volatilidade, considerando a amostra geral e por grupos de alta e baixa Governança Corporativa (período 2010 – 2018)

RISCO	VOLATILIDADE									
	TOTAL DA AMOSTRA		GERAL IGC				GERAL N1_N2_NM			
			Alta Governança		Baixa Governança		Alta Governança		Baixa Governança	
Variáveis explicativas	Coef	Z	Coef	Z	Coef	Z	Coef	Z	Coef	Z
<b>BTD</b>	0,0519109***	4,52	0,0699699*	1,58	0,0328298*	1,96	0,069672	1,58	0,0326928*	1,95
<b>alaf</b>	-0,0000166	-0,95	-0,0000123	-0,66	-0,0013827***	-4,26	-0,0000122	-0,65	-0,0013815***	-4,22
<b>rent</b>	-0,0001309	-0,03	-0,0013803	-0,61	0,0109849	0,46	-0,0013841	0,545	0,0112617	0,48
<b>end</b>	-0,0026312	-0,71	-0,0151847	-0,56	-0,0070969	-1,19	-0,0150285	-0,55	-0,0070235	-1,17
<b>liq</b>	-0,01404	-0,76	-0,0199183	-0,79	-0,0058542	-0,23	-0,019645	0,441	-0,0067251	-0,27
<b>div</b>	1,52E-08	0,94	5,06e-08***	2,79	-1,15E-08	-0,54	5,05e-08***	2,79	-1,15E-08	-0,55
<b>logtam</b>	-0,0944207	-1,07	-0,0375588	-0,44	-0,4149611**	-2,19	-0,0366677	-0,43	-0,4096683**	-2,17
N. Observações	1149		779		370		774		375	
Períodos incluídos	9		9		9		9		9	
Amostra	2010 – 2018		2010 – 2018		2010-2018		2010 – 2018		2010-2018	

Resultados das estimativas por GMM de dois passos (efeitos fixos para firma e ano) robustas à heterocedasticidade e autocorrelação utilizando o comando xtivreg2, gmm2s e robust no software Stata/SE versão 12.0. Todas as regressões também foram estimadas por 2SLS (*two-stage least squares for panel-data models*) robustas à heterocedasticidade e autocorrelação usando comando xtivreg2 e robust no software Stata/SE versão 12.0, mas os resultados mostraram-se qualitativamente semelhantes as estimativas por GMM de dois passos.

Nota: \*\*\*, \*\* e \*, indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

GERAL IGC (Geral Índice de Governança Corporativa), GERAL N1\_N2\_NM (Geral Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado)

Fonte: Elaborado pelos autores.

A tabela 4 demonstra os resultados do modelo econômico testado neste estudo, para a amostra completa, considerando a estimativa dos dados com erros robustos clusterizados ao nível da empresa. Os resultados da equação, em que o risco foi mensurado pela proxy volatilidade, demonstram que a variável BTD é positiva e apresenta significância estatística ao nível de 1%, confirmando assim, que quanto maior o planejamento tributário maior o risco de mercado das empresas.

Os resultados apresentados na tabela 4, demonstram que, quando olhamos a amostra como um todo, onde o risco foi medido pela proxy volatilidade em relação a variável BTD do planejamento tributário, percebemos que possui uma relação positiva entre planejamento tributário e risco, ou seja, quanto maior o planejamento tributário, a empresa é mais agressiva em relação a carga tributária, maior é o risco de mercado das empresas. Confirmando assim, a hipótese H1.

Neste sentido, ao analisarmos as empresas com alta governança corporativa, empresas com melhor gestão, o planejamento tributário não afeta o risco, não existe relação, confirmando a hipótese H2. Por outro lado, quando olhamos as empresas sem governança corporativa, empresas

com gestão precária pela medida de governança corporativa, podemos observar que planejamento tributário afeta o risco de mercado das empresas, confirmando a hipótese H3.

Sendo assim os resultados apresentados vai de encontro aos resultados encontrados por Qoos e Kappel (2017), onde evidenciam que planejamento tributário executado pelas melhores práticas de governança corporativa, não afeta o risco das companhias brasileiras de capital aberto. Ao mesmo tempo que, contrapõe os resultados de Vello e Martinez (2014), onde em sua pesquisa, afirmam que planejamento tributário reduz o risco das empresas.

Cabe destacar que neste estudo foram analisadas todas as empresas ativas e inativas que fazem parte do grupo de dados da Economática®, totalizando 620 empresas, já Qoos e Kappel (2017), analisaram somente as empresas que estavam em algum nível de governança corporativa e Vello e Martinez (2014) por sua vez, analisaram só as maiores empresas, com maior nível de governança corporativa presente na pesquisa Melhores & Maiores da editora Abril. Podendo ser este um potencial problema, diferença das amostras, que contribui para esclarecer as assimetrias encontradas nos trabalhos realizados.

Outro fator importante, é a mensuração das variáveis, onde Qoos e Kappel (2017), utilizaram como medida para mensurar Planejamento Tributário o total de tributos da DVA (Demonstrativo de Valor Adicionado), e neste estudo foi utilizado o BTD (Book-Tax Differences). Além disso, no trabalho de Qoos e Kappel (2017), foi excluído a variável ALAF (Alavancagem Financeira), por apresentar problemas de multicolinearidade, o que nesta pesquisa, conforme apresentado na tabela 2, não foi necessário. Por outro lado, Vello e Martinez (2014) em sua pesquisa não realizaram os testes para resolver potenciais problemas inerente a utilização de dados em painel.

## Considerações finais

A proposta central desta pesquisa foi analisar a relação do planejamento tributário sobre o risco de mercado das empresas brasileiras de capital aberto, listadas em algum nível de governança corporativa da BM&FBovespa, em um período de 2010 a 2018. Sendo assim, foi necessário realizar a identificação da principal proxy para relacionar planejamento tributário e risco de mercado das empresas, e posteriormente analisar a relação existente entre planejamento tributário e risco de mercado das empresas na presença de boas práticas de governança corporativa ou sem a presença de boas práticas de governança corporativa.

Inspirada na pesquisa de Qoos e Kappel (2017), realizou-se este estudo baseado nas empresas brasileiras de capital aberto, definindo assim, uma amostra com 620 empresas, entre elas as ativas e inativas que compõe o banco de dados da Economática®, no período de 2010 a 2018. Além disso, as três hipóteses foram testadas para identificar a relação entre planejamento tributário e risco de mercado, considerando se a prática de governança corporativa exerce efeito nessas relações. A primeira hipótese (H1) avaliou se planejamento tributário apresenta sensibilidade positiva em relação ao risco de mercado das empresas. Já a hipótese dois (H2) analisa se as empresas com alta governança corporativa, não apresentam relação com o risco de mercado, e a hipótese três (H3) vem contrapor a hipótese dois, analisando se as empresas com baixa governança corporativa apresentam uma relação positiva com o risco de mercado.

Para a proxy de risco foi utilizado a volatilidade como variável dependente e para medir o planejamento tributário utilizamos o BTD (Book-Tax Differences), diferenciando-se as amostras apenas pelos índices de governança corporativa, alta ou baixa governança. E dividimos os grupos por Amostra Geral, Geral Governança Corporativa e Geral Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os

resultados apresentados confirmam as três hipóteses, indo de encontro com a pesquisa de Qoos e Kappel(2017), neste sentido, contrariando o resultado apresentado por Vello e Martinez (2014).

A divergência nos resultados pode estar na característica e tamanho da amostra, considerando que Vello e Martinez (2014) utilizaram como critério para coleta de dados, empresas que responderam à pesquisa Melhores & maiores da editora Abril, sendo uma amostra pequena e enviesada pelo tamanho das empresas. Além disso, a pesquisa apresentou resultados estatísticos que podem apresentar problemas de evidências, uma vez que os autores não reportam os testes para tratamento de potenciais problemas de multicolinearidade, heterocedasticidade e autocorrelação, que são sugeridos para os modelos econométricos de dados em painel (BALTAGI, 2005; GUJARATI, 2012; WOOLDRIDGE, 2013). Já Qoos e kappel (2017), utilizaram somente as empresas listadas nos melhores níveis de governança corporativa, e ao realizar os testes de multicolinearidade e autocorrelação retiram dos modelos econôméticos propostos a variável independente ALAF (Alavancagem Financeira) por apresentar correlação significativa, acima de 0,65 com a variável ENDV (Endividamento).

Por fim, este estudo destaca-se por analisar planejamento tributário e risco na presença ou não de boas práticas de governança corporativa, utilizando como amostra todas as empresas ativas e inativas que compõe o banco de dados da Económatica®. Neste sentido, sugere-se para pesquisas futuras ratificar a amostra por tamanho, ranqueando entre as maiores e menores empresas, além da utilização de outras proxies, analisando qual efeito isso gera em relação ao assunto proposto nessa pesquisa.

## Referências

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2006.
- BALTAGI, B. H. Econometric Analysis of Panel Data. Third edition. England: John Wiley & Sons Ltd, 2005.
- BISOLO, T.; BAGGIO, D. K. Planejamento tributário: estudo de regime tributário menos oneroso para indústria. Revista de Administração IMED - RAIMED, Passo Fundo, RS, v. 2, n. 3, p. 195-206, 2012. Disponível em: <https://seer.imed.edu.br/index.php/raimed/article/download/250/274>. Acesso em: 10.11.2018.
- 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: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO –SEMEAD,16., 2013, São Paulo. Disponível em: <http://sistema.semead.com.br/16semead/resultado/trabalhospdf/818.pdf>. Acesso em 29/10/2018.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. R. Contabilidade & Finanças - USP, São Paulo, v.22, n. 55, p. 45-63, jan./fev./mar./abr. 2011.
- FABRETTI, L. C. Contabilidade tributária. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- FERNANDES, V.; MARTINEZ, A. L. Tributação e Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Destinação do Valor Adicionado em Tributos por Empresas que Adotam Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: [http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/2/450c.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/450c.pdf) . Acesso em: 29.10.2018.
- GITMAN, L. J., Princípios de Administração Financeira. Tradução de Allan Vidigal Hastings. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- GOMES, A. P. M. A Influência das Características da Governança Corporativa na Gestão

Tributária das Empresas Brasileiras. 2012, 148 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.

HANLON, M.; HEITZMAN, S., A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, Issue 2-3, p. 127-178, 2010.

IBGC, I. B. de G. C. Código de melhores práticas de governança corporativa. São Paulo: IBGC, p. 1 - 74, 2009.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *The Journal of Financial Economics*, Bingley, p. 305-360, 1976.

KAPPEL, S. R. da; QUOOS, A. G.; ZONATTO, S. C. V. da. Planejamento Tributário e Risco: Um Estudo das Companhias Brasileiras de Capital Aberto listadas nos melhores Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa. II Congresso de Contabilidade da UFRGS, 2017. Acesso em 17.10.2018.

LIZOTE, S. A.; LANA, J. A Importância do Planejamento Tributário para a Redução dos Tributos e Otimização dos Lucros. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA - SEGeT, 9., 2012, Rio de Janeiro. Gestão, Inovação e Tecnologia para a Sustentabilidade. Rio de Janeiro, RJ: AEDB, 2012. Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos12/1021676.pdf>. Acesso em 29.10.2018.

OLIVEIRA, L. M. et al. Manual de contabilidade tributária. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ROSSONI, L.; SILVA, W. M. Nos Limites da Legitimidade: Uma Análise do Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. In: Encontro de Estudos em Estratégia, 2011, Porto Alegre. Anais Eletrônicos... Porto Alegre: ANPAD, 2011. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/3Es347.pdf>. Acesso em: 16 mar. 2016.

SCHOLES, M.; WOLFSON, M. Taxes and business strategy: a planning approach. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1992.

SOUSA, R. A. M.; NOBRE, C. J. F.; DUARTE, F. C. de L.; PAULO, E. Elisão Fiscal: Mecanismos de Governança Importam? In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 16., 2016, São Paulo, SP. Disponível em: <http://www.congressousp.fipecafi.org/anais/artigos162016/185.pdf>. Acesso em: 29/10/2018.

TURRA, S.; VERGINI, D. P.; CUNHA, P. R. Influências da Governança Corporativa e da Estrutura de Capital Sobre Risco, Desempenho Financeiro e Valor de Mercado. In: SIMPÓSIO DE ADMINISTRAÇÃO DA PRODUÇÃO, LOGÍSTICA E OPERAÇÕES INTERNACIONAIS - SIMPOI, 2015, São Paulo. Cadeias Globais e Competitividade em Mercados Emergentes. São Paulo, SP, 2015. Disponível em: [www.simpoi.fgvsp.br/arquivo/2015/artigos/E2015\\_T00159\\_PCN33440.pdf](http://www.simpoi.fgvsp.br/arquivo/2015/artigos/E2015_T00159_PCN33440.pdf).

VELLO, A. P. C.; MARTINEZ, A. L. Planejamento tributário eficiente: uma análise de sua relação com o risco de mercado. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis, v. 11, n. 23, p. 117-140, mai./ago.2014. Acesso em 29/10/2018.

ZANKER, P. F. L. Gestão de Risco e Governança: As Empresas Brasileiras na Bolsa de Valores de Nova York. 2008, 117f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Ciências Administrativa, Universidade Metodista de São Paulo, São Bernardo do Campo, 2008.

WOOLDRIDGE, J. M. Introdução à Econometria: uma abordagem moderna. 4a. São Paulo: Cengage Learning, 2013.