O Boletim de Conjuntura (BOCA) publica ensaios, artigos de revisão, artigos teóricos e empíricos, resenhas e vídeos relacionados às temáticas de políticas públicas.

O periódico tem como escopo a publicação de trabalhos inéditos e originais, nacionais ou internacionais que versem sobre Políticas Públicas, resultantes de pesquisas científicas e reflexões teóricas e empíricas.

Esta revista oferece acesso livre imediato ao seu conteúdo, seguindo o princípio de que disponibilizar gratuitamente o conhecimento científico ao público proporciona maior democratizacão mundial do conhecimento.



BOLETIM DE CONJUNTURA

BOCA

Ano VII | Volume 24 | Nº 72 | Boa Vista | 2025

http://www.ioles.com.br/boca

ISSN: 2675-1488

https://doi.org/10.5281/zenodo.17987627

BOLETIM DE CONJUNTURA

www.ioles.com.br/boca

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO E VALOR DE MERCADO: EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO[1]

Michel Teixeira Pereira[2]

Alex Mussoi Ribeiro[3]

Resumo

A adoção de estratégias de planejamento tributário constitui um elemento central na gestão corporativa, porém expõe as organizações a conflitos de agência e riscos significativos quando conduzida de forma agressiva. Diante da escassez de evidências em mercados emergentes, este estudo examina em que medida as características do conselho de administração afetam o nível de agressividade fiscal e o valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa utiliza dados de painel com modelagens econométricas que relacionam atributos do conselho — independência, diversidade de gênero, dualidade do CEO, tamanho e *board interlocking* — a indicadores de redução de carga tributária e desempenho de mercado. Os resultados apontam que a independência e a diversidade do conselho exercem papel moderador, reduzindo a probabilidade de adoção de estratégias fiscais agressivas. Em contraste, conselhos pouco diversos e com concentração de autoridade executiva apresentam maior inclinação a práticas de elisão avançada. Além disso, verificou-se que a agressividade fiscal não promove aumentos sistemáticos no valor de mercado, sugerindo que benefícios tributários podem ser neutralizados por riscos legais e reputacionais. Conclui-se que conselhos mais estruturados e heterogêneos contribuem tanto para maior conformidade tributária quanto para preservação do valor corporativo no longo prazo. As evidências reforçam a importância de políticas de governança que ampliem a qualidade do monitoramento e o alinhamento entre práticas fiscais e geração sustentável de valor.

Palavras-chave: Agressividade Fiscal; Conselho de Administração; Governança Corporativa; Planejamento Tributário; Valor de Mercado.

Abstract

The adoption of tax planning strategies is a central element of corporate management; however, when conducted aggressively, it exposes organizations to agency conflicts and significant legal and reputational risks. Given the scarcity of evidence in emerging markets, this study examines the extent to which board characteristics affect the level of tax aggressiveness and the market value of publicly traded Brazilian companies. The empirical analysis is based on panel data econometric models that relate board attributes — independence, gender diversity, CEO duality, board size, and board interlocking — to indicators of tax burden reduction and market performance. The results show that independent and diverse boards play a moderating role, reducing the likelihood of adopting aggressive tax strategies. Conversely, boards with low diversity and high executive power concentration are more inclined to engage in advanced tax avoidance practices. Furthermore, tax aggressiveness does not systematically improve market value, suggesting that fiscal benefits may be offset by regulatory and reputational risks. The findings indicate that well-structured and heterogeneous boards contribute to greater tax compliance and long-term preservation of corporate value. This study reinforces the relevance of governance policies that enhance monitoring quality and align tax practices with sustainable value creation.

Keywords: Board Of Directors; Corporate Governance; Firm Value; Tax Aggressiveness; Tax Planning.

[1] A presente pesquisa contou com apoio institucional da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES).

[2] Doutorando em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Email: michel.teixeira_@hotmail.com

[3] Docente da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Doutor em Controladoria e Contabilidade. E-mail: alex.mussoi@ufsc.br

INTRODUÇÃO

A relação entre governança corporativa, planejamento tributário e valor de mercado tem assumido papel central nas decisões estratégicas das empresas, especialmente em ambientes caracterizados por elevada complexidade regulatória, pressão competitiva e crescente escrutínio por parte de investidores, órgãos reguladores e da sociedade. Nesse contexto, a forma como as organizações estruturam seus mecanismos internos de governança pode influenciar diretamente as escolhas fiscais adotadas e, consequentemente, os resultados econômicos e a percepção de valor atribuída pelo mercado.

O planejamento tributário constitui um instrumento relevante de gestão, na medida em que permite às empresas administrar sua carga fiscal dentro dos limites legais, liberando recursos que podem ser direcionados para investimentos, distribuição de dividendos e expansão das atividades operacionais. Todavia, a adoção de estratégias tributárias mais agressivas pode gerar riscos associados a contingências fiscais, penalidades regulatórias e impactos reputacionais, os quais tendem a afetar negativamente o valor de mercado das companhias. Assim, compreender os fatores internos que influenciam essas decisões torna-se fundamental para avaliar seus efeitos econômicos de curto e longo prazo.

Nesse cenário, o conselho de administração exerce função estratégica ao supervisionar e orientar as decisões corporativas relevantes, incluindo aquelas relacionadas ao planejamento tributário. As características desse órgão — como tamanho, composição, grau de independência, diversidade e estrutura de liderança — podem influenciar o nível de monitoramento exercido sobre a gestão e a propensão da empresa a assumir riscos fiscais. Dessa forma, o conselho de administração pode atuar tanto como elemento indutor quanto como mecanismo moderador das práticas de planejamento tributário adotadas pelas organizações.

Embora a literatura internacional tenha avançado na análise da relação entre governança corporativa, planejamento tributário e desempenho empresarial, ainda há limitações importantes quanto à compreensão desse fenômeno em economias emergentes. O contexto brasileiro apresenta particularidades institucionais, regulatórias e tributárias que diferenciam significativamente o ambiente de negócios em relação a países desenvolvidos, o que justifica investigações específicas que considerem essas singularidades. Além disso, estudos que integrem simultaneamente governança corporativa, planejamento tributário e valor de mercado permanecem relativamente escassos no cenário nacional.

Diante desse contexto, emerge a seguinte questão de pesquisa: qual é o efeito das características do conselho de administração sobre o impacto do planejamento tributário no valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto? Para responder a essa questão, o objetivo geral deste estudo é analisar de que forma as características do conselho de administração influenciam a relação entre

planejamento tributário e valor de mercado. Especificamente, busca-se examinar se atributos como tamanho do conselho, independência, diversidade, dualidade do CEO e a presença de board interlocking estão associados a diferentes níveis de planejamento tributário e se esses efeitos se refletem na valorização das empresas pelo mercado.

O estudo adota uma abordagem quantitativa, baseada na análise de dados de empresas brasileiras de capital aberto, utilizando informações econômico-financeiras e de governança corporativa ao longo de um período temporal definido. Por meio de modelos econométricos, investiga-se o papel do conselho de administração como possível elemento mediador na relação entre planejamento tributário e valor de mercado, permitindo uma avaliação integrada desses constructos.

Além de contribuir para o avanço do conhecimento acadêmico, a pesquisa apresenta implicações práticas relevantes. Os resultados podem auxiliar gestores e conselheiros na definição de estruturas de governança mais alinhadas à gestão eficiente dos riscos fiscais, bem como fornecer subsídios para investidores e reguladores na avaliação das práticas corporativas associadas à criação de valor.

O artigo está estruturado da seguinte forma: após esta introdução, a seção seguinte apresenta o referencial teórico que fundamenta as relações entre governança corporativa, planejamento tributário e valor de mercado. Em seguida, descrevem-se os procedimentos metodológicos adotados. Na sequência, são apresentados e discutidos os resultados empíricos. Por fim, a última seção reúne as considerações finais, destacando as principais conclusões, limitações do estudo e sugestões para pesquisas futuras.

CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O Conselho de Administração é um dos pilares da governança corporativa, com responsabilidade pela direção e supervisão das decisões estratégicas que impactam diretamente o futuro das organizações (FAMA; JENSEN, 1983; ADAMS; HERMINALIN; WEISBACH, 2010). Além de representar os interesses dos acionistas, o conselho tem ampliado seu papel para incluir também os interesses de diversos stakeholders, como clientes, funcionários e a sociedade em geral, diante da crescente complexidade e pressões sociais sobre governança (AGUILERA *et al*., 2019; FILATOTCHEV; NAKAJIMA, 2014). Esse movimento reflete uma demanda global por práticas empresariais que promovam transparência, ética e responsabilidade social, especialmente em mercados emergentes, onde a governança pode ser um diferencial competitivo (BEBCHUK; WEISBACH, 2010; DE MASI *et al*., 2021).

A eficácia do Conselho de Administração é amplamente influenciada por uma série de características, incluindo tamanho, independência, dupla função do CEO, diversidade e práticas de *board interlocking*. O tamanho do conselho é um fator determinante: conselhos muito grandes enfrentam

desafios de coordenação e comunicação que podem dificultar a tomada de decisões ágeis e eficazes (JENSEN, 1993; COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008). Em contrapartida, conselhos menores podem não oferecer a diversidade de habilidades e perspectivas necessária para lidar com a crescente complexidade do ambiente de negócios (LARCKER; TAYAN, 2020). Estudos recentes sugerem que conselhos com 7 a 10 membros são considerados ideais, equilibrando eficiência e diversidade para uma supervisão eficaz (BHAGAT; BOLTON, 2019; HUANG *et al*., 2021).

A independência do conselho é outra característica essencial para sua efetividade. Conselhos com uma proporção elevada de membros independentes tendem a realizar uma supervisão mais rigorosa e objetiva, evitando conflitos de interesse e promovendo decisões de longo prazo (CUMMING *et al*., 2017; ADAMS; FERREIRA, 2007). Esses conselhos são mais propensos a monitorar práticas gerenciais de forma crítica, incluindo a adoção de políticas de planejamento tributário que podem impactar a reputação e o valor de mercado da empresa (LINCK; NETTER; YANG, 2008; KIM; LU, 2011). Recentemente, pesquisas reforçam que a independência dos conselhos é particularmente relevante em ambientes de governança complexos, onde é necessário um controle mais rigoroso das ações dos executivos (GARCÍA-MECA; GARCÍA-SÁNCHEZ; MARTÍNEZ-FERRERO, 2015).

A prática da dupla função do CEO — quando o CEO também preside o conselho — tem gerado discussões na literatura. Embora essa concentração de poder possa acelerar a tomada de decisões, há preocupações de que a dupla função reduza a supervisão efetiva e aumente os riscos de conflitos de interesse (DAHYA; DIMITROV; McCONNELL, 2008; KRAUSE; SEMADENI; CANNELLA, 2014). Pesquisas indicam que a separação entre o papel de CEO e presidente do conselho favorece uma governança mais robusta, que pode mitigar práticas gerenciais arriscadas, incluindo planejamentos tributários excessivamente agressivos (GUL; SRINIDHI; NG, 2011; SCHMALZ *et al*., 2019).

A diversidade no Conselho de Administração é uma característica que vem ganhando reconhecimento devido à sua influência positiva na governança e no desempenho organizacional. Conselhos com maior representação de mulheres, minorias e membros com formações diversas enriquecem o processo decisório, trazendo perspectivas inovadoras e alinhadas às expectativas dos stakeholders (TERJESEN; COUTO; FRANCISCO, 2016; SILA; GONZALEZ; HAGENDORFF, 2016). A diversidade tem sido associada a um impacto positivo no valor de mercado, pois aumenta a adaptabilidade do conselho e sua capacidade de enfrentar desafios complexos (POST; BYRON, 2015; BENNOURI *et al*., 2018). Além disso, conselhos diversos tendem a fortalecer a confiança pública e promover maior responsabilidade social corporativa, elementos essenciais para a reputação e o valor das empresas (ADAMS; FERREIRA, 2009; HILLMAN, 2015).

O fenômeno do *board interlocking* — quando um membro de um conselho ocupa simultaneamente posições em outros conselhos — pode servir como um meio eficaz para a transferência de práticas corporativas bem-sucedidas e a expansão das redes empresariais (ZONA; GOMEZ-MEJIA; WITHERS, 2018; CAI; SEVILIR; XIE, 2019). Esse fenômeno permite uma troca de conhecimento estratégico que pode beneficiar as organizações, mas também introduz riscos de conflitos de interesse e perda de independência (MIZRUCHI, 1996; CASHMAN; GILLAN; JUN, 2012). Quando equilibrado, o *board interlocking* pode oferecer benefícios substanciais, como o acesso a recursos externos e melhores práticas de governança, mas o excesso dessa prática exige cautela para evitar que a objetividade do conselho seja comprometida (STEVENSON; RADIN, 2009; FALEYE *et al*., 2022).

Em síntese, as características do Conselho de Administração são elementos fundamentais para a eficácia da governança corporativa e possuem impactos diretos nas decisões estratégicas e no valor de mercado das empresas. Conselhos bem compostos, com tamanhos adequados, membros independentes, papéis de liderança claramente definidos, diversidade de perspectivas e práticas de *board interlocking* controladas tendem a promover uma supervisão mais objetiva e eficiente sobre a gestão (LARCKER; TAYAN, 2020). Esse equilíbrio contribui para a definição de práticas de governança que favorecem o planejamento tributário ético e o desempenho financeiro robusto, fortalecendo a confiança dos investidores e criando valor para a empresa no longo prazo. Deste modo, aprimorar continuamente essas estruturas, com base em evidências empíricas e melhores práticas, fortalece a posição competitiva das organizações, além de gerar benefícios tangíveis para stakeholders internos e externos (MARTINS; LEAL; SPINOLA, 2022).

PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO: CONCEITOS E IMPLICAÇÕES NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O planejamento tributário refere-se ao conjunto de estratégias e práticas que as empresas adotam para otimizar sua carga tributária, mantendo-se dentro dos limites legais (MARTINS, 2018). Esse processo busca alinhar as obrigações fiscais com as metas financeiras e operacionais da organização, de forma a assegurar conformidade com a legislação vigente e maximizar a rentabilidade. Ao reduzir os custos tributários, o planejamento tributário permite um uso mais eficiente dos recursos financeiros e contribui para uma gestão de riscos mais robusta, impactando diretamente o valor de mercado das empresas (SILVA; SANTOS, 2020).

As estratégias de planejamento tributário variam, incluindo a escolha do regime tributário mais vantajoso (como Simples Nacional, Lucro Presumido ou Lucro Real), a exploração de incentivos fiscais

disponíveis e a reestruturação das operações empresariais para otimizar a eficiência fiscal. No entanto, estratégias de planejamento tributário agressivo, apesar dos potenciais benefícios em termos de redução de carga tributária, envolvem riscos legais e podem impactar negativamente a reputação da empresa caso não sejam gerenciadas de forma ética e transparente (OLIVEIRA *et al*., 2021).

O papel da governança corporativa é fundamental nesse contexto, pois uma estrutura de governança sólida e transparente ajuda a mitigar os riscos associados ao planejamento tributário agressivo, promovendo práticas fiscalmente responsáveis. A governança corporativa atua não apenas para garantir o cumprimento das obrigações legais, mas também para orientar a empresa na adoção de práticas que considerem o impacto de suas decisões fiscais sobre a sociedade e os demais stakeholders. A relação entre o perfil do acionista controlador e as decisões de planejamento tributário é particularmente relevante, pois a postura desse acionista pode influenciar diretamente a formulação e implementação dessas estratégias, alinhando-as com os objetivos de longo prazo da empresa e sua responsabilidade perante o mercado (GOMES, 2019).

A literatura oferece casos exemplares de empresas que enfrentaram consequências financeiras e reputacionais adversas devido à falta de um planejamento tributário adequado e responsável. Em contrapartida, há evidências de que empresas que adotaram práticas robustas e estratégicas de planejamento tributário fortaleceram sua eficiência financeira e melhoraram sua posição competitiva no mercado, demonstrando que o planejamento fiscal cuidadoso e alinhado aos princípios de governança agrega valor às empresas (BARBOSA; LIMA, 2022).

O planejamento tributário, quando abordado com uma perspectiva de governança responsável, é um componente estratégico que vai além da simples redução de custos fiscais. Ele influencia a estabilidade financeira e a competitividade das empresas, especialmente no mercado atual, onde a transparência e a conformidade com normas éticas e legais são cada vez mais valorizadas. Assim, uma governança corporativa robusta não apenas auxilia na implementação de estratégias fiscais eficazes, mas também resguarda a reputação da empresa, promovendo uma gestão sustentável e alinhada às expectativas de seus stakeholders.

Planejamento Tributário Agressivo

O planejamento tributário agressivo é definido como o uso de estratégias fiscais que buscam minimizar a carga tributária de uma empresa por meio de brechas na legislação ou interpretações flexíveis das leis fiscais. Embora tecnicamente dentro dos limites legais, essas estratégias muitas vezes se

aproximam da linha tênue entre a elisão fiscal, que é legal, e a evasão fiscal, considerada ilegal (DESAI; DHARMAPALA, 2006).

De acordo com Braithwaite (2005), o planejamento tributário agressivo ocorre quando uma organização desenvolve esquemas cujo propósito principal ou exclusivo é evitar o pagamento de impostos. Essa prática abrange o uso de paraísos fiscais, deduções excessivas e o ajuste de receitas e despesas, com o objetivo de reduzir o montante de tributos devidos. No entanto, o planejamento tributário agressivo acarreta riscos regulatórios e reputacionais, sendo frequentemente visto como prejudicial à sociedade, pois compromete a arrecadação do Estado (HANLON; HEITZMAN, 2010).

No contexto brasileiro, o sistema tributário complexo e a elevada carga fiscal incentivam muitas empresas a adotarem práticas de planejamento tributário agressivo (MARTINEZ, 2017). Contudo, além dos benefícios tributários, tais práticas podem gerar custos não tributários, como prejuízos reputacionais, sanções legais e maior risco de litígios. Esses efeitos são ainda mais intensos quando o planejamento tributário é percebido pela sociedade e pelos reguladores como uma forma de evasão fiscal (DYRENG; HANLON; MAYDEW, 2008).

O Brasil possui características únicas no que se refere ao planejamento tributário. O sistema fiscal brasileiro é marcado pela incidência de tributos indiretos, como ICMS, IPI e ISS, que incidem sobre o consumo e tornam o custo fiscal das empresas particularmente oneroso (MARTINEZ; RAMALHO, 2014). Em comparação com economias desenvolvidas, onde a carga tributária incide majoritariamente sobre a renda, o sistema brasileiro diferencia-se pela alta complexidade e multiplicidade de impostos, que frequentemente passam por alterações interpretativas, gerando insegurança jurídica. Esse cenário incentiva as empresas a explorarem brechas legais e a buscarem arranjos fiscais complexos como estratégia para reduzir o impacto da carga tributária e melhorar sua competitividade (MARTINEZ, 2017).

Em contraste com outros países, onde práticas de elisão fiscal são reguladas de maneira rigorosa por normas e auditorias bem estabelecidas, o Brasil enfrenta desafios para implementar uma fiscalização igualmente eficaz. Nos Estados Unidos e na Europa Ocidental, por exemplo, mecanismos como a General Anti-Avoidance Rule (GAAR) e acordos de cooperação internacional para troca de informações possibilitam um controle mais rígido sobre as práticas de elisão e evasão fiscal (HANLON; HEITZMAN, 2010). Embora o Código Tributário Nacional brasileiro inclua uma norma geral antielisiva, sua aplicação é pouco frequente e frequentemente questionada judicialmente (CARVALHO; SANTOS, 2021).

A estrutura de propriedade das empresas brasileiras também influência suas práticas de planejamento tributário. No Brasil, onde há uma alta concentração de controle nas mãos de acionistas familiares ou grupos controladores, é comum que empresas familiares adotem uma postura mais conservadora em relação ao planejamento tributário. Por outro lado, empresas com participação de

investidores institucionais ou controladas por acionistas estrangeiros tendem a adotar práticas fiscais mais agressivas, buscando maximizar a rentabilidade de curto prazo (ANDERSON; REEB, 2003; MARTINEZ; DALFIOR, 2020).

O planejamento tributário agressivo no Brasil apresenta implicações distintas em relação a outros países. Em economias desenvolvidas, práticas fiscais agressivas geralmente resultam em ações regulatórias rigorosas e danos à reputação das empresas, uma vez que os investidores valorizam a transparência fiscal e a responsabilidade social. No Brasil, embora essas consequências também existam, há uma maior tolerância cultural e institucional em relação ao planejamento tributário. Isso é evidenciado pelo alto volume de litígios fiscais e pelo fato de que muitos tributos são regularmente contestados judicialmente, tornando-se uma estratégia recorrente de redução de custos para as empresas (CASTRO; AMARAL, 2019).

Principais Práticas de Planejamento Tributário Agressivo

As práticas de planejamento tributário agressivo são estratégias fiscais complexas que variam conforme a estrutura jurídica e fiscal de cada país. No entanto, existem algumas táticas amplamente utilizadas por grandes corporações multinacionais, que buscam minimizar a carga tributária global e, assim, aumentar a lucratividade. Tais práticas, embora operem muitas vezes dentro dos limites legais, desafiam o espírito das leis tributárias e representam um dilema para autoridades e reguladores ao redor do mundo, que lutam para equilibrar o incentivo aos investimentos com a garantia de arrecadação tributária suficiente. As práticas mais comuns incluem: uso de paraísos fiscais, manipulação de preços de transferência, deduções excessivas, repatriação de lucros e instrumentos híbridos.

A utilização de paraísos fiscais é uma prática consolidada no planejamento tributário agressivo, na qual empresas transferem lucros para subsidiárias localizadas em jurisdições de baixa ou nenhuma tributação, como ilhas do Caribe, Luxemburgo e Suíça. Nessas jurisdições, a carga tributária é extremamente reduzida ou inexistente, o que permite que empresas multinacionais, ao alocar lucros nessas localidades, minimizem o montante de impostos pagos em países de maior tributação. Gravelle (2020) aponta que o uso de paraísos fiscais é especialmente prevalente entre grandes corporações, que possuem estruturas financeiras e logísticas adequadas para realocar ativos intangíveis, como patentes, marcas e direitos autorais, de maneira a maximizar a eficiência tributária. Zucman (2015) destaca que essa prática impacta profundamente as economias de países de alta tributação, comprometendo a arrecadação e gerando desigualdades fiscais significativas.

A manipulação de preços de transferência é outra prática comum entre multinacionais e consiste no ajuste dos preços de bens, serviços e ativos intangíveis em transações internas entre subsidiárias situadas em diferentes países. Essa prática visa a alocação artificial de lucros em jurisdições de baixa tributação, reduzindo a base tributável em países com alíquotas mais elevadas. Estudos de Taylor e Richardson (2013) indicam que a manipulação de preços de transferência é amplamente monitorada pelas autoridades tributárias, pois pode distorcer os resultados financeiros das empresas. No contexto do projeto BEPS (Base Erosion and Profit Shifting), a OCDE (2015) estabeleceu normas para combater a erosão da base tributária e o deslocamento de lucros, a fim de reduzir a eficácia dessa prática.

Já a prática de deduções excessivas envolve o aumento deliberado de despesas operacionais e financeiras, tais como depreciação de ativos intangíveis e amortizações, para reduzir o lucro tributável. Lisowsky (2010) demonstra que empresas que possuem ativos intangíveis de valor elevado podem utilizar essa prática para obter vantagens fiscais significativas. Essa prática é particularmente relevante para empresas de tecnologia e farmacêuticas, que possuem ativos intangíveis de difícil mensuração.

A repatriação de lucros envolve o adiamento ou a evitação do pagamento de impostos sobre lucros obtidos no exterior, através da permanência desses lucros em subsidiárias localizadas em países de baixa tributação. Desai; Foley e Hines (2009) argumentam que, ao adiar a repatriação de lucros para o país de origem, as empresas evitam tributação adicional e reinvestem os valores no exterior para maximizar a eficiência tributária.

Instrumentos híbridos são estruturas financeiras que possuem diferentes classificações jurídicas em distintas jurisdições, sendo tratadas como dívida em um país e como capital próprio em outro. Esse tratamento distinto permite que empresas obtenham deduções fiscais em uma jurisdição enquanto evitam a tributação sobre os rendimentos em outra (OCDE, 2015).

Essas práticas, embora ofereçam redução imediata de impostos, acarretam custos indiretos substanciais. Empresas que adotam estratégias fiscais agressivas estão sujeitas a processos rigorosos de fiscalização e enfrentam risco de sanções severas, administrativas e judiciais. Além disso, o planejamento tributário agressivo pode impactar negativamente a imagem corporativa da empresa, especialmente em um contexto de crescente valorização da responsabilidade fiscal e social. Estudos como o de Hanlon e Heitzman (2010) indicam que empresas envolvidas em práticas tributárias agressivas apresentam maior volatilidade de preços de ações e risco reputacional ampliado.

No Brasil, o cenário para o planejamento tributário agressivo é singular devido à complexidade do sistema tributário e à alta carga fiscal. A estrutura tributária brasileira, marcada por elevada tributação indireta, cria incentivos para que as empresas busquem práticas agressivas como forma de aliviar o impacto tributário. Diferentemente de países desenvolvidos, onde a fiscalização é mais homogênea e

estruturada, o Brasil enfrenta dificuldades em aplicar normas gerais antielisivas, apesar da previsão legal no Código Tributário Nacional. Como resultado, os litígios fiscais tornam-se, muitas vezes, uma estratégia complementar de planejamento tributário (CARVALHO; SANTOS, 2021).

Em comparação com economias avançadas, onde há regulamentação rigorosa das práticas fiscais, o Brasil ainda enfrenta desafios para fiscalizar de forma eficiente, devido à complexidade normativa e à ausência de mecanismos eficazes de troca de informações tributárias internacionais, fatores que ampliam as lacunas exploradas por grandes corporações.

Efeitos do Planejamento Tributário Agressivo

O planejamento tributário agressivo gera efeitos variados nas empresas, oscilando entre benefícios financeiros de curto prazo e riscos consideráveis a longo prazo. O uso dessas estratégias, voltadas para minimizar a carga tributária, aumenta o lucro líquido e o fluxo de caixa, permitindo maior flexibilidade para reinvestimentos e para a distribuição de dividendos. No entanto, a agressividade fiscal expõe as empresas a uma série de riscos, incluindo sanções, litígios e danos à reputação, que podem prejudicar a sustentabilidade financeira e o valor de mercado a longo prazo.

Do ponto de vista financeiro, o planejamento tributário agressivo permite que a empresa alcance uma redução expressiva na carga tributária, o que reflete positivamente nos lucros líquidos e na eficiência operacional. A redução de impostos aumenta os indicadores de rentabilidade, como o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o retorno sobre ativos (ROA), impactando favoravelmente a performance financeira.

Estudos de Hanlon; Maydew e Shevlin (2008) demonstram que a economia tributária obtida por meio dessas práticas pode se traduzir em vantagens competitivas, proporcionando maior disponibilidade de caixa para o financiamento de novos projetos e para a expansão das operações. Além disso, as práticas fiscais agressivas podem resultar em dividendos mais atrativos para os acionistas, o que melhora a atratividade da empresa e pode aumentar o interesse de investidores. Essa maximização de retorno é valorizada por muitos acionistas em mercados competitivos, principalmente quando a prioridade recai sobre a maximização dos lucros e o retorno de curto prazo.

Por outro lado, as práticas de planejamento tributário agressivo carregam riscos significativos. Embora ofereçam benefícios financeiros imediatos, elas frequentemente resultam em consequências negativas que ameaçam a sustentabilidade da empresa a longo prazo. Estudos indicam que práticas agressivas de elisão fiscal aumentam o risco de sanções e de investigações por órgãos reguladores, principalmente em países onde há rigorosa fiscalização fiscal. Wilson (2009) destaca que empresas que

adotam estratégias tributárias arriscadas tendem a enfrentar uma desvalorização de mercado, pois a percepção de risco por parte dos investidores aumenta consideravelmente. Além disso, litígios e sanções fiscais podem impactar diretamente o valor de mercado e a estabilidade financeira da empresa.

Riscos reputacionais também são consequências críticas do planejamento tributário agressivo. Empresas com práticas fiscais agressivas podem ser percebidas como menos éticas, o que afeta negativamente a imagem corporativa e a relação com consumidores, investidores e demais stakeholders. Segundo Goh; Lee e Lim (2016), empresas que enfrentam litígios ou sanções por práticas fiscais agressivas apresentam maior volatilidade nos preços de suas ações, uma vez que o mercado tende a reagir negativamente à incerteza gerada por possíveis penalidades. Em um ambiente empresarial global onde a transparência e a responsabilidade social são altamente valorizadas, a exposição de práticas fiscais agressivas pode comprometer significativamente a reputação e a fidelidade de investidores.

Esses efeitos ressaltam a importância de uma governança corporativa robusta, que funcione como um moderador entre a busca por eficiência fiscal e a preservação da reputação e sustentabilidade da empresa. Governança corporativa eficiente ajuda a alinhar as práticas fiscais com os interesses de longo prazo da empresa, reduzindo a exposição a práticas agressivas que, embora possam ser vantajosas financeiramente no curto prazo, prejudicam o valor da empresa a longo prazo (DESAI; DHARMAPALA, 2006). A estrutura de governança é particularmente importante para definir a tolerância ao risco da empresa e para adotar políticas que controlem práticas tributárias excessivamente arriscadas, protegendo assim o valor de mercado e a estabilidade da organização.

A adoção de práticas de planejamento tributário agressivo deve ser analisada de forma criteriosa, ponderando-se os benefícios de curto prazo contra os riscos e custos indiretos de longo prazo. Enquanto as vantagens financeiras podem tornar a empresa mais competitiva, a exposição ao risco regulatório e a perda de confiança dos investidores podem gerar efeitos adversos significativos. Nesse contexto, a governança corporativa desempenha um papel essencial, assegurando que a gestão fiscal da empresa ocorra de maneira prudente e equilibrada, em consonância com os objetivos de crescimento sustentável e com as expectativas dos stakeholders.

Métrica de Agressividade Tributária

A métrica de agressividade tributária desempenha um papel central na avaliação do comportamento fiscal das empresas, permitindo que pesquisadores, reguladores e analistas quantifiquem e identifiquem práticas fiscais que buscam reduzir a carga tributária de maneira agressiva. A diversidade dessas métricas reflete as diferentes abordagens pelas quais a elisão fiscal pode ser mensurada e as

complexidades envolvidas em captar essas nuances nos relatórios financeiros. Em um contexto em que a governança corporativa e a transparência fiscal são crescentemente valorizadas, o uso dessas métricas tem se tornado essencial para a análise de políticas fiscais corporativas e para a compreensão das suas implicações no valor de mercado e na reputação das empresas.

A Taxa Efetiva de Imposto (ETR) é uma das métricas mais amplamente utilizadas para mensurar a agressividade fiscal, sendo calculada pela divisão do imposto total pago pelo lucro antes dos impostos. Essa métrica permite uma avaliação direta da carga tributária suportada pela empresa e oferece uma base para comparações entre empresas do mesmo setor. Uma ETR consistentemente inferior à média do setor sugere a adoção de estratégias fiscais para minimizar a tributação, o que indica um comportamento tributário agressivo. Dyreng; Hanlon e Maydew (2010) demonstram que uma ETR baixa, mantida de forma consistente, pode sinalizar que a empresa recorre a práticas sofisticadas para reduzir a base tributável, distanciando-se da carga tributária esperada. Essa métrica, ao capturar as estratégias fiscais em um nível agregado, facilita a identificação de empresas que apresentam comportamento fiscal anômalo em comparação com seus pares.

VALOR DE MERCADO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

O valor de mercado de uma empresa é uma medida essencial de seu valor econômico, refletindo a avaliação agregada do mercado em relação à sua performance financeira e à sua capacidade de gerar retornos futuros. Esse valor é determinado pela multiplicação do preço das ações da empresa pelo número total de ações em circulação, resultando na capitalização de mercado, que representa o valor financeiro atribuído pelos investidores. No entanto, o valor de mercado é influenciado por diversos fatores que vão além da cotação das ações, incluindo a estrutura de capital, a lucratividade, a perspectiva de crescimento e as práticas de governança corporativa.

A importância do valor de mercado para investidores, gestores e demais stakeholders reside na sua capacidade de sintetizar, em um único indicador, as expectativas do mercado sobre o potencial de geração de valor da empresa, integrando percepções sobre riscos, eficiência operacional e responsabilidade corporativa (DAMODARAN, 2012).

Variável Utilizada para Medir o Valor de Mercado

A mensuração do valor de mercado das empresas é um tema amplamente explorado na literatura contábil e financeira, principalmente devido à sua importância como indicador de desempenho econômico

e de geração de valor para acionistas. Em um ambiente de mercado competitivo, a capacidade de gerar valor é essencial para a sustentabilidade empresarial e para o atendimento das expectativas dos stakeholders.

A medição do valor de mercado oferece uma perspectiva abrangente sobre a capacidade da empresa de utilizar seus ativos de maneira eficaz e de sustentar uma vantagem competitiva ao longo do tempo. No contexto da contabilidade e das finanças, o valor de mercado é capturado por variáveis que, embora não mensurem diretamente o valor dos ativos da empresa, fornecem insights relevantes sobre a avaliação do mercado em relação ao valor contábil e às expectativas de desempenho futuro. Entre essas métricas, o Q de Tobin, o Price-to-Book (P/B) e o Market-to-Book destacam-se pela capacidade de refletir a percepção de valor que o mercado atribui a uma empresa em comparação com o valor contábil de seus ativos.

O Q de Tobin, proposto por James Tobin (1969), é uma métrica consolidada na literatura para analisar a relação entre o valor de mercado e o custo de reposição dos ativos de uma empresa. Originalmente desenvolvido para explicar o comportamento de investimentos corporativos, o Q de Tobin mede a razão entre o valor de mercado dos ativos (capitalização de mercado mais o valor da dívida) e o custo de reposição dos ativos. Em termos práticos, o Q de Tobin é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{Q de Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado dos ativos}}{\text{Custo de reposição dos ativos}}$$

A interpretação do Q de Tobin se fundamenta em teorias de eficiência dos mercados e de sinalização. Valores de Q superiores a 1 indicam que o mercado atribui uma valoração maior aos ativos da empresa do que o seu valor contábil ajustado pelo custo de reposição. Esse fenômeno pode refletir a expectativa de que a empresa gere fluxos de caixa futuros superiores ao valor dos seus ativos, sinalizando uma eficiente alocação de recursos e uma percepção de potencial de crescimento sustentado. Em contrapartida, um Q de Tobin inferior a 1 sugere que o mercado avalia a empresa abaixo do custo de reposição dos ativos, apontando para possíveis ineficiências na utilização dos recursos ou limitações em criar valor futuro.

O Q de Tobin, ao ser aplicado em estudos acadêmicos, como pesquisas de governança corporativa, tem sido utilizado para avaliar a relação entre a estrutura de governança e o valor de mercado das empresas (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001). Nesse contexto, seu uso se estende para investigar o impacto de variáveis como a independência do conselho de administração e o controle acionário sobre a capacidade de gerar valor no longo prazo. Contudo, a utilização do Q de Tobin

enfrenta algumas limitações, especialmente em mercados emergentes como o brasileiro, onde a volatilidade e a dificuldade de mensurar com precisão o custo de reposição dos ativos podem introduzir vieses e limitar a comparabilidade entre empresas de diferentes setores.

ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO

O Conselho de Administração é o principal órgão de governança corporativa, responsável pela definição de estratégias e pela supervisão das atividades executivas da empresa. De acordo com a legislação societária, como a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), e as melhores práticas de governança corporativa, delineadas por entidades como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o conselho tem a função de proteger os interesses dos acionistas e assegurar a sustentabilidade a longo prazo.

Dentre as suas funções principais, destacam-se: aprovar e supervisionar as diretrizes estratégicas; monitorar o desempenho da alta administração; garantir a integridade e conformidade com as regulamentações legais; analisar e aprovar decisões estratégicas de natureza financeira, incluindo o planejamento tributário.

O planejamento tributário é o conjunto de práticas e estratégias adotadas por uma organização para gerenciar e reduzir, de forma lícita, a carga tributária incidente sobre suas operações. Segundo SCHOUERI (2018), o planejamento tributário pode ser dividido em três tipos principais:

> • **Planejamento tributário elisivo**: utiliza-se de brechas legais e lacunas nas normas fiscais para reduzir a carga tributária;
>
> • **Planejamento tributário evasivo**: práticas ilegais ou não conformes, como a omissão de receitas;
>
> • **Planejamento tributário conservador**: baseado na estrita conformidade com a legislação, visando reduzir os riscos de questionamentos por parte das autoridades fiscais.

A importância do planejamento tributário reside na possibilidade de otimizar o fluxo de caixa da empresa, melhorar a eficiência fiscal e, consequentemente, maximizar o valor de mercado. Essa prática, quando realizada de maneira eficiente, pode ser uma vantagem competitiva.

A atuação do Conselho de Administração no planejamento tributário é fundamental, dado que decisões estratégicas sobre o nível de risco fiscal que a empresa está disposta a assumir são definidas por esse órgão. Segundo estudos de Chan; Lin e Mo (2010), o conselho é responsável por garantir que o planejamento tributário esteja alinhado com os objetivos estratégicos da empresa e com as normas de conformidade tributária.

Alguns aspectos relevantes sobre a atuação do conselho no planejamento tributário incluem:

> **Governança Tributária:** o conceito de governança tributária se refere à supervisão e ao controle das práticas fiscais da empresa. O Conselho de Administração deve garantir que as práticas de planejamento tributário estejam alinhadas com as políticas de governança corporativa, promovendo transparência e integridade nas decisões fiscais (BROWN; VRIES; THOMPSON, 2018).
>
> **Perfil dos conselheiros e expertise fiscal:** estudos indicam que o nível de envolvimento e a eficácia do conselho no planejamento tributário estão diretamente relacionados à experiência e ao conhecimento técnico dos conselheiros em questões tributárias e financeiras. Conselheiros com expertise fiscal tendem a adotar uma postura mais conservadora e orientada para a conformidade (DESAI; DHARMAPALA, 2006).
>
> **Mitigação de riscos e conformidade legal:** a partir da perspectiva do gerenciamento de riscos, o conselho deve garantir que o planejamento tributário minimize o risco de litígios fiscais e penalidades. O não cumprimento das obrigações tributárias pode impactar negativamente a reputação da empresa e sua sustentabilidade a longo prazo.

No Brasil, a atuação do conselho de administração no planejamento tributário assume ainda maior relevância diante da complexidade do sistema tributário e da alta carga fiscal. O planejamento tributário deve levar em conta os desafios impostos pela vasta legislação fiscal, que inclui tributos municipais, estaduais e federais.

A literatura nacional sugere que conselhos mais ativos e qualificados adotam estratégias tributárias mais eficientes, evitando práticas agressivas que possam comprometer a reputação e a solidez financeira da empresa. De acordo com estudos de Martinez e Ramalho (2014), conselhos com maior diversidade de membros e comissões de auditoria robustas tendem a exercer um papel mais rigoroso no controle das práticas tributárias.

A atuação do Conselho de Administração no planejamento tributário é essencial para a definição de uma estratégia fiscal eficiente e conforme às normas vigentes. O envolvimento ativo dos conselheiros, aliado a uma sólida governança tributária, não apenas otimiza a carga tributária, mas também minimiza riscos fiscais e melhora a percepção de transparência e conformidade no mercado. Estudos indicam que a composição do conselho e a expertise dos seus membros são fatores determinantes para o sucesso do planejamento tributário.

Influência do Conselho de Administração no Valor de Mercado

O Conselho de Administração é um dos pilares da governança corporativa, com funções que vão além da supervisão da gestão executiva, englobando também a formulação e o monitoramento de políticas estratégicas que visam garantir o sucesso financeiro da empresa a longo prazo. Segundo as diretrizes do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2020) e os princípios da Organização para a

Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2015), o conselho tem a responsabilidade de assegurar a geração de valor para os acionistas, o que implica na influência direta sobre o valor de mercado das empresas.

O valor de mercado de uma empresa reflete a percepção dos investidores sobre sua capacidade de gerar lucros futuros. Essa percepção é influenciada por fatores como o desempenho financeiro, o perfil de risco, a estrutura de capital e as práticas de governança, sendo o conselho de administração um dos principais agentes nesse processo.

De acordo com a Teoria da Agência proposta por Jensen e Meckling (1976), há um conflito inerente entre os interesses dos acionistas (principais) e dos gestores (agentes), o que pode impactar negativamente o valor da empresa. O Conselho de Administração desempenha um papel crítico na redução dos custos de agência, alinhando os interesses dos gestores com os dos acionistas. Quando o conselho é eficaz, ele pode melhorar a governança da empresa, reduzir o risco de decisões gerenciais prejudiciais e, assim, aumentar o valor de mercado da organização.

Além disso, Fama e Jensen (1983) argumentam que um conselho de administração bem estruturado pode atuar como um mecanismo de controle corporativo, revisando e aprovando as principais decisões financeiras e estratégicas da empresa. Esse controle eficiente diminui os custos de agência, resultando em uma gestão mais eficaz e, consequentemente, em uma melhor valorização de mercado.

Diversos estudos empíricos indicam que a composição do conselho de administração afeta diretamente o valor de mercado da empresa. A diversidade de habilidades, conhecimentos e experiências dos conselheiros pode influenciar positivamente a performance da organização. Frreira e Matos (2008) apontam que conselhos mais diversificados tendem a ser mais eficazes em supervisionar a gestão, tomar decisões estratégicas melhores e atrair a confiança dos investidores, o que pode aumentar o valor das ações da empresa.

Alguns fatores-chave relacionados à composição do conselho que podem impactar o valor de mercado incluem:

> **Independência dos Conselheiros:** conselheiros independentes tendem a tomar decisões mais imparciais e focadas nos interesses de longo prazo dos acionistas. BEBCHUK e WEISBACH (2010) sugerem que a presença de conselheiros independentes está associada a uma melhor governança e, assim, a um aumento no valor de mercado.
>
> **Tamanho do Conselho:** o tamanho do conselho também influencia a eficácia da governança. Estudos indicam que conselhos menores tendem a ser mais ágeis na tomada de decisões e menos propensos a conflitos internos, o que pode refletir positivamente no valor de mercado da empresa (YERMACK, 1996).
>
> **Diversidade de Gênero e Experiência:** a diversidade de gênero no conselho é frequentemente associada a melhoria no desempenho financeiro e na valorização de mercado, já que conselhos mais diversos são percebidos como mais inovadores e sensíveis às necessidades de stakeholders variados (ADAMS; FERREIRA, 2009).

O Conselho de Administração desempenha um papel fundamental na formulação e supervisão da execução das estratégias corporativas, que afetam diretamente o valor de mercado. Coles; Daniel e Naveen (2008) destacam que conselhos de administração proativos tendem a orientar as empresas para decisões estratégicas que maximizem o valor a longo prazo, como fusões e aquisições, expansão internacional e inovação. A capacidade do conselho de antecipar mudanças no ambiente de negócios e ajustar a estratégia corporativa pode aumentar a confiança dos investidores e, consequentemente, o valor de mercado da empresa.

Além disso, o envolvimento do conselho na política de dividendos, na estrutura de capital e na alocação de recursos também tem impacto significativo na avaliação da empresa pelo mercado. Estudos mostram que conselhos com maior conhecimento financeiro tendem a adotar políticas mais conservadoras e equilibradas, o que reduz a volatilidade dos preços das ações e aumenta a previsibilidade dos retornos, resultando em uma valorização de mercado mais estável (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003).

A literatura internacional e nacional apresenta diversas evidências empíricas da influência do conselho de administração no valor de mercado das empresas. O estudo de Black; Jang e Kim (2006) analisou empresas na Coreia do Sul e encontrou uma forte correlação entre a qualidade da governança corporativa, incluindo a atuação do conselho, e a valorização de mercado. De forma semelhante, Martinez e Rego (2010) identificaram que, no Brasil, empresas com conselhos mais ativos e alinhados com boas práticas de governança apresentaram maior valor de mercado.

Os estudos sugerem que o conselho de administração, ao garantir uma governança eficiente e a execução de boas práticas de gestão, pode gerar confiança nos investidores, o que se reflete em um aumento no preço das ações da empresa. Além disso, empresas que seguem as recomendações de governança corporativa do IBGC e de outras entidades globais têm maior probabilidade de atrair investidores institucionais, impactando positivamente seu valor de mercado.

O Conselho de Administração desempenha um papel central na definição do valor de mercado de uma empresa, seja por meio da supervisão da gestão executiva, da formulação de estratégias corporativas eficazes ou da adoção de boas práticas de governança. Conselhos bem estruturados e diversificados têm maior capacidade de alinhar os interesses dos acionistas e da administração, reduzir os custos de agência e melhorar a confiança dos investidores, resultando em uma maior valorização no mercado. Assim, a composição e a atuação do conselho de administração são fatores críticos para o sucesso de longo prazo das empresas.

ATUAÇÃO DO PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO NO VALOR DE MERCADO

O planejamento tributário é definido como o conjunto de estratégias adotadas pela empresa para minimizar legalmente a carga tributária, maximizando o lucro e o valor dos acionistas. Conforme Ross; Westerfield e Jaffe (2018), o planejamento tributário busca otimizar a estrutura fiscal da empresa, reduzindo custos desnecessários e liberando recursos para investimento e crescimento. A adoção de um planejamento eficiente pode gerar impacto positivo no valor de mercado, à medida que melhora o fluxo de caixa e a rentabilidade da organização.

No Brasil, o sistema tributário é complexo e a carga tributária é considerada uma das mais altas entre os países em desenvolvimento. Esse cenário torna o planejamento tributário ainda mais relevante para as empresas, que buscam alternativas para cumprir suas obrigações fiscais de forma eficiente e dentro da legalidade (SABBAG, 2019).

O valor de mercado de uma empresa reflete as expectativas dos investidores em relação à sua capacidade de gerar lucros futuros. O planejamento tributário, ao influenciar diretamente o desempenho financeiro, tem potencial para impactar positivamente essa expectativa. De acordo com Desai e Dharmapala (2006), empresas que adotam práticas tributárias eficientes podem aumentar seu valor de mercado, ao liberar mais recursos para investimentos, aquisições ou distribuição de dividendos.

Entretanto, há um equilíbrio delicado entre eficiência tributária e riscos fiscais. Empresas que adotam estratégias muito agressivas de planejamento tributário podem atrair maior escrutínio das autoridades fiscais, resultando em possíveis litígios e penalidades que podem prejudicar o valor de mercado da empresa (HANLON; HEITZMAN, 2010). Deste modo, o sucesso do planejamento tributário em agregar valor ao mercado depende do nível de risco assumido e da conformidade com as leis fiscais.

De acordo com Wilson (2009), há dois tipos principais de planejamento tributário que impactam o valor de mercado:

> **Planejamento tributário conservador:** estratégias que se baseiam em uma interpretação mais estrita da legislação fiscal, evitando riscos significativos de litígios ou multas.
>
> **Planejamento tributário agressivo:** envolve a exploração de lacunas ou ambiguidades da legislação fiscal, o que pode reduzir substancialmente a carga tributária. No entanto, essa abordagem traz riscos legais e reputacionais, como a possibilidade de ajustes fiscais retroativos e multas significativas. Embora o planejamento agressivo possa proporcionar benefícios de curto prazo em termos de lucro líquido, ele pode prejudicar a confiança dos investidores e, consequentemente, reduzir o valor de mercado em caso de litígios ou repercussões negativas (GRAHAM, 2008).

Assim, a influência do planejamento tributário no valor de mercado depende do equilíbrio entre maximizar os benefícios fiscais e minimizar os riscos associados a uma postura mais agressiva ou conservadora.

O conceito de governança tributária está relacionado à maneira como o planejamento tributário é supervisionado e integrado na governança corporativa. Conselhos de administração que monitoram e aprovam as estratégias fiscais das empresas desempenham um papel crucial na mitigação de riscos e na manutenção de boas práticas. Estudos de Lanis e Richardson (2011) mostram que empresas com uma governança tributária forte, onde o planejamento tributário é alinhado aos princípios éticos e de conformidade, tendem a apresentar uma valorização de mercado maior, pois transmitem mais confiança aos investidores.

Adicionalmente, conselhos com maior diversidade de membros e maior independência tendem a adotar práticas fiscais mais transparentes e menos arriscadas, o que favorece o valor de mercado da empresa. A governança tributária, quando bem implementada, reduz a exposição a riscos e garante uma abordagem fiscal sustentável a longo prazo (ARMSTRONG *et al*., 2015).

Estudos empíricos revelam que existe uma correlação significativa entre o planejamento tributário eficiente e o valor de mercado das empresas. Martinez e Ramalho (2014), ao analisar empresas brasileiras de capital aberto, identificaram que aquelas que adotaram estratégias de planejamento tributário mais eficazes, sem recorrer a práticas agressivas, apresentaram melhor desempenho no mercado de ações.

Outro estudo relevante é o de Desai e Dharmapala (2009), que sugere que o impacto do planejamento tributário no valor de mercado depende, em grande parte, da qualidade da governança corporativa da empresa. Empresas com conselhos mais robustos e práticas de governança mais transparentes tendem a colher os benefícios de um planejamento tributário eficiente sem comprometer a confiança dos investidores.

Quando o planejamento tributário é malconduzido ou envolve práticas agressivas que resultam em problemas legais, o impacto no valor de mercado pode ser severo. Empresas que enfrentam litígios fiscais ou penalidades devido à evasão fiscal ou práticas elisivas enfrentam uma queda significativa no preço de suas ações. Isso ocorre porque esses eventos afetam tanto o fluxo de caixa quanto a reputação da empresa (HANLON; HEITZMAN, 2010).

Além disso, a exposição ao risco de fiscalizações constantes, multas pesadas ou reavaliação de passivos fiscais pode criar volatilidade no preço das ações, o que afeta negativamente a percepção de valor da empresa por parte dos investidores.

O planejamento tributário é uma ferramenta poderosa para aumentar o valor de mercado das empresas, desde que seja conduzido de maneira eficiente e dentro da conformidade com as leis fiscais. O equilíbrio entre estratégias conservadoras e agressivas deve ser cuidadosamente administrado pelo conselho de administração, com atenção especial à governança tributária. Empresas que adotam práticas fiscais transparentes e bem supervisionadas tendem a atrair maior confiança do mercado e,

consequentemente, se valorizar no longo prazo. Em contrapartida, práticas tributárias agressivas e de alto risco podem prejudicar a empresa, tanto em termos financeiros quanto reputacionais, impactando negativamente o valor de mercado.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Delineamento Metodológico

Este estudo adota uma abordagem quantitativa para analisar a relação entre as características do conselho de administração, o planejamento tributário e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa utiliza dados secundários coletados dos Formulários de Referência (FR) das empresas listadas na B³ (Bolsa, Brasil, Balcão) no período de 2014 a 2023. A análise quantitativa será conduzida por meio de métodos econométricos para testar as hipóteses formuladas com base na revisão da literatura.

População e Amostra Da Pesquisa

A população da presente pesquisa é composta por todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B³ que divulgaram Formulários de Referência (FR) durante o período de 2014 a 2023. A amostra inicial foi composta por 369 empresas. Após a exclusão das empresas que não forneceram informações completas ou não estiveram ativas durante todo o período de estudo, a amostra final incluiu 243 empresas.

Variável dependente

A variável dependente deste estudo é o valor de mercado das empresas, que reflete a percepção dos investidores em relação à performance financeira e governança corporativa de cada organização. O valor de mercado é medido pelo preço das ações ao final de cada ano fiscal, sendo uma métrica amplamente utilizada em pesquisas que exploram a influência de fatores internos na avaliação externa das empresas. Esta variável é escolhida por capturar tanto o retorno esperado dos investidores quanto os riscos percebidos, funcionando como um indicador de valor e atratividade no mercado.

Variáveis Mediadoras (Planejamento Tributário Agressivo):

A agressividade tributária será medida pela ETR (Effective Tax Rate). Uma ETR consistentemente baixa sugere práticas de planejamento tributário agressivo, conforme indicado na literatura (DYRENG; HANLON; MAYDEW, 2010; WILSON, 2009).

Variáveis Independentes

As variáveis independentes representam características intrínsecas ao conselho de administração que exercem influência direta sobre o planejamento tributário e o valor de mercado da empresa. Fundamentadas na literatura de governança corporativa, essas variáveis incluem aspectos essenciais da estrutura e composição dos conselhos, conforme descrito a seguir:

• **Tamanho do Conselho:** O tamanho do conselho de administração é um fator chave para a eficácia do processo decisório. Pesquisas recentes indicam que conselhos de composição moderada tendem a equilibrar eficiência e diversidade, promovendo tanto o desempenho organizacional quanto a capacidade de supervisão (LARCKER; TAYAN, 2020; HUANG *et al*., 2021). Por outro lado, conselhos muito grandes enfrentam desafios de coordenação e comunicação, o que pode comprometer a agilidade e a qualidade das decisões, enquanto conselhos pequenos podem carecer da diversidade de perspectivas necessária para lidar com a complexidade do ambiente de negócios atual (COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008).

• **Independência do Conselho:** A independência do conselho, definida pela proporção de membros sem vínculos com a administração ou com acionistas majoritários, é crucial para reduzir conflitos de interesse e orientar as decisões para o longo prazo (FAMA; JENSEN, 1983; KIM; LU, 2011). Conselhos independentes exercem um controle rigoroso sobre as práticas de gestão, o que reduz a probabilidade de adoção de práticas prejudiciais, como estratégias de planejamento tributário excessivamente agressivas que podem afetar a reputação e o valor da empresa (CUMMING *et al*., 2017; GARCÍA-MECA; GARCÍA-SÁNCHEZ; MARTÍNEZ-FERRERO, 2015).

• **CEO com Dupla Função (CEO Duality):** A dupla função ocorre quando o CEO também assume a presidência do conselho. Estudos sugerem que essa concentração de poder pode reduzir a objetividade e a eficácia da supervisão, elevando o risco de decisões de curto prazo e de conflitos de interesse (DAHYA; DIMITROV; McCONNELL, 2008; KRAUSE; SEMADENI; CANNELLA, 2014). A separação dos papéis de CEO e presidente do conselho é vista como uma prática de boa governança, pois reforça a supervisão e minimiza o impacto de estratégias arriscadas, incluindo abordagens agressivas de planejamento tributário (GUL; SRINIDHI; NG, 2011; SCHMALZ *et al*., 2019).

• **Diversidade do Conselho:** A diversidade no conselho, seja de gênero, idade, etnia ou experiências profissionais, proporciona uma gama mais ampla de perspectivas que enriquece o processo decisório e promove maior inovação e adaptabilidade frente aos desafios de um mercado complexo e dinâmico (TERJESEN; COUTO; FRANCISCO, 2016; SILA; GONZALEZ; HAGENDORFF, 2016). Estudos associam conselhos diversos a melhores práticas de governança e a uma maior responsabilidade social corporativa, o que tem impactos positivos sobre o valor de mercado da empresa (POST; BYRON, 2015; BENNOURI *et al*., 2018).

• **Expertise Gerencial:** A presença de conselheiros com experiência nas áreas de finanças, operações e tecnologia é fundamental para a qualidade das decisões do conselho. A expertise gerencial fornece uma base sólida para a análise crítica de decisões complexas, incluindo aquelas

relacionadas ao planejamento tributário, e contribui diretamente para o aprimoramento das práticas de governança (BHAGAT; BOLTON, 2008; BRICK; CHIDAMBARAN, 2010).

• **Board Interlocking:** O fenômeno do board interlocking, quando membros de um conselho ocupam simultaneamente posições em conselhos de outras empresas, facilita a troca de informações e expande as redes estratégicas, promovendo uma visão mais ampla e atualizada das melhores práticas (ZONA; GOMEZ-MEJIA; WITHERS, 2018; CAI; SEVILIR; XIE, 2019). No entanto, o excesso de interligações pode gerar conflitos de interesse e concentrar poder, comprometendo a independência do conselho e a objetividade das decisões (CASHMAN; GILLAN; JUN, 2012; FALEYE *et al*., 2022).

Essas variáveis desempenham um papel crucial na eficácia do Conselho de Administração e, por consequência, na capacidade da empresa de implementar práticas de governança sólidas e robustas. Conselhos com tamanho adequado, alto nível de independência, papéis de liderança bem definidos, diversidade e board interlocking equilibrado tendem a exercer uma supervisão mais objetiva, contribuindo para a estabilidade organizacional e impactando positivamente o valor de mercado da empresa. Desse modo, o contínuo aprimoramento dessas características, orientado pelas melhores práticas de governança e pela literatura empírica, fortalece a governança corporativa, alinha os interesses dos stakeholders e promove uma estratégia empresarial sustentável em um ambiente de negócios desafiador (LARCKER; TAYAN, 2020; MARTINS; LEAL; SPINOLA, 2022).

Especificações das variáveis de controle

Para garantir que os resultados das análises não sejam influenciados por fatores externos e, assim, evitar vieses nas inferências estatísticas, o estudo incorpora variáveis de controle amplamente reconhecidas na literatura como determinantes do valor de mercado das empresas. Essas variáveis permitem isolar os efeitos das características do conselho de administração e do planejamento tributário, proporcionando maior robustez aos resultados. As variáveis de controle consideradas são descritas a seguir:

• **Tamanho da Empresa:** Medido pelo logaritmo natural dos ativos totais, o tamanho da empresa está associado à sua capacidade de gerar lucros e à estabilidade financeira. Empresas maiores frequentemente desfrutam de maior resiliência em períodos de instabilidade econômica, além de possuírem maior acesso a recursos e economias de escala, fatores que impactam positivamente sua avaliação de mercado (TITMAN; WESSELS, 1988; DANG; LI; YANG, 2018).

• **Endividamento:** Representado pela relação entre o total de dívida e os ativos totais, o nível de endividamento é fundamental na análise do valor de mercado, pois influencia a percepção de risco financeiro e o custo de capital da empresa. Segundo JENSEN (1986), empresas com altos níveis de dívida podem enfrentar maior pressão para honrar suas obrigações financeiras, o que pode impactar sua estabilidade e, potencialmente, seu valor de mercado. Estudos recentes reforçam que um nível elevado de endividamento tende a aumentar a percepção de risco pelos investidores, o que pode resultar em uma avaliação mais cautelosa do valor de mercado da empresa (FRANK; GOYAL, 2009; GRAHAM; LEARY, 2011).

• **Lucratividade:** Medida pelo Return on Assets (ROA), a lucratividade reflete a eficiência da empresa em gerar retornos a partir de seus ativos. Esse indicador é amplamente utilizado para capturar a percepção de mercado sobre a capacidade de geração de lucro da empresa, sendo um determinante essencial do valor de mercado (FAMA; FRENCH, 1993). Empresas mais lucrativas tendem a ser vistas como menos arriscadas e mais atraentes para investidores, influenciando positivamente sua valorização no mercado (CHEN *et al*., 2019).

• **Crescimento das Vendas:** A taxa de crescimento anual das vendas é utilizada para controlar os efeitos do crescimento sobre o valor de mercado. Esse crescimento pode sinalizar aos investidores o potencial de expansão e a capacidade de adaptação da empresa a novas oportunidades de mercado, o que é um indicativo de retorno futuro. Empresas com altas taxas de crescimento de vendas geralmente despertam um interesse mais positivo dos investidores, pois o crescimento pode refletir uma vantagem competitiva sustentável e o potencial de rentabilidade futura (BARNEY, 1991; PENROSE, 1959).

Essas variáveis de controle são essenciais para proporcionar uma análise mais precisa e robusta sobre a influência das características do conselho de administração no valor de mercado e no planejamento tributário das empresas, uma vez que auxiliam a distinguir os efeitos próprios dessas variáveis de possíveis fatores externos.

Modelos Econométricos

Para investigar a questão de pesquisa, este estudo adota um modelo de mediação, no qual o planejamento tributário agressivo atua como variável mediadora entre as características do conselho de administração e o valor de mercado das empresas. Esse modelo permite explorar como a estrutura e as decisões do conselho influenciam o valor de mercado diretamente e indiretamente, por meio do efeito mediado do planejamento tributário.

A mediação ocorre quando o impacto das características do conselho sobre o valor de mercado é transmitido, total ou parcialmente, pelas práticas de planejamento tributário agressivo, proporcionando uma visão mais detalhada das inter-relações entre governança corporativa e valor de mercado das empresas (BARON; KENNY, 1986; HAYES, 2018). Nesse contexto a especificação do modelo é conduzida em duas etapas:

Na Etapa 1 (Impacto do Conselho sobre o Planejamento Tributário Agressivo) avalia-se como as características do conselho de administração influenciam a prática de planejamento tributário agressivo. Evidências sugerem que conselhos mais diversos, independentes e com maior expertise gerencial tendem a adotar práticas fiscais mais cautelosas, mitigando riscos e protegendo a empresa de potenciais exposições negativas (DESAI; DHARMAPALA, 2009; LANIS; RICHARDSON, 2012). ARMSTRONG *et al*. (2015) reforçam que a composição do conselho pode impactar significativamente as decisões fiscais,

com conselhos mais diversos e independentes sendo mais propensos a resistir a estratégias fiscais excessivamente agressivas, em favor de uma governança mais alinhada aos interesses de longo prazo.

Em seguida, na Etapa 2 (Impacto Conjunto sobre o Valor de Mercado), examina-se tanto o impacto direto das características do conselho sobre o valor de mercado quanto o impacto indireto, mediado pelo planejamento tributário agressivo. Ao incluir o planejamento tributário como mediador, o modelo permite avaliar a contribuição das práticas de governança e suas interações fiscais para a valorização de mercado. Estudos como os de Goh *et al*. (2016) e Armstrong; Blouin; Larcker (2012) destacam que conselhos mais qualificados e independentes podem influenciar positivamente o valor de mercado, tanto ao promover práticas fiscais responsáveis quanto ao reduzir potenciais conflitos de agência que podem surgir em estratégias fiscais agressivas.

Com a especificação em duas etapas, este modelo de mediação oferece uma abordagem abrangente para entender como as características do conselho de administração, como independência, diversidade e expertise, influenciam o valor de mercado das empresas, tanto diretamente quanto através do planejamento tributário agressivo. Ao isolar o impacto direto das variáveis de governança e o efeito mediado pelo planejamento tributário, o modelo não apenas esclarece a relação entre estrutura de governança e valor de mercado, mas também revela como práticas fiscais estratégicas podem fortalecer ou comprometer a valorização das empresas.

Dessa forma, o modelo contribui para uma compreensão mais profunda das complexas dinâmicas entre governança corporativa e planejamento tributário, fornecendo insights relevantes para acadêmicos, gestores e formuladores de políticas. Essa abordagem permite identificar que características do conselho desempenham um papel central na adoção de práticas fiscais responsáveis e na promoção de uma governança que apoie a sustentabilidade financeira e a confiança dos investidores no longo prazo.

O quadro 1 apresenta as variáveis utilizadas no modelo econométrico deste estudo, incluindo a variável dependente, a variável mediadora, as variáveis independentes e as variáveis de controle. Cada uma dessas variáveis é descrita em termos de sua função no modelo, sua métrica de mensuração e as referências teóricas que sustentam sua inclusão.

A variável dependente é o valor de mercado, mensurado pelo logaritmo do preço das ações ao final de cada ano fiscal, representando a avaliação do mercado sobre o desempenho e a governança da empresa. A variável mediadora, o planejamento tributário agressivo, é avaliada por meio da Effective Tax Rate (ETR) ou do Book-Tax Difference (BTD), ambas amplamente reconhecidas na literatura como indicadores de práticas tributárias agressivas.

As variáveis independentes são características do conselho de administração, como o tamanho e a independência do conselho, a dualidade de funções do CEO, a diversidade e a expertise dos conselheiros,

além do fenômeno de board interlocking. Essas variáveis são fundamentadas em estudos que investigam o impacto da governança sobre a eficácia e os riscos corporativos, contribuindo para uma análise detalhada de como o conselho influencia o valor de mercado.

Quadro 1 - Variáveis do Modelo

Categoria	Variável	Descrição	Métrica	Referências
Variável Dependente	Valor de Mercado	Reflete a avaliação do mercado sobre a performance e governança da empresa.	Logaritmo do preço das ações ao final de cada ano fiscal	Morck; Shleifer; Vishny (1988); Fama; French (1992)
Variável Mediadora	Planejamento Tributário Agressivo	Representa a agressividade nas práticas fiscais da empresa.	ETR (Effective Tax Rate) ou Book-Tax Difference (BTD)	Dyreng; Hanlon; Maydew (2010); Chen *et al*. (2019)
Variáveis Independentes	Tamanho do Conselho	Número total de membros no conselho de administração.	Contagem de membros	Larcker; Tayan (2020); Huang *et al*. (2021)
	Independência do Conselho	Proporção de conselheiros independentes em relação ao total.	Percentual de membros independentes	Kim; Lu (2011); García-Meca; García-Sánchez; Martínez-Ferrero (2015)
	CEO com Dupla Função	Indica se o CEO também ocupa a presidência do conselho.	Variável dummy (0=Não, 1=Sim)	Krause; Semadeni; Cannella (2014)
	Diversidade do Conselho	Nível de diversidade (gênero, idade, etnia) no conselho.	Proporção de membros diversos	Terjesen; Couto; Francisco (2016); Sila; Gonzalez; Hagendorff (2016)
	Expertise Gerencial	Número de conselheiros com experiência em áreas estratégicas.	Contagem de conselheiros com expertise	Bhagat; Bolton (2008); Brick; Chidambaran (2010)
	Board Interlocking	Número de conselheiros que atuam em conselhos de outras empresas.	Contagem de membros em interlocking	Zona *et al*. (2018); Cai *et al*. (2019)
Variáveis de Controle	Tamanho da Empresa	Reflete o porte da empresa.	Logaritmo dos ativos totais	Titman; Wessels (1988); Dang *et al*. (2018)
	Endividamento	Nível de alavancagem financeira da empresa.	Razão entre dívidas totais e ativos totais	Jensen (1986); Frank; Goyal (2009)
	Lucratividade	Eficiência da empresa em gerar retornos sobre ativos.	ROA (Return on Assets)	Fama; French (1993); Chen *et al*. (2019)
	Crescimento das Vendas	Expansão das vendas anuais, indicando potencial de crescimento.	Taxa de crescimento anual das vendas	Barney (1991); Penrose (1959)

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, as variáveis de controle incluem o tamanho da empresa, o endividamento, a lucratividade e o crescimento das vendas, variáveis tradicionais em estudos de finanças e contabilidade que ajudam a isolar os efeitos específicos das variáveis do conselho no modelo.

Especificação do Modelo Econométrico

Para operacionalizar o modelo de mediação proposto, serão estimadas duas regressões que capturam o impacto das características do conselho de administração sobre o planejamento tributário agressivo e, em seguida, o impacto conjunto sobre o valor de mercado da empresa. Abaixo estão as especificações detalhadas de cada uma das regressões:

Regressão 1: Impacto das Características do Conselho sobre o Planejamento Tributário Agressivo.

Esta regressão investiga como as características do conselho de administração influenciam a adoção de práticas de planejamento tributário agressivo.

$$PTAit=\alpha_0 + \alpha_1\ TC_{it} + \alpha_2\ Ind_{it} + \alpha_3\ CEOdF_{it} + \alpha_4\ Div_{it} + \alpha_5\ EG_{it} + \alpha_6\ BI_{it} + \sum \gamma_k\ Cont_{it} + \epsilon_{it}$$

Onde:

PTA_{it} representa o planejamento tributário agressivo da empresa i no tempo t.

α_1, α_2, ..., α_6 são os coeficientes que medem o efeito das características do conselho (tamanho do conselho, independência, CEO com dupla função, diversidade, expertise gerencial e board interlocking) sobre a agressividade fiscal.

PTA_{it}: Representa o planejamento tributário agressivo da empresa i no tempo t.

α_1, α_2, ..., α_6: Coeficientes que medem o efeito das características do conselho sobre a agressividade fiscal.

TC_{it}: Tamanho do Conselho – número total de membros no conselho de administração.

Ind_{it}: Independência do Conselho – proporção de conselheiros independentes.

$CEOdF_{it}$: CEO com Dupla Função – variável dummy que indica se o CEO também preside o conselho.

Div_{it}: Diversidade do Conselho – diversidade de gênero, idade e etnia.

EG_{it}: Expertise Gerencial – número de conselheiros com experiência em áreas estratégicas.

BI_{it}: Board Interlocking – número de conselheiros que atuam em conselhos de outras empresas.

$\sum$ γ_k $Controle_{it}$ representa as variáveis de controle (tamanho da empresa, endividamento, lucratividade e crescimento das vendas) que podem afetar o planejamento tributário.
ϵ_{it} é o termo de erro aleatório.

Regressão 2: Impacto das características do conselho e do planejamento tributário agressivo sobre o valor de mercado:

Esta regressão avalia o impacto direto das características do conselho de administração e o impacto mediado pelo planejamento tributário agressivo sobre o valor de mercado da empresa. Ao incluir o planejamento tributário agressivo como variável mediadora, a análise permite distinguir entre o efeito direto das características do conselho e o efeito indireto sobre o valor de mercado, capturado pelo planejamento tributário agressivo.

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1\ TC_{it} + \beta_2\ Ind_{it} + \beta_3\ CEOdF_{it} + \beta_4\ Div_{it} + \beta_5\ EG_{it} + \beta_6\ BI_{it} + \delta\ PTA_{it} + \sum \lambda_k\ Cont_{it} + \eta_{it}$$

Onde:

VM_{it}: Representa o valor de mercado da empresa i no tempo t.

β_1, β_2, ..., β_6: Coeficientes que capturam o impacto direto das características do conselho sobre o valor de mercado.

δ: Coeficiente que mede o efeito mediado do planejamento tributário agressivo sobre o valor de mercado.

TC_{it}: Tamanho do Conselho – número total de membros no conselho de administração.

Ind_{it}: Independência do Conselho – proporção de conselheiros independentes.

$CEOdF_{it}$: CEO com Dupla Função – variável dummy que indica se o CEO também preside o conselho.

Div_{it}: Diversidade do Conselho – diversidade de gênero, idade e etnia.

EG_{it}: Expertise Gerencial – número de conselheiros com experiência em áreas estratégicas.

BI_{it}: Board Interlocking – número de conselheiros que atuam em conselhos de outras empresas.

PTA_{it}: Planejamento Tributário Agressivo – variável mediadora que captura a agressividade tributária da empresa.

$\sum \lambda_k \, Cont_{it}$: Variáveis de Controle – conjunto de variáveis (tamanho da empresa, endividamento, lucratividade e crescimento das vendas) que também podem influenciar o valor de mercado.

η_{it}: Termo de erro aleatório, capturando fatores não observados que podem afetar o modelo.

A inclusão do planejamento tributário agressivo como variável mediadora permite uma análise mais detalhada do impacto das práticas de governança no valor de mercado, destacando o papel das características do conselho e a influência fiscal nas avaliações de mercado das empresas.

ANÁLISE DOS DADOS

Estatísticas Descritivas das Variáveis

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos econométricos, considerando um total de 2.284 observações referentes às empresas brasileiras de capital aberto incluídas na amostra. Essa análise preliminar é fundamental para compreender o comportamento geral dos dados, identificar padrões centrais de distribuição e avaliar a presença de valores extremos que possam influenciar a estimação dos modelos. A exposição conjunta de média, mediana, desvio-padrão, valores mínimos e máximos permite avaliar a consistência das medidas e a adequação dos procedimentos posteriores, especialmente em estudos baseados em dados de painel com forte heterogeneidade entre firmas.

Tabela 1- Estatísticas Descritivas das Variáveis

Statistic	N	Média	Desvio-padrão	Mediana	Min	Max
Q de Tobin (t)	2,284	1.577	2.402	1.183	0.350	48.435
ETR (t)	2,284	0.104	2.804	0.121	-64.105	64.687
Tamanho da Empresa (Contr., t)	2,284	6.577	0.791	6.576	3.926	9.051
Endividamento (Contr., t)	2,284	0.866	2.336	0.626	0.050	48.096
ROA (Contr., t)	2,284	0.013	0.493	0.032	-14.599	15.492
Cresc. Vendas (Contr., t)	2,284	0.174	0.884	0.084	-2.708	14.204
Conselho (t-1)	2,284	14.988	8.086	14	2	59
Independência (t-1)	2,284	0.165	0.199	0.111	0.000	1.750
CEO Duplo (t-1)	2,284	-	-	-	0	1
Diversidade (t-1)	2,284	0.120	0.112	0.100	0.000	1.000
Expertise (t-1)	2,284	0.403	0.166	0.388	0.003	0.995
Interlocking (t-1)	2,284	0.395	0.224	0.359	0.015	0.994

Fonte: Elaboração própria.

O Q de Tobin apresenta média de 1,577, indicando que, em geral, o mercado atribui às empresas valores superiores ao custo de reposição de seus ativos — resultado consistente com mercados emergentes, onde parte das firmas possui elevados ativos intangíveis e oportunidades de crescimento. O desvio-padrão elevado (2,402) e o máximo de 48,435 sugerem forte dispersão e possível presença de outliers, fenômeno comum em setores de tecnologia, saúde e varejo digital. A mediana (1,183) menor que a média reforça a assimetria positiva da distribuição, indicando que poucas empresas muito valorizadas puxam a média para cima.

A ETR média (0,104) e o desvio-padrão elevado (2,804) revelam forte variabilidade nas cargas tributárias efetivas das empresas. Os valores extremos (mínimo –64,105 e máximo 64,687) resultam da combinação de prejuízos fiscais, ganhos extraordinários e ajustes contábeis que impactam o denominador da métrica — fenômeno documentado na literatura quando se analisa agressividade fiscal em ambientes de elevada volatilidade. Esses resultados sinalizam a necessidade de procedimentos de winsorização ou transformações adequadas, conforme amplamente adotado em pesquisas sobre tributação corporativa.

O tamanho das empresas, medido pelo logaritmo natural do total de ativos, apresenta média de 6,577, com baixa dispersão (desvio-padrão 0,791). Essa distribuição sugere uma amostra equilibrada, composta majoritariamente por empresas de médio e grande porte, usualmente listadas nos principais segmentos da B3. Os valores mínimos (3,926) e máximo (9,051) revelam abrangência suficiente para capturar heterogeneidade estrutural, importante para modelos que integram controles de porte.

O endividamento médio (0,866) apresenta elevada dispersão (desvio-padrão 2,336), refletindo a diversidade de estruturas de capital das firmas brasileiras, caracterizadas por forte dependência de capital de terceiros em diversos setores. Os valores extremos (0,050 a 48,096) sugerem que algumas empresas apresentam alavancagem atípica, possivelmente vinculada a reestruturações corporativas ou práticas específicas de financiamento.

A rentabilidade apresenta média moderada (0,013) e desvio-padrão elevado (0,493), indicando que o desempenho operacional varia significativamente entre as firmas. Os valores extremos (–14,599 a

15,492) decorrem de eventos extraordinários ou resultados altamente voláteis, comuns em setores cíclicos e intensivos em ativos. A mediana positiva (0,032) mostra que a maioria das empresas apresenta retorno operacional positivo, apesar da alta variabilidade.

O crescimento médio das vendas (0,174) revela desempenho positivo agregado, mas o elevado desvio-padrão (0,884) e os valores extremos (–2,708 a 14,204) indicam ampla heterogeneidade nos ciclos de expansão e retração das firmas. Em mercados emergentes, variações abruptas de crescimento são frequentes, influenciadas por choques econômicos, variações cambiais e mudanças regulatórias.

No que tange as variáveis de governança o tamanho médio dos conselhos é de aproximadamente 15 membros, com alta dispersão (SD 8,086) e variação de 2 a 59. Esse comportamento reflete a heterogeneidade das estruturas de governança no Brasil, onde coexistem conselhos enxutos — mais ágeis, porém menos diversos — e conselhos extensos, mais comuns em empresas estatais e conglomerados.

A proporção média de conselheiros independentes (0,165) demonstra a baixa independência típica do mercado brasileiro, em linha com estudos que evidenciam estruturas de controle concentradas. A variação até 1,750 ocorre em poucos casos onde a empresa classificou independência acima de 100% por múltiplas participações externas no mesmo conselho.

A variável binária indica a presença ou ausência de dualidade entre cargos de CEO e presidente do conselho. Como esperado, o conjunto contempla tanto práticas de separação quanto de acumulação de funções, permitindo testar os efeitos dessa característica no comportamento tributário e no valor da firma.

A diversidade apresenta média de 12%, evidenciando a baixa participação feminina nos conselhos brasileiros — consistente com a literatura sobre governança em mercados emergentes. O valor máximo de 1,0 indica empresas que alcançaram paridade ou conselhos majoritariamente femininos, ainda que em casos raros.

Com média de 0,403, a variável indica presença expressiva de conselheiros com experiência técnica e profissional relevante. Essa métrica tende a correlacionar-se positivamente com supervisão financeira e com práticas fiscais menos arriscadas, conforme estudos internacionais.

O interlocking médio (0,395) revela existência de redes de conselheiros compartilhados entre empresas, fenômeno amplamente documentado no Brasil. A variação ampla (0,015 a 0,994) sugere que algumas firmas integram redes densas, enquanto outras mantêm conselhos com pouca interação externa.

A análise descritiva apresentada confirma a heterogeneidade estrutural e operacional das empresas brasileiras de capital aberto, evidenciando a relevância e a necessidade de utilizar modelos econométricos apropriados para dados em painel com elevada dispersão, presença de outliers e diferenças marcantes entre firmas e setores. A distribuição das variáveis demonstra padrões consistentes com a literatura

nacional e internacional em governança corporativa e planejamento tributário, reforçando a adequação da base para a exploração empírica dos mecanismos de governança e seus efeitos moderadores.

As estatísticas revelam que o valor de mercado, medido pelo Q de Tobin, apresenta elevada variabilidade e assimetria, indicando diferentes percepções de criação de valor pelo mercado. Esse comportamento reforça a importância de considerar fatores estruturais – como tamanho, lucratividade e risco – e variáveis de governança que influenciam diretamente a confiança do investidor. De igual modo, a ampla variação observada nas medidas de agressividade fiscal, especialmente na ETR, evidencia a presença de firmas que assumem níveis distintos de risco tributário, sugerindo que práticas agressivas não são uniformes na amostra, mas dependem de características internas, incentivos gerenciais e mecanismos de monitoramento.

Os resultados relativos às variáveis de governança corporativa indicam um cenário característico do mercado brasileiro: conselhos relativamente grandes, baixa proporção de independência, participação ainda limitada de mulheres e redes de interlocking significativas. Esses achados reforçam a pertinência de investigar como essas características estruturais afetam a supervisão dos gestores e influenciam tanto o planejamento tributário quanto o valor de mercado, conforme previsto pela Teoria da Agência. A expressiva variabilidade em atributos como expertise, independência e diversidade sugere que diferentes estruturas podem exercer diferentes graus de monitoramento e, portanto, moderar de forma distinta a relação entre planejamento tributário e criação de valor.

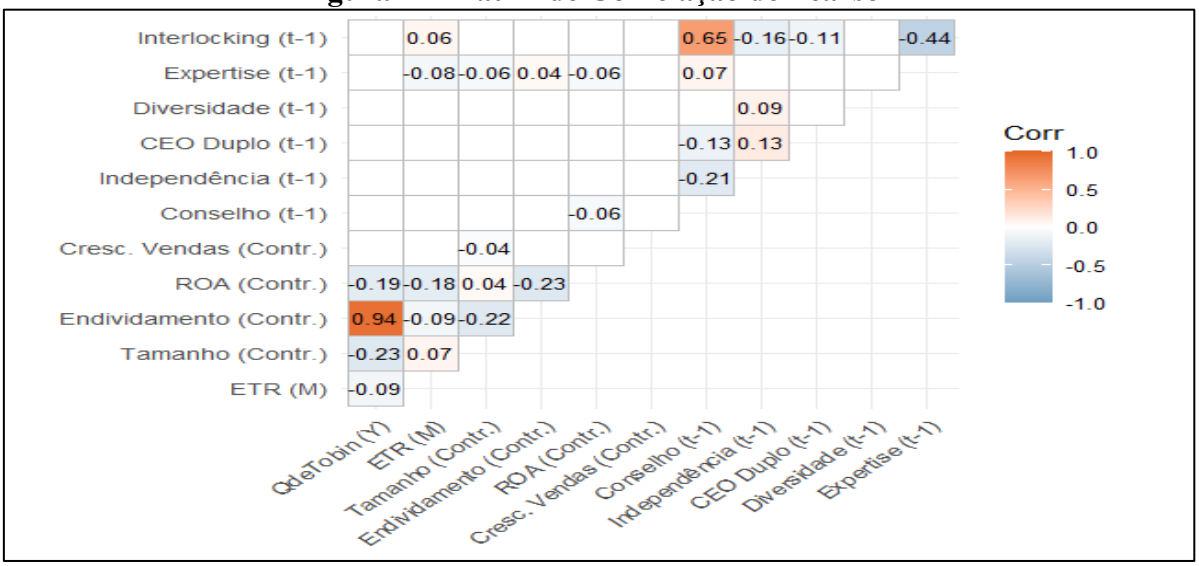
Do ponto de vista metodológico, a presença de valores extremos em variáveis financeiras e tributárias indica a necessidade de tratamentos adicionais, como winsorização, transformações logarítmicas e testes de robustez, de modo a garantir maior estabilidade dos coeficientes estimados. Isso é especialmente relevante para variáveis tributárias, que tradicionalmente apresentam elevada volatilidade em períodos de prejuízo contábil ou ajustes fiscais.

De forma integrada, os resultados reforçam a coerência entre os dados coletados, os fundamentos teóricos da pesquisa e a estratégia econométrica proposta. A heterogeneidade observada nas variáveis de governança, combinada com as variações nos indicadores de valor de mercado e agressividade fiscal, confirma que o ambiente corporativo brasileiro constitui um contexto fértil para investigar o papel moderador dos mecanismos de governança. Assim, a análise descritiva estabelece bases sólidas para a etapa subsequente do estudo, permitindo avançar para os testes de hipóteses com respaldo empírico consistente e alinhamento às expectativas teóricas da literatura.

Matriz de Correlação

A Figura 1 apresenta a matriz de correlação de Pearson entre as variáveis utilizadas no estudo, permitindo avaliar o grau de associação linear entre os indicadores de valor de mercado, planejamento tributário agressivo, variáveis de controle e atributos de governança corporativa. A análise da matriz constitui etapa fundamental para detecção preliminar de possíveis problemas de multicolinearidade e para compreensão das relações estruturais entre variáveis antes da estimação dos modelos econométricos.

Figura 1 – Matriz de Correlação de Pearson



Fonte: Elaboração própria.

A matriz de correlação evidencia associações fracas a moderadas entre a maior parte das variáveis, sugerindo baixa probabilidade de multicolinearidade severa e reforçando a adequação dos modelos econométricos propostos, em linha com as recomendações metodológicas de WOOLDRIDGE (2010). Embora a ausência de correlações fortes seja um indicativo positivo para a regressão multivariada, alguns padrões identificados merecem discussão devido à sua relevância teórica e às conexões com a literatura de governança corporativa, estrutura de capital e planejamento tributário tratada no referencial.

O primeiro destaque é a correlação moderada e positiva entre Expertise (t-1) e Board Interlocking (t-1) (0,65). Esse resultado é consistente com a literatura sobre redes corporativas e capital humano no conselho, segundo a qual conselheiros com maior expertise técnica tendem a ocupar múltiplas posições em conselhos de diferentes empresas (COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008; LARCKER; TAYAN, 2020). Estudos como os de Ferreira e Matos (2008) e Black, Jang e Kim (2006) destacam que indivíduos com formação técnica elevada e trajetórias executivas consolidadas são mais demandados por organizações que buscam sinalizar boas práticas de governança e reduzir assimetrias informacionais, promovendo

conexões interorganizacionais que ampliam a difusão de práticas de gestão e governança. Assim, a correlação observada reforça a proposição de que expertise e interlocking não apenas coexistem, mas se retroalimentam como atributos altamente valorizados em mercados emergentes.

Por outro lado, a correlação negativa entre Expertise (t-1) e Diversidade (t-1) (–0,44) evidencia tensões estruturais nos conselhos brasileiros. Estudos nacionais e internacionais mostram que conselhos mais diversos ampliam a qualidade do monitoramento e fortalecem o sistema de governança (ADAMS; FERREIRA, 2009; CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; TERJESEN; COUTO; FRANCISCO, 2016). Entretanto, em mercados como o brasileiro, a presença ainda limitada de mulheres e minorias com experiência prévia em cargos executivos de alto nível cria um trade-off entre diversidade estrutural e profundidade técnica — fenômeno igualmente discutido por García-Meca, García-Sánchez e Martínez-Ferrero (2015). Assim, a relação negativa pode refletir a desigual distribuição de capital humano qualificado no topo das organizações latino-americanas.

A relação negativa e forte entre Tamanho da Empresa e Endividamento (–0,94) também é compatível com a teoria de estrutura de capital. Conforme Fama e French (1992), empresas maiores apresentam menor risco de insolvência e maior capacidade de geração interna de recursos, reduzindo a dependência de financiamento via dívida. Graham (2008) e Ross, Westerfield e Jaffe (2018) complementam que organizações de grande porte possuem acesso privilegiado a crédito e instrumentos financeiros de menor custo, o que se traduz em menor alavancagem observada.

No tocante ao desempenho operacional, a correlação negativa entre ROA e Endividamento (-0,23) valida argumentos relativos a custos de falência e riscos financeiros. Empresas mais alavancadas tendem a apresentar rentabilidade inferior, seja pela maior exposição a custos de agência associados à dívida, seja pela menor flexibilidade financeira decorrente da estrutura de capital mais rígida (FAMA; FRENCH, 1992; KIM; LU, 2011).

De modo geral, a variável ETR, proxy de agressividade tributária, mostra correlações muito baixas com as medidas de governança corporativa, sugerindo grande heterogeneidade nas práticas fiscais adotadas pelas companhias brasileiras. Esse comportamento está alinhado à literatura tributária, que ressalta a opacidade da informação fiscal (HANLON; HEITZMAN, 2010), a variedade de estratégias de elisão (DYRENG; HANLON; MAYDEW, 2008) e a influência determinante de fatores regulatórios e setoriais sobre a carga tributária efetiva (ARMSTRONG *et al*., 2015; DESAI; DHARMAPALA, 2006; WILSON, 2009). Tal padrão reforça a importância do uso de modelos econométricos mais completos, capazes de captar efeitos mediadores e não lineares entre governança e comportamento tributário.

Sendo assim, a matriz de correlação confirma a adequação das variáveis utilizadas e revela relações alinhadas ao arcabouço teórico, demonstrando como práticas de governança, estrutura de capital e

desempenho se conectam no contexto brasileiro. Esses achados preliminares sustentam a interpretação subsequente dos modelos econométricos, oferecendo o pano de fundo necessário para a compreensão de como mecanismos internos das firmas influenciam tanto políticas tributárias quanto a percepção de valor pelo mercado.

Efeito do Conselho de Administração no Planejamento Tributário

O Modelo 1 teve como objetivo examinar de que forma as características do Conselho de Administração influenciam o nível de planejamento tributário agressivo das empresas brasileiras de capital aberto, mensurado pela Effective Tax Rate (ETR). A Tabela 2 apresenta os coeficientes estimados a partir de regressões com efeitos fixos por empresa e ano — abordagem recomendada pela literatura econométrica para isolar heterogeneidades não observadas e controlar choques macroeconômicos que afetam simultaneamente todas as firmas (WOOLDRIDGE, 2010). Os erros-padrão clusterizados ao nível da empresa garantem robustez adicional ao lidar simultaneamente com heterocedasticidade e autocorrelação serial.

Esse modelo avalia como mudanças internas nas estruturas de governança afetam o comportamento fiscal ao longo do tempo, fornecendo evidências relevantes sobre o papel dos mecanismos de monitoramento corporativo no contexto brasileiro.

Tabela 2 - Impacto das Características do Conselho sobre o Planejamento Tributário Agressivo

	Variável dependente: ETR
Conselho (t-1)	-0.003
	(0.014)
Independência (t-1)	-0.012
	(0.354)
CEO Duplo (t-1)	-0.206** - alta significância estatística
	(0.084)
Diversidade (t-1)	0.032
	(0.682)
Expertise (t-1)	-0.532
	(0.721)
Interlocking (t-1)	-0.245
	(0.285)
Tamanho da Empresa	0.553
	(0.535)
Endividamento	-0.071
	(0.103)
ROA	0.009
	(0.156)
Cresc. Vendas	-0.034
	(0.026)
Efeitos Fixos (Empresa)	Sim
Efeitos Fixos (Ano)	Sim
Erros Padrão	Cluster (Empresa)
Observations	1,978

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados do Modelo 1 revelam que a dualidade do CEO — situação em que o diretor-presidente acumula também a presidência do conselho — exerce efeito negativo e estatisticamente significativo sobre a ETR, indicando maior agressividade fiscal. Esse achado se alinha diretamente à Teoria da Agência, que sustenta que a concentração de poder decisório reduz a capacidade de monitoramento exercida pelo conselho e amplifica a discricionariedade gerencial, favorecendo comportamentos oportunistas (JENSEN; MECKLING, 1976). Em coerência com essa perspectiva, a literatura empírica reforça que estruturas com menor separação entre gestão e supervisão tendem a gerar maior propensão à adoção de estratégias fiscais arriscadas. Desai e Dharmapala (2006) argumentam que gestores com elevado grau de autonomia são mais inclinados a capturar ganhos privados por meio de estruturas de elisão e planejamento tributário agressivo; Armstrong *et al*. (2015) demonstram que incentivos gerenciais, combinados à fragilidade do monitoramento, elevam substancialmente a probabilidade de adoção de práticas de agressividade fiscal; e Krause, Semadeni e Cannella (2014) documentam que a dualidade do CEO está associada ao aumento do risco corporativo e à redução da transparência. Assim, a dualidade reforça a fragilidade do conselho no controle das decisões tributárias, ampliando o espaço para que o gestor implemente estratégias que reduzem a carga tributária às custas de maior exposição fiscal.

Por outro lado, o tamanho do conselho não apresentou efeito significativo sobre a ETR, sugerindo que o número de membros, por si só, não determina o nível de agressividade fiscal. Esse resultado encontra respaldo na literatura de governança que ressalta que qualidade supera quantidade na eficácia do monitoramento (COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008; YERMACK, 1996). Pesquisas como as de Carter, Simkins e Simpson (2003) e Martinez e Rego (2010) reiteram que o impacto do conselho depende fundamentalmente de sua composição, especialmente da expertise e diversidade de seus integrantes, e não de sua dimensão nominal.

A independência do conselho apresentou coeficiente negativo, consistente com a hipótese teórica de que diretores independentes tendem a fortalecer o monitoramento e a restringir comportamentos oportunistas, porém o efeito não foi estatisticamente significativo. Esse resultado reflete características estruturais do mercado brasileiro: a proporção de conselheiros independentes é historicamente baixa e grande parte das nomeações ocorre de forma independente apenas formalmente, sem verdadeira autonomia comportamental — fenômeno amplamente discutido por Aguilera *et al*. (2019). Martínez e Ramalho (2014) reforçam que, no Brasil, a independência frequentemente não se traduz em influência substantiva sobre decisões estratégicas ou fiscais, seja por captura gerencial, seja por baixa diversidade cognitiva entre os membros.

De modo semelhante, a diversidade de gênero no conselho também não apresentou efeito significativo, embora a literatura internacional sugira que a presença feminina tende a estar associada a maior cautela, menor propensão ao risco e maior rigor no monitoramento (ADAMS; FERREIRA, 2009; SILA; GONZALEZ; HAGENDORFF, 2016). Contudo, o reduzido percentual de mulheres em conselhos brasileiros — cerca de 12% em média — limita a variabilidade estatística e, por consequência, a capacidade do modelo de captar esse efeito. A influência da diversidade no processo decisório, conforme observado por Terjesen, Couto e Francisco (2016), tende a ser mediada por fatores culturais e pelo estágio de maturidade da governança, o que pode explicar a ausência de significância no presente estudo.

A expertise dos conselheiros, apesar de apresentar sinal negativo, igualmente não se mostrou significativa. Embora se esperasse que conselheiros experientes restringissem práticas fiscais agressivas, esse resultado sugere que a expertise técnica, no contexto brasileiro, nem sempre é direcionada à governança tributária. Larcker e Tayan (2020) destacam que a expertise mais frequentemente disponível e valorizada nas empresas brasileiras está relacionada a finanças, estratégia e gestão, e não necessariamente a questões tributárias. Além disso, Brown, Vries e Thompson (2018) mostram que, na maioria das empresas, a política fiscal não é formalmente discutida no âmbito do conselho, ficando concentrada na alta administração e no corpo executivo, o que reduz o papel da expertise de conselheiros sobre práticas tributárias.

Da mesma forma, o *interlocking* — participação simultânea de conselheiros em múltiplos conselhos — não apresentou efeito significativo. A literatura de redes corporativas reconhece que o *interlocking* pode ampliar o fluxo de informações e disseminar boas práticas (FERREIRA; MATOS, 2008), mas também pode reforçar uma elite corporativa homogênea e interconectada (AGUILERA *et al*., 2019), cuja atuação tende a ser alinhada, mas não necessariamente orientada ao monitoramento fiscal. Essa ambivalência contribui para explicar a ausência de impacto sobre a ETR.

As variáveis de controle apresentaram resultados coerentes com a literatura. O tamanho da empresa apresentou coeficiente positivo, mas não significativo, em linha com estudos que apontam que grandes empresas possuem maior visibilidade e menor tolerância fiscal por parte de reguladores e investidores (HANLON; HEITZMAN, 2010). O endividamento apresentou relação negativa com a ETR, consistente com a teoria do *tax shield* (GRAHAM, 2008), embora o resultado não tenha sido estatisticamente robusto. A rentabilidade (ROA) apresentou coeficiente positivo, sugerindo que firmas mais lucrativas tendem a pagar mais impostos — novamente sem significância estatística. Por fim, o crescimento de vendas apresentou coeficiente negativo, possivelmente relacionado ao uso de incentivos fiscais voltados à expansão, embora também sem robustez estatística.

Assim, observa-se que, entre todas as características de governança analisadas, apenas a dualidade do CEO exerce influência significativa sobre o planejamento tributário agressivo. Esse resultado é coerente com a Teoria da Agência e com a literatura empírica contemporânea, que aponta que a concentração de poder gerencial reduz a efetividade do monitoramento e cria condições favoráveis à adoção de estratégias fiscais agressivas (DESAI; DHARMAPALA, 2006; ARMSTRONG *et al*., 2015; KRAUSE *et al*., 2014). As demais variáveis de governança — tamanho, independência, diversidade, expertise e *interlocking* — não apresentaram impacto significativo, reforçando evidências brasileiras (MARTINEZ; RAMALHO, 2014) e internacionais (AGUILERA *et al*., 2019) de que conselhos podem existir de forma estrutural, sem necessariamente exercer influência substantiva sobre decisões tributárias.

Esses achados sustentam a premissa de que, no Brasil, o comportamento fiscal corporativo é determinado predominantemente pelo gestor e pelos incentivos individuais da alta administração, e menos pelos mecanismos tradicionais de governança. Essa conclusão fornece base teórica e empírica sólida para o aprofundamento das análises subsequentes da tese, em que o planejamento tributário agressivo será avaliado como possível mediador entre a governança corporativa e o valor de mercado.

Efeito Direto do Conselho de Administração no Valor de Mercado

Resultados do Modelo 2

O Modelo 2 buscou examinar como as características do Conselho de Administração afetam o valor de mercado das empresas brasileiras, mensurado pelo Q de Tobin, além de investigar se o planejamento tributário agressivo, representado pela ETR, atua como mecanismo mediador nessa relação. A utilização de efeitos fixos de firma e ano, combinados com erros-padrão clusterizados, segue as recomendações metodológicas de Wooldridge (2010), sendo apropriada para capturar heterogeneidades não observáveis e corrigir distorções derivadas da simultaneidade temporal e de choques sistêmicos.

O resultado mais notável do modelo é o efeito negativo e altamente significativo da expertise do conselho sobre o Q de Tobin. Embora contrarie a visão tradicional de que conselhos tecnicamente capacitados devem contribuir para decisões mais eficientes e, consequentemente, maior valor (COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008; LARCKER; TAYAN, 2020), esse achado é consistente com uma linha crescente da literatura que discute os efeitos paradoxais da especialização excessiva. Pesquisas recentes sugerem que a expertise pode, em alguns contextos, reforçar tendências conservadoras, reduzir a tolerância ao risco e inibir a adoção de estratégias inovadoras — especialmente em ambientes

institucionais incertos e regulatoriamente instáveis, como o brasileiro (AGUILERA *et al*., 2019). Ao alinhar práticas de governança a estruturas altamente técnicas e possivelmente avessas ao risco, o conselho transmite ao mercado sinais de menor potencial de crescimento, o que reduz a percepção de valor futuro e gera um desconto no *valuation*. Além disso, a literatura em contabilidade e governança tributária sugere que conselhos muito especializados podem indicar ao mercado a presença de controles reforçados para lidar com riscos ocultos, como riscos fiscais, regulatórios ou reputacionais (BROWN; VRIES; THOMPSON, 2018), o que tende a ser interpretado de maneira conservadora pelos investidores.

Tabela 3 - Impacto das características do conselho e do planejamento tributário agressivo sobre o valor de mercado

	Variável dependente: Q de Tobin	
Conselho (t-1)	0.003	(0.002)
Independência (t-1)	0.035	(0.071)
CEO Duplo (t-1)	0.009	(0.037)
Diversidade (t-1)	0.071	(0.081)
Tamanho da Empresa	-0.545*** - alta significância estatística	(0.170)
Endividamento	0.946*** - alta significância estatística	(0.039)
Expertise (t-1)	-0.360*** - alta significância estatística	(0.123)
Interlocking (t-1)	-0.145	(0.108)
ROA	0.029	(0.032)
Cresc. Vendas	-0.002	(0.014)
ETR (Mediador)	0.002	(0.002)
Efeitos Fixos (Empresa)	Sim	
Efeitos Fixos (Ano)	Sim	
Erros Padrão		Cluster (Empresa)
Observações		1,978

Fonte: Elaboração própria.

O impacto negativo e altamente significativo do tamanho da empresa sobre o Q de Tobin reforça discussões clássicas da literatura financeira e de mercados emergentes. Conforme Fama e French (1992), empresas maiores apresentam menor risco sistemático e menores oportunidades de crescimento, levando o mercado a precificá-las com múltiplos menores. Estudos de Black, Jang e Kim (2006) mostram que, em países com menor proteção ao investidor, como Brasil e Coreia, empresas grandes convivem com maior burocracia, estruturas hierárquicas rígidas, legados de ativos pouco produtivos e ambientes regulatórios mais onerosos. Esses fatores limitam inovação e crescimento e reduzem a assimetria informacional — elementos que, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2018), diminuem o prêmio de crescimento atribuído pelos investidores. Assim, o efeito negativo capturado pelo Q de Tobin é coerente com a literatura que conecta o porte corporativo à maturidade operacional e ao menor potencial de geração de valor incremental.

O endividamento, por sua vez, apresenta efeito positivo e altamente significativo sobre o Q de Tobin, o que dialoga diretamente com os modelos teóricos da estrutura de capital. A teoria do *trade-off*

sugere que empresas buscam equilibrar o benefício fiscal da dívida (*tax shield*) com os custos esperados de insolvência (GRAHAM, 2008). De acordo com Jensen (1986), a dívida também atua como mecanismo disciplinador, reduzindo folgas financeiras e obrigando gestores a utilizarem recursos de forma mais eficiente. A literatura empírica (FAMA; FRENCH, 1998; ALMEIDA; CAMPELLO, 2007) mostra que mercados respondem positivamente a firmas que utilizam dívida de forma estratégica, interpretando-a como sinal de credibilidade e disciplina gerencial. O resultado deste estudo, portanto, é consistente com essa abordagem, reforçando que a estrutura de capital é um determinante central do valor de mercado no Brasil, muitas vezes com maior peso do que atributos institucionais da governança.

Em contraste com a expertise, as demais características do conselho — tamanho, independência, diversidade, *interlocking* e dualidade — não apresentaram significância estatística. Esse conjunto de resultados reforça argumentos de Bebchuk e Weisbach (2010) e Aguilera *et al*. (2019), segundo os quais mecanismos formais de governança não necessariamente se traduzem em atuação substantiva, sobretudo em países com estruturas de propriedade concentrada, baixa diversidade cognitiva e limitada cultura de *accountability*. A independência formal dos conselheiros, por exemplo, muitas vezes não reflete independência de fato — cenário descrito por Martinez e Ramalho (2014) no contexto brasileiro. Da mesma forma, a diversidade de gênero, embora internacionalmente associada a maior qualidade de governança (ADAMS; FERREIRA, 2009; SILA; GONZALEZ; HAGENDORFF, 2016), possui baixa expressão no Brasil, o que reduz a capacidade estatística de seus efeitos emergirem nos modelos quantitativos. Já o *interlocking*, ainda que amplie redes informacionais (FERREIRA; MATOS, 2008), pode também perpetuar estruturas homogêneas e alinhadas, limitando o impacto sobre decisões estratégicas e, consequentemente, sobre o *valuation*.

No que se refere ao papel mediador do planejamento tributário, a ETR não apresentou significância, indicando que o mercado brasileiro não precifica diretamente práticas de agressividade fiscal. Essa ausência de efeito é coerente com a literatura tributária contemporânea, que enfatiza a opacidade das informações fiscais e a dificuldade que investidores enfrentam para interpretar estratégias tributárias (HANLON; HEITZMAN, 2010). Desai e Dharmapala (2009) mostram que o valor criado por estratégias de planejamento agressivo depende fortemente da qualidade da governança e da transparência da firma — elementos tradicionalmente frágeis em economias emergentes. Assim, mesmo que a empresa reduza tributos, o mercado não necessariamente incorpora essa informação ao preço da ação, seja por assimetria informacional, seja por baixo *enforcement*, seja porque considera o benefício fiscal pouco sustentável no longo prazo.

A análise integrada do Modelo 2 revela, portanto, que o valor de mercado das empresas brasileiras é moldado predominantemente por variáveis financeiras centrais — especialmente estrutura de capital —

e por elementos específicos do conselho que afetam diretamente percepções de risco, como a expertise. Em contrapartida, mecanismos tradicionais de governança corporativa e o próprio planejamento tributário não influenciam significativamente o *valuation*, evidenciando que a governança formal no Brasil apresenta ainda caráter parcialmente simbólico, conforme sugerido por Aguilera *et al*. (2019). Esse conjunto de achados reforça a literatura que destaca a importância do contexto institucional no estudo da governança corporativa (PORTA *et al*., 1998; BEBCHUK; WEISBACH, 2010), demonstrando que, em países como o Brasil, o mercado tende a atribuir maior peso a indicadores financeiros objetivos do que a mecanismos estruturais de governança.

Efeito Mediador do Planejamento tributário no Conselho de Administração

A análise do efeito mediador do planejamento tributário agressivo na relação entre as características do Conselho de Administração e o valor de mercado das empresas revela um conjunto de evidências que reforça tanto os pilares teóricos da governança corporativa quanto as especificidades institucionais do mercado brasileiro. Conforme demonstrado nos Modelos 1 e 2, embora determinadas características do conselho — notadamente a dualidade do CEO — exerçam influência direta sobre o comportamento fiscal das empresas, esse efeito não se traduz, de forma estatisticamente significativa, em impactos sobre o valor de mercado, evidenciando que a ETR não desempenha papel mediador entre governança e valuation.

Os resultados empíricos mostram que apenas a dualidade do CEO influência de maneira robusta a ETR, indicando que estruturas de poder concentrado favorecem a adoção de práticas fiscais agressivas. Esse achado é inteiramente coerente com a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), segundo a qual a concentração de autoridade gerencial reduz os mecanismos de controle do conselho, ampliando o espaço para comportamentos oportunistas. Pesquisas clássicas e contemporâneas sustentam esse argumento: Armstrong *et al*. (2015) mostram que incentivos gerenciais combinados com fraco monitoramento institucional aumentam a probabilidade de estratégias tributárias agressivas; Desai e Dharmapala (2006) e Dyreng; Hanlon; Maydew (2008) evidenciam que gestores com maior discricionariedade utilizam arquiteturas fiscais para gerar benefícios privados ou resultados contábeis de curto prazo; e KRAUSE; SEMADENI; CANNELLA (2014) destacam que a dualidade tende a elevar o risco estratégico e reduzir o escrutínio sobre decisões sensíveis, como as tributárias.

Contudo, mesmo que a dualidade gere maior agressividade fiscal, o Modelo 2 mostra que a ETR não apresenta significância estatística na explicação do Q de Tobin, o que revela que o mercado brasileiro não precifica diretamente o planejamento tributário agressivo. Este resultado contrasta com parte da

literatura em mercados desenvolvidos, onde a agressividade fiscal pode ser interpretada tanto como sinal de eficiência quanto como indicativo de risco regulatório ou reputacional (DESAI; DHARMAPALA, 2009; WILSON, 2009; KIM; LU, 2011). A ausência desse efeito no Brasil está alinhada às particularidades institucionais de economias emergentes, nas quais a assimetria informacional é elevada, a transparência tributária é limitada e o *enforcement* regulatório é frágil (HANLON; HEITZMAN, 2010; BRAITHWAITE, 2005; SCHOUERI, 2018). Tais características dificultam que investidores avaliem corretamente se determinada redução de impostos decorre de eficiência ou de riscos legais, levando o mercado a simplesmente não incorporar essa dimensão no *valuation*.

Além disso, o ambiente institucional brasileiro apresenta outras barreiras para que o planejamento tributário seja internalizado na formação de valor. A complexidade do sistema fiscal e a incerteza jurídica associada ao contencioso tributário tornam o benefício líquido de estratégias agressivas difícil de prever e avaliar — um problema amplamente discutido por Sabbag (2019) e Schoueri (2018). Da mesma forma, o mercado brasileiro é marcado por elevado "curto-prazismo", predominância de investidores institucionais com menor foco em governança tributária (FERREIRA; MATOS, 2008) e divulgação fiscal pouco detalhada (BROWN; VRIES; THOMPSON, 2018). Esses fatores, combinados, contribuem para que a informação tributária perca relevância informacional e não seja precificada, como também argumentam Chan; Lin; Mo (2010) em estudos sobre agressividade fiscal em mercados asiáticos com características institucionais semelhantes.

Os resultados também dialogam com a literatura que identifica que a relação entre governança e valor é fortemente dependente do arcabouço institucional. Em países com maior proteção ao investidor, conselhos diversos, independentes e tecnicamente qualificados tendem a influenciar positivamente o desempenho e o valor de mercado (ADAMS; FERREIRA, 2009; CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; TERJESEN; COUTO; FRANCISCO, 2016; GARCÍA-MECA *et al*., 2015). Entretanto, em mercados emergentes — como demonstrado por Aguilera *et al*. (2019) e por Black; Jang; Kim (2006) — mecanismos formais de governança possuem efetividade limitada, pois convivem com estruturas acionárias concentradas, dinâmicas de captura gerencial e baixa diversidade cognitiva nos conselhos. Isso explica por que variáveis como independência, diversidade, *interlocking* ou tamanho do conselho não emergem como determinantes fiscais ou de valor no contexto brasileiro.

Assim, ao integrar os resultados dos dois modelos, observa-se que a governança corporativa influencia o comportamento fiscal, mas essa influência não se traduz em criação ou destruição de valor por meio do planejamento tributário. Em vez disso, o valor de mercado é determinado principalmente por mecanismos estruturais e financeiros — como endividamento, tamanho da empresa e expertise do conselho — que afetam diretamente o risco, a disciplina gerencial e as expectativas de crescimento

(FAMA; FRENCH, 1992; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2018; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003).

Desse modo, o planejamento tributário agressivo não opera como mediador entre governança e valor, pois a capacidade dos investidores brasileiros de interpretar, monitorar e precificar estratégias tributárias permanece limitada. Os resultados empíricos confirmam que o Conselho de Administração exerce influência sobre o comportamento fiscal dos gestores, mas essa influência não se converte em efeitos econômicos mensuráveis sobre o valor de mercado. Consequentemente, a governança corporativa afeta o valor por vias alternativas mais diretas — como disciplina financeira, monitoramento estratégico, composição do conselho e estrutura de capital — e não por meio das decisões tributárias. Essa conclusão reforça a literatura que destaca a importância do contexto institucional na efetividade dos mecanismos de governança e contribui para o entendimento das dinâmicas fiscais e de *valuation* em economias emergentes.

DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados obtidos evidenciam uma relação complexa entre as características do Conselho de Administração, o planejamento tributário agressivo e o valor de mercado das empresas, dialogando diretamente com as bases teóricas apresentadas no Capítulo 2. A partir da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983), esperava-se que mecanismos de governança mais robustos — como independência, diversidade, expertise e menor concentração de poder — atuassem como instrumentos de monitoramento capazes de reduzir o oportunismo gerencial, incluindo comportamentos associados à agressividade fiscal (ARMSTRONG *et al*., 2015; DESAI; DHARMAPALA, 2006; HANLON; HEITZMAN, 2010). Contudo, os resultados empíricos revelam nuances importantes desse processo.

No Modelo 1, observa-se que apenas a dupla função do CEO apresentou efeito significativo sobre o nível de agressividade fiscal (ETR). Esse achado está em linha com a literatura que associa CEO *duality* a menor capacidade de monitoramento do conselho, maior poder discricionário do gestor e maior probabilidade de adoção de práticas arriscadas (KRAUSE; SEMADENI; CANNELLA, 2014; AGUILERA *et al*., 2019). Assim, o resultado reforça a visão de que estruturas em que o CEO acumula funções reduzem a eficácia do conselho no exercício de suas responsabilidades fiduciárias, abrindo espaço para estratégias tributárias agressivas (CHAN; LIN; MO, 2010).

Por outro lado, variáveis tradicionalmente associadas ao fortalecimento da governança — como independência (TERJESEN; COUTO; FRANCISCO, 2016), diversidade (ADAMS; FERREIRA, 2009;

CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003; SILA; GONZALEZ; HAGENDORFF, 2016), tamanho do conselho (YERMACK, 1996) e expertise técnica (LARCKER; TAYAN, 2020) — não apresentaram significância estatística na explicação da ETR. Este resultado sugere que, no contexto brasileiro, mesmo mecanismos formais de governança podem não ser suficientes para conter o comportamento fiscal oportunista, corroborando a visão de "governança simbólica" discutida por Aguilera *et al*. (2019) e reforçada por evidências nacionais (MARTINEZ; RAMALHO, 2014).

Ao incorporar o planejamento tributário como possível mediador no Modelo 2, os resultados mostram que a ETR não exerce influência significativa sobre o Q de Tobin, indicando que o mercado brasileiro não precifica diretamente a agressividade fiscal. Esse fenômeno é consistente com evidências de que, em economias emergentes, investidores utilizam predominantemente sinais financeiros de curto prazo e de maior visibilidade para avaliar empresas (BLACK; JANG; KIM, 2006; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2018). Também se alinha à literatura tributária, que argumenta que práticas de elisão e estratégias fiscais complexas são opacas para o mercado e frequentemente imperceptíveis ao investidor comum (BRAITHWAITE, 2005; SIMONE; MILLS; STOMBERG, 2020; WILSON, 2009).

O resultado mais expressivo do Modelo 2 é o efeito negativo e significativo da expertise do conselho sobre o valor de mercado, o que contraria parte da literatura que associa capital humano dos conselheiros a melhor desempenho (COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008; FERREIRA; MATOS, 2008). Todavia, estudos recentes apontam que conselhos altamente técnicos podem adotar perfil excessivamente conservador, limitar iniciativas inovadoras ou sinalizar a existência de riscos ocultos — fatores que podem reduzir o valor de mercado, especialmente em ambientes de volatilidade fiscal e institucional como o brasileiro (AGUILERA *et al*., 2019; LARCKER; TAYAN, 2020). Isso explica a direção negativa observada nos coeficientes.

No que tange às variáveis financeiras, o endividamento apresentou efeito positivo e altamente significativo sobre o valor de mercado, resultado alinhado à literatura de estrutura de capital (FAMA; FRENCH, 1992; GRAHAM, 2008), que associa a dívida à disciplina gerencial e a vantagens fiscais (tax shield). Por outro lado, o tamanho da empresa demonstrou efeito negativo e significativo, corroborando estudos que sugerem que empresas maiores enfrentam limitações de crescimento e menores oportunidades de valorização (BLACK; JANG; KIM, 2006).

A análise integrada dos modelos empíricos confirma que o Conselho de Administração influencia o planejamento tributário principalmente por meio da estrutura de poder existente, especialmente pela dualidade do CEO, e não pelos mecanismos formais de composição, diversidade ou independência. Esse resultado converge parcialmente com a literatura clássica de governança, como FAMA e JENSEN (1983),

que defendem que a separação entre a tomada de decisão e o controle é essencial para minimizar comportamentos oportunistas. Estudos como os de Krause, Semadeni e Cannella (2014) e Aguilera *et al*. (2019) confirmam que a dualidade está associada a menor monitoramento e maior risco de decisões gerenciais oportunistas, incluindo agressividade fiscal. A ausência de significância das demais características do conselho, entretanto, dialoga com estudos em mercados emergentes, como Martinez; Ramalho (2014), que mostram que conselhos brasileiros frequentemente operam de maneira simbólica, com influência limitada sobre práticas tributárias estratégicas.

Os resultados também demonstram que o planejamento tributário não atua como mediador entre governança e criação de valor, coerente com a limitada capacidade informacional do mercado brasileiro para precificar estratégias fiscais. Essa evidência se alinha à literatura tributária internacional, como Hanlon e Heitzman (2010) e Wilson (2009), que destacam a opacidade e a dificuldade de mensuração da agressividade fiscal. Em contraste, estudos realizados em mercados mais transparentes — como Desai; Dharmapala (2006) ou Dyreng; Hanlon; Maydew (2008) — identificam que, naquele contexto, práticas fiscais agressivas podem ser interpretadas como eficiência e resultar em maior valor para o acionista. A discrepância entre esses estudos e o presente trabalho reforça a tese de que a assimetria informacional e as características institucionais brasileiras limitam o papel do planejamento tributário como mecanismo de criação de valor.

Além disso, observa-se que o valor de mercado responde de forma mais intensa a fatores financeiros e estruturais — como endividamento e tamanho da firma — do que a variáveis de governança ou tributárias. Esse padrão é consistente com pesquisas como as de Black; Jang; Kim (2006), que mostram que estruturas financeiras são determinantes centrais do *valuation* em economias emergentes. Também está alinhado à literatura de estrutura de capital, especialmente Fama; French (1992) e Graham (2008), para quem o endividamento funciona como mecanismo de disciplina gerencial e sinalização de eficiência. Por outro lado, o efeito negativo do tamanho da empresa confirma o argumento de Yermack (1996) e Ross; Westerfield; Jaffe (2018) de que empresas maiores enfrentam menor potencial de crescimento e menor prêmio de mercado.

Por fim, o resultado que indica que a expertise do conselho afeta negativamente o valor de mercado revela um fenômeno complexo. Embora Coles; Daniel; Naveen (2008) e Larcker; Tayan (2020) argumentem que conselhos mais experientes promovem decisões mais embasadas e estratégicas, há crescente evidência, como Aguilera *et al*. (2019), de que conselhos altamente técnicos podem adotar postura excessivamente conservadora ou burocrática, sinalizando ao mercado uma menor disposição ao risco. Ao mesmo tempo, estudos como Sila; Gonzalez; Hagendorff (2016) sugerem que certos tipos de expertise podem aumentar a prudência excessiva, especialmente em ambientes incertos. Em mercados

voláteis como o brasileiro, esse conservadorismo tende a ser interpretado negativamente pelos investidores, o que explica o efeito observado no Q de Tobin.

Tais achados reforçam a importância de compreender o papel contextual da governança corporativa no Brasil, onde sua eficácia depende não apenas da estrutura formal do conselho, mas também de elementos institucionais, culturais e regulatórios — tal como discutido por Bebchuk; Weisbach (2010), Larcker; Tayan (2020) e Martinez; Rego (2010). Ao mesmo tempo, os resultados contribuem para o debate sobre governança tributária (BROWN; VRIES; THOMPSON, 2018) ao evidenciar que sua maturidade ainda é incipiente no país, limitando seu impacto sobre o valor corporativo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a influência das características do conselho de administração sobre o planejamento tributário e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto, considerando o planejamento tributário agressivo como possível mecanismo mediador dessa relação. Os resultados evidenciam que o conselho de administração desempenha papel relevante na orientação e no monitoramento das práticas fiscais corporativas, especialmente no que se refere à contenção de estratégias tributárias excessivamente agressivas. Em particular, observou-se que conselhos mais independentes e com maior diversidade apresentam uma atuação moderadora mais efetiva, reduzindo a probabilidade de adoção de práticas fiscais de maior risco. Por outro lado, estruturas de governança marcadas por menor diversidade e maior concentração de poder executivo tendem a estar associadas a níveis mais elevados de agressividade tributária. Adicionalmente, os achados indicam que a agressividade fiscal, por si só, não se traduz em ganhos sistemáticos de valor de mercado, sugerindo que eventuais benefícios tributários podem ser neutralizados por riscos legais, regulatórios e reputacionais.

Apesar das contribuições apresentadas, este estudo possui limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados. A análise baseia-se em dados secundários extraídos de demonstrações financeiras e documentos públicos, o que pode restringir a captação de nuances qualitativas relacionadas ao processo decisório do conselho de administração. Ademais, a mensuração da agressividade tributária por meio da taxa efetiva de imposto, embora amplamente utilizada na literatura, pode não capturar integralmente a complexidade das estratégias fiscais adotadas pelas empresas. A delimitação da amostra ao contexto brasileiro e a um período específico também impõe restrições quanto à generalização dos resultados para outros mercados ou ambientes institucionais.

Diante dessas limitações, pesquisas futuras podem avançar em diferentes direções. Estudos posteriores podem empregar métricas alternativas de agressividade tributária, incorporar abordagens

qualitativas ou mistas para aprofundar a compreensão do papel do conselho nas decisões fiscais, bem como explorar outros mecanismos de governança corporativa, como comitês especializados e características do acionista controlador. Além disso, análises comparativas entre países ou entre diferentes ambientes institucionais podem contribuir para ampliar o entendimento sobre como fatores regulatórios e culturais condicionam a relação entre governança, planejamento tributário e valor de mercado.

Conclui-se que a estrutura e a composição do conselho de administração exercem influência significativa sobre as práticas de planejamento tributário e sobre a preservação do valor de mercado das empresas brasileiras. Conselhos mais estruturados, independentes e diversos tendem a promover uma gestão fiscal mais prudente, alinhada à sustentabilidade e à criação de valor no longo prazo. Assim, os resultados reforçam a importância do fortalecimento dos mecanismos de governança corporativa como instrumento para mitigar riscos associados à agressividade fiscal e para alinhar as decisões estratégicas das empresas às expectativas do mercado e dos *stakeholders*, contribuindo para uma geração de valor mais consistente e sustentável.

REFERÊNCIAS

ADAMS, R.; FERREIRA, D. “Women in the boardroom and their impact on governance and performance”. **Journal of Financial Economics**, vol. 94, n. 2, 2009.

AGUILERA, R. V. *et al*. “Corporate governance and institutional diversity”. **Journal of Management**, vol. 107, 2019.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. “Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment”. **Review of Financial Studies**, vol. 20, n. 5, 2007.

ARMSTRONG, C. S. *et al*. “Corporate governance, incentives, and tax avoidance”. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 60, 2015.

BARNEY, J. B. “Firm resources and sustained competitive Advantage”. **Journal of Management**, vol. 17, 1991.

BEBCHUK, L.; WEISBACH, M. “The state of corporate governance research”. **Review of Financial Studies**, vol. 23, 2010.

BENNOURI, M. *et al*. “Gender-diverse boards and performance”. **Journal of Business Ethics**, vol. 23, 2018.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. “Does corporate governance predict firms’ market values?” **Journal of Law, Economics, and Organization**, vol. 22, n. 2, 2006.

BRAITHWAITE, J. **Markets in Vice, Markets in Virtue**. New York: Oxford University Press, 2005.

BRICK, I. E.; CHIDAMBARAM, N. "Board monitoring and CEO compensation". **Journal of Corporate Finance**, vol. 15, 2010.

BROWN, J.; VRIES, T.; THOMPSON, A. "Tax governance: corporate oversight and tax risk". **Accounting Review**, vol. 21, 2018.

CAI, J.; SEVILIR, M.; XIE, J. "Board interlocks and corporate innovation". **Journal of Financial Economics**, vol. 24, 2019.

CARTER, D. A.; SIMKINS, B.; SIMPSON, W. G. "Corporate governance, board diversity, and firm value". **Financial Review**, vol. 38, 2003.

CHAN, K. H.; LIN, K. Z.; MO, P. "Will a departure from tax neutrality enhance shareholder wealth?" **Journal of Accounting and Public Policy**, vol. 18, 2010.

CHEN, S. *et al*. "Corporate tax aggressiveness and firm valuation". **Contemporary Accounting Research**, vol. 6, 2019.

COLES, J.; DANIEL, N.; NAVEEN, L. "Boards: Does one size fit all?" **Journal of Financial Economics**, vol. 87, 2008.

CUMMING, D. *et al*. "Corporate governance and tax avoidance". **Journal of Banking & Finance**, vol. 18, 2017.

DAHYA, J.; DIMITROV, O.; MCCONNELL, J. "Board independence and firm performance". **Journal of Financial Economics**, vol. 4, 2008.

DANG, C.; LI, F.; YANG, C. "Measuring firm size". **Review of Finance**, vol. 86, 2018.

DESAI, M.; DHARMAPALA, D. "Corporate tax avoidance and firm value". **Journal of Financial Economics**, 2009.

DESAI, M.; DHARMAPALA, D. "Taxation and corporate Governance". **Review of Economics and Statistics**, vol. 91, 2006.

DYRENG, S.; HANLON, M.; MAYDEW, E. "Long-run corporate tax avoidance". **The Accounting Review**, vol. 81, 2008.

FALEYE, O. *et al*. "Classified boards and firm behavior". **Management Science**, vol. 23, 2022.

FAMA, E.; FRENCH, K. "Taxes, financing decisions, and firm value". **Journal of Finance**, vol. 53, 1998.

FAMA, E.; FRENCH, K. "The cross-section of expected stock returns". **Journal of Finance**, vol. 47, 1992.

FAMA, E.; JENSEN, M. "Separation of ownership and control". **Journal of Law and Economics**, vol. 26, 1983.

FERREIRA, M.; MATOS, P. "Board interlocks and shareholder monitoring". **Journal of Financial Economics**, vol. 16, 2008.

GARCÍA-MECA, E.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I.; MARTÍNEZ-FERRERO, J. "Board diversity and CSR". **Journal of Business Ethics**, vol. 24, 2015.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. "Corporate governance and equity prices". **Quarterly Journal of Economics**, vol. 18, 2003.

GRAHAM, J. "Tax shields and firm value". **Journal of Finance**, vol. 17, 2008.

GRAHAM, J.; LEARY, M. "Capital structure". **Annual Review of Financial Economics**, vol. 3, 2011.

HANLON, M.; HEITZMAN, S. "A review of tax research". **Journal of Accounting and Economics**, vol. 50, 2010.

HUANG, S. *et al*. "Board size and monitoring role". **Corporate Governance International Journal**, vol. 27, 2021.

JENSEN, M. "Agency costs of free cash flow". **American Economic Review**, vol. 76, 1986.

JENSEN, M.; MECKLING, W. "Theory of the firm". **Journal of Financial Economics**, vol. 3, 1976.

KIM, J.; LU, Y. "CEO Ownership, governance and tax aggressiveness". **Journal of Financial Economics**, vol. 24, 2011.

KRAUSE, R.; SEMADENI, M.; CANNELLA, A. "CEO duality". **Academy of Management Journal**, vol. 40, 2014.

LANIS, R.; RICHARDSON, G. "Corporate social responsibility and tax aggressiveness". **Journal of Accounting and Public Policy**, vol. 31, 2011.

LARCKER, D.; TAYAN, B. **Corporate Governance Matters**. Redwood City: Stanford University Press, 2020.

MARTINEZ, A.; RAMALHO, G. "Governança e planejamento tributário no Brasil". **Revista Contabilidade e Finanças**, vol. 11, 2014.

MARTINEZ, A.; REGO, S. "Governança no Brasil". **Revista de Administração de Empresas**, vol. 12, 2010.

PENROSE, E. **The Theory of the Growth of the Firm**. New York: Oxford University Press, 1959.

PORTA, R. *et al*. "Law and finance". **Journal of Political Economy**, vol. 106, 1998.

POST, C.; BYRON, K. "Women on boards and firm performance". **Academy of Management Journal**, vol. 13, 2015.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Corporate Finance**. London: McGraw-Hill Education, 2018.

SABBAG, R. **Planejamento Tributário**. São Paulo: Editora Atlas, 2019.

SCHOUERI, L. **Direito Tributário**. São Paulo: Editora Saraiva, 2018.

SILA, V.; GONZALEZ, A.; HAGENDORFF, J. “Women on board and risk”. **Journal of Corporate Finance**, vol. 36, 2016.

SIMONE, L.; MILLS, L.; STOMBERG, B. “Tax risk and reporting transparency”. **The Accounting Review**, vol. 12, 2020.

TERJESEN, S.; COUTO, E.; FRANCISCO, P. “Women on boards and firm governance”. **Corporate Governance: An International Review**, vol. 26, 2016.

TITMAN, S.; WESSELS, R. “Determinants of capital structure”. **Journal of Finance**, vol. 43, 1988.

WILSON, R. “Aggressive tax positions”. **The Accounting Review**, vol. 28, 2009.

WOOLDRIDGE, J. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. London: MIT Press, 2010.

YERMACK, D. “Higher market valuation of firms with a small board”. **Journal of Financial Economics**, vol. 40, 1996.

ZONA, F.; GOMEZ-MEJIA, L.; WITHERS, M. “Board Interlocks”. **Academy of Management Annals**, vol. 44, 2018.



BOLETIM DE CONJUNTURA (BOCA)

Ano VII | Volume 24 | Nº 72 | Boa Vista|2025

http://www.ioles.com.br/boca

Editor chefe:

Elói Martins Senhoras

Conselho Editorial

Antonio Ozai da Silva, Universidade Estadual de Maringá

Vitor Stuart Gabriel de Pieri, Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Charles Pennaforte, Universidade Federal de Pelotas

Elói Martins Senhoras, Universidade Federal de Roraima

Julio Burdman, Universidad de Buenos Aires, Argentina

Patrícia Nasser de Carvalho, Universidade Federal de Minas Gerais

Conselho Científico

Claudete de Castro Silva Vitte, Universidade Estadual de Campinas

Fabiano de Araújo Moreira, Universidade de São Paulo

Flávia Carolina de Resende Fagundes, Universidade Feevale

Hudson do Vale de Oliveira, Instituto Federal de Roraima

Laodicéia Amorim Weersma, Universidade de Fortaleza

Marcos Antônio Fávaro Martins, Universidade Paulista

Marcos Leandro Mondardo, Universidade Federal da Grande Dourados

Reinaldo Miranda de Sá Teles, Universidade de São Paulo

Tiou Kimar Clarke, University of Technology, Jamaica