

RELAÇÃO ENTRE A AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA E O TURNOVER FORÇADO DO CEO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Pedro Kagami Kraft
Fecap

Tiago Nascimento Borges Slavov
Fecap

Resumo

O objetivo deste artigo é examinar a relação entre a agressividade tributária e o turnover forçado de CEO no Brasil. A substituição forçada (ou não-voluntária) pode ser motivada, entre outros fatores, pelo desempenho tributário da organização. Este estudo utilizou amostras de corporações que experimentaram rotatividade de CEO durante o período de 2010-2018 e determinou as variáveis contábeis que foram pensadas para explicar o *turnover*. Corporações que não experimentaram rotatividade de CEO ao longo do período observado foram utilizadas como grupo controle. As amostras finais para ambas as fontes de dados foram decididas após considerar a disponibilidade de dados dentro do período de observação e foram testadas utilizando-se um modelo de quartis e tercis, conforme a literatura. Os resultados gerais indicaram que CEOs com políticas tributárias mais polarizadas tem menor propensão de sofrerem *turnover* forçado devido a seus graus de agressividade tributária, do que aqueles com grau de agressividade tributária mais equilibrado. Este resultado não levou em conta as razões mais amplas para o turnover forçado, como CEOs atingindo idade de aposentadoria, doença ou volume de negócios, todos os quais em pesquisas anteriores foram áreas que mostraram considerável influência na variável. Em pesquisas futuras, seria importante considerar essas características, juntamente com atributos da personalidade dos CEOs que deixaram as empresas e aqueles que foram contratados. Como implicações práticas, os *stakeholders* das empresas têm que ter cuidado ao tomar decisões de rotatividade de CEOs porque a ação pode gerar reações significativas do mercado e, possivelmente, um interesse da própria fiscalização tributária. Sob o aspecto da originalidade, este artigo indica que a agressividade tributária demonstrou maior poder explanatório nos grupos onde a carga tributária se mostrou mais próxima à média, e não nos grupos onde a mesma se mostrou muito inferior ou muito superior à média praticada na amostra.

Palavras chave: Agressividade Tributária. Substituição Forçada de CEOs. Planejamento Tributário.

1. INTRODUÇÃO

Neste estudo, é avaliada a agressividade tributária, e seus possíveis efeitos no *turnover* forçado do *Chief Executive Officer* (CEO) em companhias de capital aberto brasileiras listadas no Novo Mercado. Neste sentido, este estudo busca evidenciar se os principais executivos das organizações estudadas seriam forçadamente desligados, quando da percepção de indícios de discrepância entre as cargas tributárias pagas pela companhia e as pagas por seus pares.

A escolha por considerar a troca forçada do CEO vem do fato de que tal troca é uma ação deliberada do conselho administrativo, a fim de alterar as estratégias, liderança e direção da organização (Fee, Hadlock e Pierce, 2013). A obrigatoriedade do fornecimento de demonstrações contábeis convergentes ao IFRS, no mercado de capitais brasileiro, especialmente em relação ao reconhecimento contábil dos tributos sobre os lucros (Damascena, et al. 2018) facilita a obtenção, compreensibilidade, e comparabilidade dos dados a serem analisados com estudos internacionais (Chyz e Gaertner, 2018).

O Brasil é, hoje, o país com a maior carga tributária da América Latina, e o país com a maior carga tributária entre todos os países membros do BRICS. Tais informações colocam a gestão tributária como sendo um fator de relevância para o resultado das organizações brasileiras (Shikida, 2017; Fonseca e Martinez, 2017). Esse cenário aumenta a propensão à agressividade tributária, por parte dos executivos, podendo gerar efeitos economicamente amplos para as empresas nas quais tais executivos estejam inseridos (Dyeng, Hanlon e Maydew, 2010).

Tendo em vista que o gerenciamento tributário tem relação direta com o desempenho das organizações (Cheng et al., 2012; Gomes, 2016; Potin et al., 2016), e que também possui relação significativa com riscos de mercado (Vello e Martinez, 2014; Reinders e Martinez, 2016) e riscos reputacionais (Graham et al., 2014; Chyz e Gaertner, 2018), é possível inferir que a agressividade tributária, estando ligada ao resultado final das empresas, seja ponto de interesse da alta administração, visto que o fator “resultado” demonstra forte influência, quando do *turnover* do CEO (Matos e Colauto, 2017; Gomes e Sampaio, 2018).

Neste cenário, a questão a ser respondida no presente estudo é: **Qual a relação entre a agressividade tributária empregada nas organizações e a substituição forçada de seus respectivos CEOs?**

Como objetivo principal, o estudo busca identificar uma possível correlação significativa entre o nível de agressividade tributária empregado nas organizações e a substituição forçada (através de demissão ou pressão interna) de seus respectivos CEOs.

Como objetivos secundários, o estudo pretende: a) identificar variáveis relativas à substituição forçada do CEO no mercado de capitais brasileiro, além da variável de interesse já apresentada; b) buscar compreender algumas das variáveis responsáveis pela agressividade tributária, e suas respectivas relações com o resultado final das organizações de capital aberto listadas na B3 e; c) avaliar, estatisticamente, a possível relação entre os efeitos da agressividade tributária no resultado final das organizações, e o *turnover* forçado de seus respectivos CEOs.

Segundo Gomes e Sampaio (2018), a troca dos CEOs tende a gerar resultados negativos para o desempenho das organizações, tanto no curto, quanto no médio prazo. Em resultado oposto, Khurana e Nohria (2000) perceberam que trocas do CEO geralmente apresentam efeito positivo na performance das companhias, tanto no curto, quanto nos médio e longo prazos. Esta incongruência de resultados leva a questões relacionadas aos motivos que levariam o conselho administrativo de uma entidade realizar uma substituição forçada de seu respectivo CEO.

Assim, este estudo busca evidências que apontem a agressividade tributária empregada nas organizações brasileiras, como um fator relevante na tomada de decisão por parte de seus

conselhos administrativos, trazendo maior entendimento das razões que culminam na substituição forçada de seus respectivos CEOs.

Partindo-se da premissa de que empresas que evidenciaram a troca forçada de seus CEOs tendem a passar por mudanças anormalmente amplas em suas políticas internas (Fee, Hadlock e Pierce, 2013) e que CEOs entrantes tendem a buscar a redução do lucro corrente reportado da organização, em seu primeiro ano no cargo (Souza Neto e Sampaio, 2017), a compreensão dos motivos que levam à substituição forçada dos mesmos é relevante para o entendimento das decisões tomadas pelo conselho administrativo quando da performance organizacional esperada.

Estudos anteriores desenvolvidos no Brasil (Souza, Silva, Ribeiro e Weffort, 2014; Souza Neto e Sampaio, 2017; Matos e Colauto, 2017; Gomes e Sampaio, 2018) já exploraram o *turnover* do CEO, porém, nenhum dos estudos citados focou-se na questão do *turnover* forçado e na sua relação com a agressividade tributária.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Agressividade Tributária

Guenther, Matsunaga e Williams (2013), definem a agressividade tributária como sendo um conjunto de medidas, assumidas pelas empresas, com o intuito de reduzir suas respectivas alíquotas tributárias, e que não seriam susceptíveis à anulação por parte da fiscalização; enquanto todas as medidas, com o mesmo intuito, que dificilmente passariam pelo crivo da fiscalização, seriam definidas como evasão fiscal.

Para fins deste estudo, a agressividade tributária pode ser entendida como todo e qualquer comportamento ou medida legal, ou não, em que se busque evitar e/ou minimizar o ônus tributário explícito pago pela organização. Uma das medidas mais amplamente acessíveis e facilmente aplicáveis para identificar a agressividade tributária, a partir das informações contábeis, é a taxa tributária efetiva sobre o lucro contábil (*GaapETR*), apurada como Despesa Total com Tributos sobre o Lucro / Lucro antes dos Tributos (Martinez, 2017).

2.1.1 Causas da Agressividade Tributária

Em consonância com Rego e Wilson (2008), pesquisas realizadas por Gomes (2016) apontam que a remuneração variável da diretoria e a gestão tributária passada influenciam a gestão fiscal de períodos subsequentes. Tais evidências indicam que a agressividade tributária empregada nas organizações pode estar vinculada, também, aos interesses pessoais dos executivos, que tendem a manter a gestão tributária semelhante de um período para o outro.

Outro motivo da agressividade tributária é que firmas com maior transparência corporativa demonstram possuir maior agressividade tributária, provavelmente motivadas por seu interesse em aumentar os lucros dos investidores, que pagam um prêmio por tal agressividade, variando também, do grau de transparência de tais firmas, aumentando assim os respectivos valores de tais companhias (Wang e Jennings, 2010). Diferente determinante da agressividade tributária são as conexões políticas das empresas, que tendem a agir de maneira mais agressiva quando da busca por redução na carga tributária. Algumas justificativas para tal característica seriam menor expectativa de execução fiscal, melhores informações em relação a mudanças nas leis fiscais, menor pressão por transparência por parte do mercado de capitais, ou tendências a assumir mais riscos, advindas de tais conexões políticas (Kim e Zhang, 2016).

Não obstante, Sari e Tjen (2016), no mercado de capitais indonésio, apontam evidências de que a qualidade da divulgação de responsabilidade social corporativa tem relação fortemente negativa em relação à agressividade tributária. Tais evidências se opõem aos achados de Lanis

e Richardson (2012) que, no mercado australiano, encontraram associação positiva estatisticamente significativa entre a divulgação de responsabilidade social corporativa e a agressividade tributária.

Fatores como a composição do Conselho Administrativo (Weisbach, 1988; Lanis e Richardson, 2011), os valores prestigiados pela companhia (Martinez e Ramalho, 2017), fatores culturais (Taylor, Fan e Tan, 2015), fatos isolados, como denúncias de irregularidades por parte de funcionários (Wilde, 2017) e a presença de investimentos no exterior (Silva e Martinez, 2017) também influenciam o nível de agressividade tributária das organizações.

2.1.2 Efeitos da Agressividade Tributária

Estudos anteriores sobre agressividade tributária, como os de Cheng et al. (2012), no mercado de capitais norte americano e Gomes (2016), no mercado de capitais brasileiro, apontam que a eficácia do gerenciamento tributário tem relação direta com o desempenho da entidade. Em consonância, foi identificada, no mercado de capitais brasileiro, relação entre a agressividade tributária empregada e o retorno sobre ativo (ROA) (Potin et al., 2016), o que justificaria a intenção dos investidores em pagar mais caro por empresas que fazem uso eficaz da agressividade tributária, aumentando assim, o valor de mercado de tais companhias (Wang e Jennings, 2010; Machado, 2011).

Não obstante, Vello e Martinez (2014), no mercado de capitais brasileiro, sugerem a existência, nas organizações, de uma relação significativa entre a agressividade tributária e seus respectivos riscos de mercado. Neste sentido, nota-se que organizações com políticas tributárias mais agressivas tendem a possuir maior nível de endividamento com capital de terceiros (Martinez e Martinez, 2016) e maior risco em incorrer em passivos fiscais e desgastes na imagem corporativa (Reinders e Martinez, 2016), o que poderia acarretar em variação negativa de seu valor de mercado (Hanlon e Slemrod, 2009; Santana, 2014). Sendo assim, um ponto a ser considerado em estudos sobre agressividade tributária é que políticas tributárias demasiado agressivas podem acabar por gerar penas reputacionais aos CEOs (Chyz e Gaertner, 2018; Graham et al., 2014), o que acarretaria em uma maior probabilidade de substituição forçada destes executivos (Chyz e Gaertner, 2018).

2.2 Teoria da Agência e a Governança Corporativa

A teoria da agência, também chamada de problema de agência, ou ainda conflito de agência, é a possibilidade de divergência entre os interesses dos *stakeholders* (detentores de participações de determinado empreendimento) e dos gestores (Jensen e Meckling, 1976; Desai e Dharmapala, 2007; Nassif e Souza, 2013).

Para eliminar, ou ao menos reduzir, o problema de agência, houve o surgimento da Governança Corporativa, que tem por principal objetivo regular a forma com que as empresas são controladas (Nassif e Souza, 2013), tendo como um de seus principais mecanismos de controle, o Conselho Administrativo (Gomes, 2016). É deste que parte a decisão de substituir forçadamente o CEO, com a finalidade de alterar as estratégias, liderança e direção da organização (Chyz e Gaertner, 2018; Fee, Hadlock e Pierce, 2013).

Outro ponto a ser considerado, é que práticas de governança corporativa mais bem desenvolvidas tendem a reforçar a relação entre a performance da firma e o *turnover* do CEO (Xu, 2016).

2.2.1 Governança Corporativa e a Agressividade Tributária

Em trabalho realizado por Fonseca e Martinez (2017) foi verificada a relação entre as estruturas de controle e a agressividade tributária empregada em companhias de capital aberto listadas na Bm&fBovespa, atual B3. Os autores concluíram que empresas com altos níveis de governança corporativa tendem a apresentar planejamento tributário mais agressivo, conforme a concentração de controle aumenta; enquanto empresas com menor grau de governança corporativa tendem a ter comportamento inverso, apresentando relação negativa entre a agressividade tributária e a concentração de controle.

Ainda assim, de forma geral, foi percebida relação negativa entre os níveis de governança corporativa e de agressividade tributária, o que vale dizer que, quanto menor o grau de governança, ou seja, de monitoramento, em uma organização, mais agressiva esta será em relação ao planejamento tributário (Fonseca e Martinez, 2017).

Em acordo com tal afirmação, Chyz et al. (2013) perceberam relação negativa entre a agressividade tributária e o poder sindical dentro das organizações. Uma das justificativas encontradas pelos pesquisadores foi a de que um maior monitoramento, por parte dos sindicatos, acarretaria em maior restrição à agressividade tributária.

Enquanto isso, Klassen, Lisowsky e Mescall (2015) notaram que as empresas possuem maiores tendências em demonstrar uma posição fiscal menos agressiva quando contam com a participação de auditores em seu planejamento fiscal. Indo além, Kanagaretnam (2016), estudando uma amostra de 31 países, encontrou fortes evidências de relação negativa entre a qualidade dos auditores e a agressividade tributária empregada nas organizações, o que corrobora com a hipótese de relação negativa entre medidas de controle e agressividade tributária.

2.2.2 Governança Corporativa e o Lucro Líquido

A governança corporativa também apresenta reflexos no resultado final das organizações, sendo que empresas integrantes do Novo Mercado ou do Nível 1 de governança da B3, apresentaram maior retorno que seus pares pertencentes ao mercado tradicional (Pasquini et al., 2016).

Tal descoberta vai de encontro aos achados de Bressan e Bressan (2008), que evidenciaram que empresas pertencentes aos diferentes níveis de governança corporativa possuíam, entre os anos de 2005 e 2006, rendimentos médios superiores às empresas sem governança corporativa. A conclusão à que os pesquisadores chegaram para tal resultado, foi a de que maior nível de transparência, e, conseqüentemente, menor assimetria de informação entre gestão e acionistas, possibilitaria maior desempenho das organizações.

Dois motivos que corroborariam para tal afirmação seriam o argumento de que um maior monitoramento sobre o CEO acarretaria em maior mitigação do problema de agência, tornando dispensável, em alguns casos, aumento da compensação do diretor executivo (De Cesari e Ozkan, 2016); e o argumento de que a adoção de boas práticas de governança corporativa minimizaria a percepção de risco dos auditores independentes, o que se refletiria em sua remuneração (Martinez, Lessa e De Jesus Moraes, 2014).

2.3 Turnover forçado de CEOs

O termo *turnover*, aqui citado, refere-se à substituição do antigo CEO de determinada empresa, por um novo diretor executivo. Para fins desta pesquisa, serão considerados apenas os casos de substituição forçada, seja por demissão, ou através de pressão interna à entidade.

2.3.1 Causas do Turnover

Segundo Chyz e Gaertner (2018), empresas que pagam cargas tributárias muito superiores ou muito inferiores à média de seus respectivos setores, tendem a evidenciar a substituição forçada de seus CEOs com frequência superior àquelas que possuem cargas tributárias medianas. Isto pode ser explanado, em parte, pelas conclusões de Potin et al. (2016), que identificaram relação entre a agressividade tributária e o retorno sobre ativo (ROA). Ainda no contexto brasileiro, Mendes-da-Silva e De Moraes (2009) notaram correlação negativa entre o crescimento das vendas e o *turnover* de executivos, enquanto Matos e Colauto (2017) encontraram evidências de que o fator “desempenho” seria a principal causa da maioria das substituições forçadas de CEOs. Deste modo, a intenção principal do conselho administrativo, quando do *turnover* do CEO, seria melhorar o desempenho da companhia (Gomes e Sampaio, 2018).

No contexto internacional, observou-se na NYSE (*New York Stocks Exchange*) uma relação contrária entre o desempenho do preço das ações, principalmente em relação à média do mercado, e a probabilidade de substituição da alta administração (Warner, Watts e Wruck, 1988), e que, quando os ganhos anuais por ação se mostram abaixo das expectativas do conselho administrativo, demonstrando desempenho aquém do desejado, as chances do CEO ser substituído por decisão do conselho administrativo aumentam consideravelmente (Puffer e Weintrop, 1991), ainda mais se tal conselho for composto, em sua maioria, por membros externos à entidade (Weisbach, 1988). Tais argumentos apoiam a ideia de relação negativa entre a performance da firma e a possibilidade de *turnover* do CEO (Fiordelisi e Ricci, 2014; Jenter e Kanaan, 2015; Gao, Harford e Li, 2017), mesmo que tal performance se deva a fatores fora do controle do CEO (Jenter e Kanaan, 2015).

Não obstante, deve-se destacar que as características individuais dos CEOs são determinantes de relevância quando de sua substituição (Monteiro, 2016). Deste modo, CEOs com políticas tributárias excessivamente agressivas podem acabar por sofrer penas reputacionais que culminariam em seu *turnover* forçado (Chyz e Gaertner, 2018), devido aos riscos fiscais e desgastes de imagem aos quais expõe suas respectivas empresas (Reinders e Martinez, 2016).

2.3.2 Efeitos do Turnover

Considerando que a propensão de executivos em relação à agressividade tributária não pode ser explicada por características da empresa, e que tal propensão gera efeitos economicamente amplos (Dyreng, Hanlon e Maydey, 2010), foi percebido, no mercado de capitais norte americano, que após a troca forçada de seus respectivos CEOs, as empresas tendem a passar por mudanças anormalmente amplas em suas políticas internas (Fee, Hadlock e Pierce, 2013). Um resultado provável de tais alterações nas políticas internas foi identificado por Roseberg, Clayton e Hartzell (2003), que em seus estudos concluíram que toda substituição do CEO gera aumento na volatilidade do retorno das ações da respectiva companhia.

Khurana e Nohria (2000) percebem em seus trabalhos que trocas do diretor executivo geralmente apresentam efeito positivo na performance das entidades, tanto no curto, quanto nos médio e longo prazos. Contudo, pesquisas mais recentes apontam justamente o contrário: a troca dos CEOs tende a gerar resultados negativos para o desempenho das organizações, tanto no curto, quanto no médio prazo (Gomes e Sampaio, 2018).

Indo além, o retorno sobre ativos (ROA) de empresas listadas na bolsa de valores brasileira se mostrou, em média, negativo em -0,70% para empresas que passaram por substituição de seus CEOs no período estudado, contra média de 1,87% para empresas que não sofreram troca de comando no mesmo período (Souza Neto e Sampaio, 2017).

2.4 Hipóteses de Pesquisa

Conforme a revisão teórica apresentada, as hipóteses levantadas para a presente pesquisa são:

H1: Há relação significativa entre a agressividade tributária e a possibilidade de *turnover* forçado do CEO.

H2: Há relação significativa entre a agressividade tributária e o resultado final da organização.

H3: Na visão do conselho administrativo, os riscos gerados pela agressividade tributária são mais danosos à organização, do que as alterações no resultado final da organização, advindos da agressividade tributária, são benéficos.

3. DELINEAMENTO METODOLÓGICO

3.1 Definição da Amostra

A amostra é formada por casos de substituição, tanto forçada quanto optativa, de CEOs, em empresas de capital aberto listadas no Novo Mercado da B3, no período de 2010 a 2018. Para cada caso, foram coletados dados contábil-financeiros da respectiva empresa, no período em que tal substituição ocorreu.

3.2 Coleta dos Dados

A base de dados foi elaborada a partir de informações contábeis e cadastrais, anuais, dos sites eletrônicos da B3, da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, da Fundamentus, e das páginas de RI (Relações com Investidores) das empresas participantes da amostra. Devido à obrigatoriedade da adoção do IFRS desde o ano de 2010, o período analisado é compreendido entre os anos de 2010 a 2018, com o propósito de garantir comparabilidade fidedigna à amostra.

3.3 Variáveis de Análise

3.3.1 Variável Dependente - *Forced CEO Turnover (FCT)*

A variável dependente *Forced CEO Turnover (FCT)* foi determinada com base em Chyz e Gaertner (2018) e Fee et al. (2013), determinada por *dummy*, onde terá valor 1 para casos de *turnover* forçado, e 0 para os demais casos. Para caracterizar uma substituição forçada, será necessário que tal substituição tenha partido do conselho administrativo (demissão), ou que haja evidências que corroborem para a hipótese de pressão interna à organização, para que o CEO tenha solicitado seu desligamento. Algumas das causas de *turnover* que não caracterizarão troca forçada serão morte, causas relacionadas à saúde e ingresso em posição igual ou melhor em outra organização (FEE, 2017).

Matos e Colauto (2017), durante o período de 2010 a 2014, analisaram 65 eventos de *turnover* de CEOs, no mercado de capitais brasileiro. Já Souza Neto e Sampaio (2017), também no mercado de capitais brasileiro, identificaram 426 casos de substituição de CEOs de companhias abertas, entre os anos de 2010 a 2016. Tais dados oferecem uma indicação de que a amostra selecionada oferecerá um número de eventos razoável para as proposições apresentadas no presente estudo.

3.3.2 Variável de Interesse - Agressividade Tributária

Em linha com Chyz e Gaertner (2018), a variável de interesse, Agressividade Tributária, será medida pelo GaapETR: tributos totais incidentes sobre o lucro / lucros totais antes de impostos. Esta medida é uma das mais amplas e viáveis de serem identificadas, e que avaliam o grau de agressividade tributária (Martinez, 2017).

O GaapETR será calculado considerando a provisão de Imposto de Renda e Contribuição Social e Impostos Diferidos dividido pelo Resultado Antes de Tributos. Todo valor negativo indica saldo de tributos a recolher, e todo valor positivo indica saldo de tributos a recuperar.

3.3.3 Variáveis de Controle

3.3.3.1 Margem EBIT

O Lucro Antes de Juros e Impostos (LAJIR), também conhecido como *Earnings Before Interests and Taxes* (EBIT), é uma métrica que considera o lucro líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro e do resultado financeiro (Instrução CVM nº 527/12). A Margem EBIT é útil para se calcular a lucratividade operacional de determinada companhia e avaliar sua eficiência produtiva ao longo do tempo. Por esta razão, a Margem EBIT é considerada por muitos analistas do mercado como uma aproximação da margem de lucro operacional, sendo que a mesma é calculada considerando-se o EBIT dividido pela receita líquida da entidade (REIS, 2019).

Tal variável de controle será calculada da seguinte maneira: (resultado líquido +/- impostos +/- resultado financeiro) / receita líquida.

3.3.3.2 Return On Investment (ROI)

O Retorno sobre Ativo (ROA), ou ROI, é um indicador financeiro que aponta quanto do valor investido pela empresa, de fato, se torna lucro líquido (Assaf Neto, 2008). Este indicador possibilita avaliar a gestão do capital de giro e a eficiência dos ativos na geração de caixa (Wernke, 2008).

Desta forma, o indicador será calculado como se segue: lucro líquido / ativos totais.

3.3.3.3 Return On Equity (ROE)

Este indicador avalia o retorno do patrimônio líquido, em forma de lucro líquido. Em outras palavras, representa quanto do capital próprio dos acionistas se converte em lucro real no período (Assaf Neto, 2008; Wernke, 2008). O ROE é de grande importância para os acionistas (Wernke, 2008) e, no longo prazo, influencia substancialmente o valor de mercado da organização (Iudícibus, 2007).

O *Return On Equity* terá seu valor calculado da seguinte forma: lucro líquido / patrimônio líquido.

3.3.3.4 Margem Líquida

O índice de Margem Líquida tem por função comparar o lucro líquido da organização, em relação à sua receita de vendas líquida, para gerar um valor que relacione o faturamento da empresa com seu lucro final (Matarazzo, 2010). Esse índice, também conhecido como Retorno

Sobre as Vendas, demonstra a margem de lucratividade da empresa para cada venda, evidenciando qual o retorno obtido pela organização (Bento e Pereira, 2016).

A Margem Líquida será calculada da maneira que se segue: lucro líquido / receita de vendas líquida.

3.3.3.5 Patrimônio Líquido (PL)

O patrimônio líquido é a diferença entre a soma de todos os ativos e a soma de todos os passivos de uma entidade. Desta forma, o PL é a representação contábil do que de fato pertenceria aos investidores, caso todas as dívidas com terceiros fossem realizadas (Hendriksen e Van Breda, 1999). Por esta razão, o PL pode ser considerado quanto a empresa de fato vale, do ponto de vista contábil.

3.4 Análise Amostral

Foram realizadas análises estatísticas tanto uni variadas, quanto multivariadas, com a finalidade de determinar quanto da tomada de decisão, por parte do conselho administrativo, sofre influência da agressividade tributária empregada, e demais variáveis independentes analisadas. As amostras foram divididas em *clusters*, com base no nível de agressividade tributária empregada. Em consonância com Chyz e Gaertner (2018), os *clusters* serão divididos em quintis, tendo os três quintis centrais como grupo de controle, enquanto os dois quintis superior e inferior, serão os grupos de interesse da pesquisa.

3.4.1 Análises Uni Variadas

Uma análise uni variada é aquela que possui apenas uma variável independente para uma variável dependente (Lopes, 2002). O objetivo das análises uni variadas é identificar o quão significante são as variáveis estudadas, de forma isolada. Os resultados obtidos indicam quanto da variável dependente pode ser explicado pelas variáveis independentes, quando tratadas isoladamente. Neste ponto, é possível comparar o poder explanatório da agressividade tributária, em relação às demais variáveis independentes.

3.4.2 Análises Multivariadas

Uma análise multivariada é aquela que apresenta mais de uma variável independente para uma variável dependente. As análises multivariadas servem para determinar quais variáveis independentes, quando aplicadas em conjunto, possuem poder explanatório superior, em relação a seus poderes explanatórios, quando aplicadas isoladamente (Hair, et al, 2009). Desta forma, através de regressões multivariadas de dados é possível identificar uma equação que, espera-se, seja capaz de determinar a possível relação existente entre as variáveis independentes estudadas, e a variável dependente determinada (a probabilidade de substituição forçada do CEO da organização). Por conseguinte, averigua-se o poder explanatório da agressividade tributária empregada, quando aplicada em conjunto com outras variáveis independentes.

4. ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Coleta dos Dados

As empresas integrantes da amostra deste estudo são aquelas listadas no Novo Mercado da B3, em primeiro de janeiro de 2019. Ao todo, foram verificadas 141 empresas, durante um período de tempo de nove anos, que compreendeu desde 1º de janeiro de 2010 até 31 de dezembro de 2018, totalizando 1.269 verificações, que culminaram em 149 eventos de *turnover*, identificados através dos sítios eletrônicos de RI das empresas, do sítio eletrônico da CVM, e de veiculações na mídia (para determinar se o *turnover* foi forçado ou não, em casos em que o mesmo não ocorreu através de demissão formal).

Devido à escassez de informações, apenas 81 dos 149 casos de *turnover* identificados puderam compor a amostra, visto que, para a variável dependente (FCT), se fez necessário identificar se o *turnover* ocorreu de maneira forçada, ou não. Tal número é consideravelmente menor que os 426 eventos apresentados por Souza Neto e Sampaio (2017), que analisaram a bolsa de valores como um todo e não levaram em consideração as causas dos *turnovers*. Outro fator que levou à redução do número de eventos analisados, foi o fato de que dentro do período analisado, ocorreram *turnovers* em empresas que, no momento do evento, ainda não eram listadas em bolsa.

Para a coleta das demais variáveis, foi utilizado o banco de dados do sítio eletrônico Fundamentus, que coleta as informações contábeis das empresas listadas na B3, e padroniza o formato de apresentação dos dados, de maneira gratuita e disponível ao público em geral.

4.2 Divisão dos Clusters

A princípio, a base para a separação dos *clusters* seria o intervalo entre o maior e o menor valor da variável GaapETR. Por esta razão, foram aplicados métodos de estatística descritiva, cujos resultados foram apresentados na Tabela 1:

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Estatística Descritiva	GaapETR
Média	-0,178126677
Mediana	-0,24185332
Desvio padrão	0,381388492
Variância	0,145457182
Intervalo	3,077274393
Mínimo	-1,191300317
Máximo	1,885974077
Contagem	81

Os valores negativos nos casos da média, mediana e mínimo indicam imposto a recolher, enquanto o valor positivo no caso do máximo indica imposto a recuperar.

Em comparação a Martinez e Da Silva (2017), que analisaram 553 observações em relação ao GaapETR na B3, a média de aproximadamente -0,1781 é inferior à média de -0,2607, o que pode indicar que empresas do Novo Mercado tendem a demonstrar maior agressividade tributária em relação à bolsa como um todo. Tal afirmação vai de encontro com as descobertas de Wang e Jennings (2010), que concluíram que empresas com maior transparência corporativa demonstram maior agressividade tributária.

O intervalo entre o maior e o menor valor do GaapETR foi dividido em cinco *clusters*, com igual espaçamento entre o maior e o menor valor de cada *cluster*. Então, foram contabilizadas as quantidades de eventos para cada *cluster*, e os resultados são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Separação por Quintis, base GaapETR

n° Quintil	GaapETR	n° de Repetições
1° Quintil	-1,19130031663849 ... -0,575845437991854	7
2° Quintil	-0,575845437991855 ... -0,226102607097457	35
3° Quintil	-0,226102607097458 ... 0,389352271549178	36
4° Quintil	0,389352271549179 ... 1,00480715019581	2
5° Quintil	1,00480715019582 ... 1,88597407659469	1
TOTAL		81

Devido à distribuição disforme de eventos entre os clusters, pôde-se notar uma preferência, dentre as empresas do Novo Mercado pertencentes à amostra, em manter seu nível de agressividade tributária próximo ou um pouco abaixo da média, totalizando 71 eventos entre o segundo e o terceiro quintil, de um total de 81. Outro ponto a ser ressaltado, é o fato de que apenas três eventos da amostra se enquadraram entre o quarto e o quinto quintil, demonstrando que apenas uma pequena parcela das empresas analisadas demonstrou níveis mais elevados de agressividade tributária, considerando este método de segregação.

Em observância aos dados obtidos por Chyz e Gaertner (2018), que apresentaram GaapETR variando entre -0,302 e 0,377, a Tabela 2 demonstra que empresas brasileiras tendem a apresentar maior variação no nível de agressividade tributária do que empresas americanas.

Devido ao fato de que o método de segregação de quintis com base no valor do GaapETR gerou *clusters* muito pequenos (um deles com apenas um evento), os mesmos foram então segregados em quartis e tercís, seguindo o mesmo método. Os resultados estão dispostos na Tabela 3 para divisão por tercís, e na Tabela 4 para divisão por quartis, estas apresentadas.

Tabela 3 – Separação por Tercís, base GaapETR

n° Tercil	GaapETR	n° de Repetições
1° Tercil	-1,19130031663849 ... -0,165542185560761	48
2° Tercil	-0,165542185560762 ... 0,860215945516964	31
3° Tercil	0,860215945516965 ... 1,88597407659469	2
TOTAL		81

Tabela 4 – Separação por Quartis, base GaapETR

n° Quartil	GaapETR	n° de Repetições
1° Quartil	-1,19130031663849 ... -0,421981718330195	12
2° Quartil	-0,421981718330194 ... 0,347336879978099	64
3° Quartil	0,3473368799781 ... 1,11665547828639	4
4° Quartil	1,1166554782864 ... 1,88597407659469	1
TOTAL		81

Os resultados corroboram com a ideia de que as empresas do Novo Mercado buscam menor nível de agressividade tributária, no entanto, mantiveram quantidade consideravelmente pequena de eventos nos *clusters* superiores, inviabilizando a análise por meio da segregação via GaapETR. Por esta razão, foi arbitrada a separação dos *clusters* dividindo-se o total de eventos pelo total de *clusters*, considerando aproximações e arredondamentos, quando necessário. Foram realizadas segregações tanto para quintis (Tabela 7), quanto quartis (Tabela 6) e tercís (Tabela 5), e os resultados obtidos são os seguintes:

Tabela 5 – Separação por Tercis

nº Tercil	GaapETR	nº de Repetições
1º Tercil	-1,19130031663849 ... -0,30894619247942	27
2º Tercil	-0,305156684395855 ... -0,109647429222233	27
3º Tercil	-0,0866078145263793 ... 1,88597407659469	27
TOTAL		81

Tabela 6 – Separação por Quartis

nº Quartil	GaapETR	nº de Repetições
1º Quartil	-1,19130031663849 ... -0,354009284949043	20
2º Quartil	-0,347834923361739 ... -0,250860626677117	20
3º Quartil	-0,241853319594638 ... -7,296654250E-09	21
4º Quartil	0 ... 1,88597407659469	20
TOTAL		81

Tabela 7 – Separação por Quintis

nº Quintil	GaapETR	nº de Repetições
1º Quintil	-1,19130031663849 ... -0,392706047395726	16
2º Quintil	-0,377383882222842 ... -0,28426753688921	17
3º Quintil	-0,281046778423347 ... -0,175290784921111	15
4º Quintil	-0,163763318319133 ... 0	17
5º Quintil	0,00308006587698739 ... 1,88597407659469	16
TOTAL		81

4.3 Correlação Entre Variáveis Independentes

Para evitar maiores problemas com endogeneidade, foram testadas as correlações entre as variáveis independentes apresentadas anteriormente, sem segregação dos dados. A correlação é uma medida que investiga o grau de relacionamento entre variáveis, de forma a se fazer possível supor o valor de determinada variável, com base em uma ou mais variáveis conhecidas, através de uma regressão (Stevenson, 1986).

Foram considerados significantes valores de correlação de 10% ou superiores, visto que o valor de significância de 5%, utilizado por Chyz e Gaertner (2018), inviabilizaria todas as variáveis, devido ao pequeno volume de eventos. Desta forma, para fins da análise multivariada, as variáveis ROI e ROE foram desconsideradas por possuírem correlação significativa com a variável GaapETR, o que vai em acordo com as descobertas de Potin et al. (2016), que identificaram relação entre a agressividade tributária e o retorno sobre ativo; enquanto a variável Margem Líquida foi desconsiderada por possuir correlação significativa com a variável Margem EBIT. Os dados que embasam tais decisões estão disponíveis na Tabela 8.

Tabela 8 – Correlação Entre Variáveis Independentes

Correlação (R Múltiplo)	GaapETR	Margem EBIT	Return On Investment	Return On Equity	Margem Líquida	Patrimônio Líquido
GaapETR	1					
Margem EBIT	-0,08812714	1				
Return On Investment	-0,22890784	0,8244	1			
Return On Equity	-0,18006541	-0,08955	0,148699733	1		
Margem Líquida	-0,08743712	0,997282	0,829405243	-0,08411588	1	
Patrimônio Líquido	-0,06823501	0,090484	0,114739908	0,042614118	0,08669821	1

A variável GaapETR foi mantida em detrimento das variáveis ROI e ROE por ser a variável de interesse, enquanto a variável Margem EBIT foi mantida em detrimento da variável Margem Líquida justamente por não considerar a incidência de tributos, enquanto a Margem Líquida, por utilizar como base o lucro líquido, considera incidência de tributos.

4.4 Correlação Entre a Variável Dependente e as Independentes

A fim de se verificar a correlação entre a variável dependente FCT e as variáveis independentes, os mesmos testes do tópico anterior foram aplicados, seguindo as mesmas diretrizes. Os resultados obtidos demonstram que a variável ROI demonstra o maior coeficiente de correlação com a variável dependente FCT, seguida das variáveis Margem EBIT e Margem Líquida, consecutivamente. Tais resultados corroboram com os resultados obtidos por Matos e Colauto (2017), que concluíram que o fator “desempenho” demonstra ser a maior causa de *turnover* forçado do CEO.

As variáveis GaapETR, ROE e PL, por outro lado, demonstraram coeficiente de correlação abaixo de 10%, sendo que a única variável com coeficiente de correlação positivo com a variável dependente foi o GaapETR, conforme a Tabela 9:

Tabela 9 – Correlação Entre FCT e Demais Variáveis

Correlação (R Múltiplo)	<i>Forced CEO Turnover</i>
GaapETR	0,006024084
Margem EBIT	-0,214773662
<i>Return On Investment</i>	-0,316891729
<i>Return On Equity</i>	-0,035720823
Margem Líquida	-0,200198007
Patrimônio Líquido	-0,052235191

4.5 Análise dos *Clusters*

Em congruência com Chyz e Gaertner (2018), o foco da pesquisa foi a segregação por quintis, porém, devido ao pequeno número de eventos da amostra, as segregações por quartis e tercis também foram aplicadas.

4.5.1 *GaapETR x FCT*

Para se verificar o poder explanatório da variável de interesse GaapETR, foi avaliado seu coeficiente de determinação R-Quadrado. O R-Quadrado indica quanto do erro de previsão é eliminado pela variável analisada (Khan, 2013), logo, este coeficiente aponta quanto uma variável independente é capaz de explicar uma variável dependente.

Em divergência às descobertas de Chyz e Gaertner (2018), os dados demonstram que a variável GaapETR demonstra maior poder explanatório no grupo de controle, e não nos grupos de interesse, conforme apresentado na Tabela 10.

Tabela 10 – R-Quadrado por Quintis

nº Quintil	R-Quadrado
1º Quintil	0,028338759
2º ao 4º Quintis	0,254550314
5º Quintil	0,010680755

Acompanhando tais resultados, os testes para quartis (Tabela 11) e tercis (Tabela 12) apresentaram mesmos resultados, apesar da variação na quantidade de eventos por *cluster*.

Tabela 11 – R-Quadrado por Quartis

n° Quartil	R-Quadrado
1° Quartil	0,044107859
2° Quartil	0,25274407
3° Quartil	0,05878065
4° Quartil	0,009497317

Tabela 12 – R-Quadrado por Tercis

n° Tercil	R-Quadrado
1° Tercil	0,115150726
2° Tercil	0,149831765
3° Tercil	0,00814942

Tais resultados levam a crer que CEOs com políticas tributárias mais polarizadas tem menor propensão de sofrerem *turnover* forçado devido a seus graus de agressividade tributária, do que aqueles com grau de agressividade tributária mais equilibrado.

Um ponto a ser observado, é o fato de que, para os três testes, o GaapETR demonstrou menor poder explanatório nos *clusters* com maior agressividade tributária, demonstrando alguma preferência dos conselhos administrativos por CEOs mais agressivos tributariamente.

4.5.2 Regressão Multivariada

Para o caso da regressão multivariada, foi considerado o R-Quadrado Ajustado, que é o coeficiente de determinação alterado para levar em consideração o número de variáveis independentes e o tamanho da amostra (Sell, 2005). Devido aos motivos listados anteriormente, as variáveis utilizadas na regressão multivariada foram GaapETR, Margem EBIT e Patrimônio Líquido.

Os resultados demonstram que as variáveis, em conjunto, possuem maior poder explanatório nos grupos de controle, tanto no caso de segregação por quintis (Tabela 13), quanto por tercis (Tabela 14).

Tabela 13 – Regressão Multivariada por Quintis

n° Quintil	R-Quadrado Ajustado
1° Quintil	0,04686411
2° ao 4° Quintis	0,233611413
5° Quintil	-0,090755556

Tabela 14 – Regressão Multivariada por Tercis

n° Tercil	R-Quadrado Ajustado
1° Tercil	0,020119577
2° Tercil	0,363462458
3° Tercil	-0,041873567

No caso da segregação por quartis (Tabela 15), houve uma exceção no terceiro quartil, que demonstrou poder explanatório inferior, em relação ao quarto quartil.

Tabela 15 – Regressão Multivariada por Quartis

n° Quartil	R-Quadrado Ajustado
1° Quartil	-0,025407637
2° Quartil	0,17502866
3° Quartil	0,012234788
4° Quartil	0,079546959

4.6 Avaliação dos Resultados

Considerando os resultados obtidos através de regressões simples e regressões multivariadas, o maior coeficiente de determinação obtido foi o da regressão multivariada segregada por tercils, mais especificamente, o R-Quadrado Ajustado do segundo tercil, com valor aproximado de 0,3635; cuja fórmula vem. Os valores foram arredondados para se considerar apenas quatro casas após a vírgula.

$$FCT = 0,9724 + (GaapETR * 2,6507) - (Margem EBIT * 0,9660) - (Patrimônio Líquido * 1,0747E-09)$$

Devido ao ínfimo valor do coeficiente do Patrimônio Líquido, a fórmula foi refeita, desconsiderando tal variável, obtendo-se um R-Quadrado Ajustado de aproximadamente 0,3851. Tal coeficiente de determinação é 0,0216 superior ao coeficiente anterior, demonstrando maior poder explanatório em relação à variável dependente FCT. Tal evidência sugere que a variável Patrimônio Líquido não demonstra poder explanatório significativo, em relação ao *turnover* forçado do CEO.

A nova fórmula, desconsiderando o Patrimônio Líquido, é como segue:

$$FCT = 0,9413 + (GaapETR * 2,5592) - (Margem EBIT * 0,9836)$$

O modelo que demonstra maior quantidade de *clusters* com poder explanatório significativo foi a regressão simples segregada por tercils, que apresentou o primeiro e o segundo *clusters* com R-Quadrado superior a 10%. Os dados de tal modelo são demonstrados na Tabela 16.

Tabela 16 – Regressão Simples por Tercils

n° Tercil	R-Quadrado	Fórmula
1° Tercil	0,115150726	$FCT = (-0,0735) - (GaapETR * 0,7588)$
2° Tercil	0,149831765	$FCT = 0,8257 + (GaapETR * 2,6857)$
3° Tercil	0,00814942	$FCT = 0,4270 - (GaapETR * 0,1104)$

4.7 Limitações de Pesquisa

Devido à escassez de informações relacionadas ao *turnover* de CEOs na sessão Novo Mercado da bolsa de valores brasileira, o número de eventos da amostra se mostrou bastante reduzido. Em comparação com a amostra de Gomes e Sampaio (2018), que apresentou 171 trocas de CEOs na bolsa de valores brasileira, entre 2011 e 2016, a amostra deste estudo, com 81 eventos, se mostrou aproximadamente 52,5% menor. Considerando a amostra utilizada por Chyz e Gaertner (2018), com 29.703 observações, esta se mostrou quase 367 vezes maior que o volume de eventos deste estudo.

Devido à pequena quantidade de empresas por setor da bolsa de valores brasileira, e considerando que foram observadas apenas aquelas que apresentaram *turnover* do CEO com motivo aparente, foi necessário analisa-las como um todo, desconsiderando as peculiaridades de cada setor. Em busca de similaridades entre tais companhias, foram analisadas apenas empresas do Novo Mercado, o que desconsidera, neste estudo, empresas com menor grau de governança corporativa e/ou com oferta de ações preferenciais.

5. CONCLUSÕES

Dentre as três formas de segregação aplicadas, a segregação por tercís se mostrou a mais adequada, tanto no caso da análise uni variada, quanto no caso da análise multivariada. Uma possível explicação é o fato de haver maior quantidade de eventos por *cluster*, aumentando, assim, a base de análise individual de cada grupo.

A hipótese de que há relação significativa entre a agressividade tributária e o *turnover* forçado do CEO (H1) foi confirmada. Toda via, em divergência às descobertas de Chyz e Gaertner (2018), a agressividade tributária demonstrou maior poder explanatório nos grupos onde a carga tributária se mostrou mais próxima à média, e não nos grupos onde a mesma se mostrou muito inferior ou muito superior à média praticada na amostra. Uma explicação plausível para tal resultado seria a preferência, por parte dos conselhos administrativos, por CEOs com políticas tributárias mais polarizadas. Tal hipótese é sustentada pelo fato de que a carga tributária praticada no Brasil é relativamente alta (Shikida, 2017; Fonseca E Martinez, 2017), o que aumentaria a propensão à valorização agressividade tributária (Dyeng, Hanlon e Maydew, 2010) por grande parte das entidades, enquanto algumas prefeririam manter uma política tributária o menos agressiva possível, afim de evitar riscos fiscais (Reinders e Martinez, 2016).

Foi confirmada a hipótese de que existe relação significativa entre a agressividade tributária e o resultado final da organização (H2). Tal confirmação foi evidenciada pela correlação significativa entre o *GaapETR* e o *Return on Investment* e o *Return on Equity*. Tal evidenciação vai em linha com estudos realizados por Potin et al. (2016) e Matos e Colauto (2017), e poderia ser explicada considerando-se a alta carga tributária praticada no país, sendo a maior da América Latina, e a maior entre os países membros do BRICS (Shikida, 2017; Fonseca e Martinez, 2017).

Considerando-se os resultados obtidos, que sugerem que empresas com menor agressividade tributária são mais propensas ao *turnover* forçado do CEO devido à agressividade tributária do que aquelas com maior agressividade, a hipótese de que, na visão do conselho administrativo, os riscos gerados pela agressividade tributária são mais danosos à organização, do que as alterações no resultado final da organização, advindos da agressividade tributária, são benéficos (H3), foi refutada. Tal descoberta diverge das conclusões obtidas por Reinders e Martinez (2016).

O Patrimônio Líquido demonstrou pouca influência no *turnover* forçado do CEO; enquanto a Margem EBIT, a Margem Líquida e o *Return On Investment* demonstraram influência significativa. Tal descoberta aponta relação significativa entre o desempenho da companhia e o *turnover* forçado de seu diretor executivo, o que corrobora com estudos realizados por Puffer e Weintrop (1991), Mendes-da-Silva e De Moraes (2009), Matos e Colauto (2017) e Gomes e Sampaio (2018).

Em concordância com Wang e Jennings (2010), empresas listadas no Novo Mercado, setor da B3 com maior grau de transparência corporativa, demonstraram, em média, maior grau de agressividade tributária quando comparadas com a bolsa de valores como um todo, considerando dados apresentados por Martinez e Da Silva (2017).

Este resultado não levou em conta as razões mais amplas para o *turnover* forçado, como CEOs atingindo idade de aposentadoria, doença ou volume de negócios forçados ou voluntários, todos os quais em pesquisas anteriores foram áreas que mostraram considerável influência. Em pesquisas futuras, seria importante considerar essas características, juntamente com as personalidades dos CEOs que deixaram as empresas e aqueles que foram trazidos.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. (2008). Curso de Administração Financeira. São Paulo: Atlas.
- BENTO, E. F.; PEREIRA, H. G. (2016). Análise de Resultados sobre as Empresas que Compõem a Carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). *Ciências Gerenciais em Foco*, v. 7, n. 4, UEMG.
- BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A. (2008). Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam governança corporativa com relação às empresas do mercado tradicional? *Organizações Rurais & Agroindustriais*, Lavras, v. 10, n. 2, p. 250-263, maio/ago.
- CHENG, C. S. A.; HUANG, H. H.; LI, Y.; STANFIELD, J. (2012). The Effect of Hedge Fund Activism on Corporate Tax Avoidance. [S.I.]: *The Accounting Review*, Vol. 87, No. 5, pp. 1493-1526.
- CHYZ, J. A.; LEUNG, W. S. C.; LI, O. Z.; RUI, O. (2013). Labor unions and tax aggressiveness. *Journal of Financial Economics*, v. 108, n. 3, p. 675-698.
- CHYZ, J. A.; GAERTNER, F. B. (2018). Can Paying “Too Much” or “Too Little” Tax Contribute to Forced CEO Turnover? [S.I.]: *The Accounting Review*, Vol. 93, No. 1, pp. 103-130.
- DAMASCENA, L. G.; FRANÇA, R. D.; FILHO, P. A. M. L. (2018). Restrição Financeira, Taxa Efetiva de Impostos Sobre o Lucro e os Efeitos da Crise nas Empresas de Capital Aberto Listadas no B3. *Revista Universo Contábil*, v. 13, n. 4.
- DESAI, M. A.; DHARMAPALA, D. (2007). Taxation and Corporate Governance: An Economic Approach. Conference on Taxation and Corporate Governance.
- DE CESARI, A.; GONENC, H.; OZKAN, N. (2016). The effects of corporate acquisitions on CEO compensation and CEO turnover of family firms. *Journal of Corporate Finance*, v. 38, p. 294-317.
- DYRENG, S. D.; HANLON, M.; MAYDEW, E. L. (2010). The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance. [S.I.]: *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 4, pp. 1163-1189.
- FEE, C. E.; HADLOCK, C. J.; HUANG, J.; PIERCE, J. R. (2017). Robust models of CEO turnover: new evidence on relative performance evaluation. *Review of Corporate Finance Studies*, v. 7, n. 1, p. 70-100.
- FEE, C. E.; HADLOCK, C. J.; PIERCE, J. R. (2013). *Managers With and Without Style: Evidence Using Exogenous Variation*. Oxford: Oxford University Press.
- FIORDELISI, F.; RICCI, O. (2014). Corporate culture and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, v. 28, p. 66-82.
- FONSECA, N. M.; MARTINEZ, A. L. (2017). *A Influência da Estrutura de Controle na Agressividade Fiscal*. São Paulo: EnANPAD.
- GAO, Hu.; HARFORD, J.; LI, K. (2017). CEO Turnover–Performance Sensitivity in Private Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 52, n. 2, p. 583-611.
- GOMES, A. P. M. (2016). Características da Governança Corporativa como Estímulo à Gestão Fiscal. São Paulo: *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 27, n. 71, p. 149-168.
- GOMES, F. N.; SAMPAIO, J. O. (2018). *Impacto na Troca de CEOs no Desempenho das Empresas*. Dissertação de Mestrado em Economia apresentada à Fundação Getúlio Vargas. São Paulo.
- GRAHAM, J. R.; HANLON, M.; SHEVLIN, T.; SHROFF, N. (2014). Incentives for Tax Planning and Avoidance: Evidence from the Field. [S.I.]: *The Accounting Review*, Vol. 89, No. 3, pp.991-1023.
- GUENTHER, D. A.; MATSUNAGA, S. R.; WILLIAMS, B. M. (2013). *Tax Avoidance, Tax Aggressiveness, Tax Risk and Firm Risk*. Oregon: Lundquist College of Business.

- HAIR Jr, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. (2009). Análise multivariada de dados. Bookman Editora.
- HANLON, M.; SLEMROD, J. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, v. 93, n. 1-2, p. 126-141.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. (1999). Teoria da contabilidade. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas.
- IUDÍCIBUS, S. (2007). Análise de Balanços: Análise de Liquidez e do Endividamento, Análise de Giro, Rentabilidade e Alavancagem Financeira. 8. ed. São Paulo: Atlas, p. 99-108.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, issue 4, p. 305-360.
- JENTER, D.; KANAAN, F. (2015). CEO turnover and relative performance evaluation. *The Journal of Finance*, v. 70, n. 5, p. 2155-2184.
- KANAGARETNAM, K.; LEE, J; LIM, C. Y.; LOBO, G. J. (2016). Relation between Auditor Quality and Tax Aggressiveness: Implications of Cross-Country Institutional Differences. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, v. 35, n. 4, p. 105-135.
- KHAN, S. (2013). Raciocínio para o R². Disponível em: <<https://pt.khanacademy.org/math/ap-statistics/bivariate-data-ap/assessing-fit-least-squares-regression/a/r-squared-intuition>>. Acessado em: 24 maio 2019.
- KHURANA, R.; NOHRIA, N. (2000). The performance consequences of CEO turnover, Working paper.
- KIM, C. F.; ZHANG, L. (2016). Corporate political connections and tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, v. 33, n. 1, p. 78-114.
- KLASSEN, K. J.; LISOWSKY, P.; MESCALL, D. (2015). The role of auditors, non-auditors, and internal tax departments in corporate tax aggressiveness. *The Accounting Review*, v. 91, n. 1, p. 179-205.
- LANIS, R.; RICHARDSON, G. (2012). Corporate social responsibility and tax aggressiveness: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 31, n. 1, p. 86-108.
- LANIS, R.; RICHARDSON, G. (2011). The effect of board of director composition on corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 30, n. 1, p. 50-70.
- LOPES, A. C. B. (2002). Modelização Univariada de Séries Temporais: uma Introdução.
- MACHADO, A. P. (2011). A verdadeira alíquota dos tributos incidentes sobre os lucros das empresas brasileiras. *EnANPAD*, 35, Rio de Janeiro.
- MARTINEZ, A. L. (2017). Agressividade tributária: um survey da literatura. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, v. 11.
- MARTINEZ, A. L.; DA SILVA, R. F. (2017). Agressividade Fiscal e o Custo de Capital de Terceiros no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 7, n. 1, p. 240.
- MARTINEZ, A. L.; LESSA, R. C.; DE JESUS MORAES, A. (2014). Remuneração dos auditores perante a agressividade tributária e governança corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, v. 6, n. 3, p. 8.
- MARTINEZ, A. L.; MARTINEZ, V. A. M. (2016). Alavancagem Financeira e Agressividade Fiscal no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, v. 10, n. 3, p. 4-22.
- MARTINEZ, A. L.; RAMALHO, V. P. (2017). Agressividade tributária e sustentabilidade empresarial no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 16, n. 49.
- MATARAZZO, D. C. (2010). Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial. 7. Ed. São Paulo: Atlas.

- MATOS, R. M.; COLAUTO, R. D. (2017). Justificativas do turnover de CEOs: estudo em companhias brasileiras investidas por fundos de pensão. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 11, n. 30, p. 24-35.
- MENDES-DA-SILVA, W.; DE MORAES, W. F. A. (2009). Estrutura de governança, performance e turnover de executivos: um estudo com indústrias brasileiras. *Revista Alcance*, v. 11, n. 1 (Jan-Abr), p. 031-048.
- MONTEIRO, S. F. dos S. (2016). Características individuais do CEO e Turnover. Tese de Doutorado. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- NASSIF, E.; SOUZA, C. L. (2013). Conflitos de Agência e Governança Corporativa. *Caderno de Administração, Revista do Departamento de Administração da FEA, CAD*. Vol. 7, n.1. Jan – Dez, p. 01-20.
- PASQUINI, E. S.; FILHO, E. T.; RIBEIRO, K. dos S.; DOMINGOS, L. C.; SANTOS, M. (2016). Existe diferença entre os retornos das empresas listadas no Ibovespa e nos níveis de governança corporativa? *FAE, Curitiba*, v. 19, n. 1, p. 94-107, jan./jun.
- POTIN, S.; SILVA, V. C.; REINA, D.; NETO, A. S. (2016). Análise da Relação de Dependência entre Proxies de Governança Corporativa, Planejamento Tributário e Retorno Sobre Ativos das Empresas da Bm&fBovespa. *São Bernardo do Campo: Organizações em Contexto*, vol. 12, n. 23, p. 455-478.
- PUFFER, S. M.; WEINTROP, J. B. (1991). Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations. *Administrative Science Quarterly*, Vol 36, No.1, 1-19.
- REGO, S. O.; WILSON, R. (2008). Executive Compensation, Tax Reporting Aggressiveness, and Future Firm Performance. University of Iowa.
- REINDERS, A. P. G. S.; MARTINEZ, A. L. (2016). Qual o Efeito da Agressividade Tributária na Rentabilidade Futura? Uma Análise das Companhias Abertas Brasileiras. Ribeirão Preto: Congresso Xanpcont.
- REIS, T. (2019). Margem EBIT: Uma métrica De Desempenho Operacional Bastante Relevante. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/margem-ebit/>>. Acessado em: 12 mar.
- SANTANA, S. L. L. (2014). Planejamento tributário e valor da firma no mercado de capitais brasileiro. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- SARI, D.; TJEN, C. (2016). Corporate Social Responsibility Disclosure, Environmental Performance, and Tax Aggressiveness. *International Research Journal of Business Studies*, v. 9, n. 2, p. 93-104.
- SELL, I. (2005). Utilização da regressão linear como ferramenta de decisão na gestão de custos. IX Congresso Internacional de Custos – Florianópolis, SC, Brasil.
- SHIKIDA, C.; CARRARO, A.; FERNANDEZ, R. N.; ARAÚJO Jr, A. F. (2017). A carga tributária brasileira está além de seu nível ótimo? Medindo o Excesso de governo no Brasil. *Economic Analysis of Law Review*, v. 8, n. 2, p. 1-21.
- SILVA, J. D. R.; MARTINEZ, A. L. (2017). Agressividade Fiscal de Empresas Brasileiras com Transações entre Partes Relacionadas no Exterior. In: *Anais do Congresso Anpcont*, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- SOUZA NETO, A. C. N.; SAMPAIO, J. O. (2017). Gerenciamento de Resultados Contábeis nos Períodos de Troca do Principal Executivo (CEO) de Companhias Abertas no Brasil. Dissertação de Mestrado em Administração apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP. São Paulo.
- STEVENSON, W. J. (1986). *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harbra, p. 341.

- TAYLOR, G.; FAN, Y. H.; TAN, Y. Y. (2015). Employee views of corporate tax aggressiveness in China: The effects of guanxi and audit independence. *eJournal of Tax Research*, v. 13, n. 3, p. 716.
- VELLO, A. P. C.; MARTINEZ, A. L. (2014). Planejamento Tributário Eficiente: Uma Análise de Sua Relação Com o Risco de Mercado. Florianópolis: *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 11, n. 23, p. 117-140.
- WANG, X.; JENNINGS, R. (2010). Tax Avoidance, Corporate Transparency, and Firm Value. Dissertação de Doutorado em Filosofia apresentada à Universidade do Texas, em Austin. Texas, EUA.
- WARNER, J. B.; WATTS, R. L.; WRUCK, K. H. (1988). Stock Prices and Top Management Changes. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 461 – 492.
- WEISBACH, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, v. 20, p. 431-460.
- WERNKE, R. (2008). *Gestão Financeira: Ênfase em Aplicações e Casos Nacionais*. - Rio de Janeiro: Saraiva.
- WILDE, J. H. (2017). The deterrent effect of employee whistleblowing on firms' financial misreporting and tax aggressiveness. *The Accounting Review*, v. 92, n. 5, p. 247-280.
- XU, K.; DAI, M. A.; BATJARGAL, H.; BATJARGAL, B. (2016). Firm Performance and CEO Turnover: A Subnational Institutional Perspective. In: *Academy of Management Proceedings*. Academy of Management. p. 16391.