FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO
FACULDADE FIA DE ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO DE NEGÓCIOS

JOSÉ ANTONIO BRAUNBECK

VALOR, FIRMA E *STAKEHOLDERS*:
UMA ANÁLISE DA AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA EM EMPRESAS BRASILEIRAS

São Paulo
2026

JOSÉ ANTONIO BRAUNBECK

VALOR, FIRMA E *STAKEHOLDERS*:
UMA ANÁLISE DA AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA EM EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Mestrado Profissional em Gestão de Negócios, mantida pela Fundação Instituto Administração (FIA), como requisito para a obtenção do título de mestre em Gestão de Negócios.

Orientador: Prof. Dr. João Maurício Gama Boaventura.

São Paulo

2026

Ficha Catalográfica Elaborada pelo Bibliotecário Chefe
Kleber Zornoff Manrubia CRB-8 /7561

Braunbeck, José Antonio.
Valor, firma e stakeholders: uma análise da agressividade tributária em empresas brasileiras. / José Antonio Braunbeck.
São Paulo, [s.n.]: 2026.
89 f.: il., tab.

Orientador: Prof. Dr. João Maurício Gama Boaventura.
Área de concentração: Administração estratégica.
Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão de Negócios) – Faculdade FIA de Administração e Negócios, Programa de Pós-Graduação em Stricto Sensu, 2026.

1. Teoria dos stakeholders. 2. Gestão de stakeholders. 3. Shareholders. 4. Distribuição de valor. 5. Função-objetivo. 6. Agressividade tributária - Brasil. I. Boaventura, João Maurício Gama. II. Mestrado Profissional. III. Faculdade FIA de Administração e Negócios. IV. Fundação Instituto de Administração.

Nome: José Antonio Braunbeck

Título: Valor, Firma e *Stakeholders*: uma Análise da Agressividade Tributária em Empresas Brasileiras

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Mestrado Profissional em Gestão de Negócios, mantida pela Fundação Instituto Administração (FIA), como requisito para a obtenção do título de mestre em Gestão de Negócios.

Aprovado em: 19/03/2025

Banca Examinadora

Prof. Dr. João Maurício Gama Boaventura
Instituição: Faculdade de Economia e Administração (FEA- USP)
Julgamento: _____

Prof Dr. Eduardo da Silva Flores
Instituição: Faculdade de Economia e Administração (FEA- USP)
Julgamento: _____

Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo
Instituição: Fundação Instituto Administração (FIA)
Julgamento: _____

DEDICATÓRIA

Ao meus pais, Oscar e Marta (*in memoriam*), ao meu irmão Guillermo, e à minha amada esposa, Sabrina, por todo amor e suporte.

AGRADECIMENTOS

Este trabalho iniciou muito antes de eu ter consciência de que ele existiria, quando, ainda pequeno, observava e acompanhava minha mãe, Dona Marta, nos estudos e na preparação da sua pesquisa de mestrado, nos anos 80. Sua dedicação foi exemplo e inspiração que se materializam hoje. Por isso, agradeço e sei que este momento seria motivo de orgulho.

Ao Sr. Oscar, meu pai, que é o maior exemplo de pesquisador e professor que um filho poderia ter, dedicando a maior parte da vida à pesquisa e à docência, e sendo uma grande referência em sua área.

Ao meu irmão, meu guia e esteio, que admiro tanto e em quem busco me espelhar. Com contribuições valiosíssimas e apoio incondicional, poderia muito bem ser coautor deste trabalho.

Agradeço à minha companheira, Sabrina, pelo apoio nos momentos mais difíceis e por me reconfortar com a leveza e a alegria com que leva a vida. Agradeço também ao Mauricio Une, pelo apoio e pelas contribuições em um momento decisivo deste trabalho, e à Julieta Ayer, por incentivar e vibrar junto em cada etapa.

Ao professor João Maurício, com quem tive o privilégio de interagir e aprender nesta jornada, agradeço a inestimável orientação e generosidade. Pelas contribuições à dissertação e pela capacidade de se conectar com a turma em disciplinas complexas, agradeço ao professor Rodolfo Olivo. Ao professor Eduardo Flores, pelo profundo conhecimento no tema, pela disponibilidade e pela contribuição decisiva para a qualidade desta pesquisa.

Aos meus amigos da melhor Turma 11 de todos os tempos, que proporcionaram momentos únicos de debate e aprendizado, mas, sobretudo, de companheirismo e boas risadas.

Agradeço também à Ânima Educação por incentivar e acreditar na educação em qualquer momento da vida, em especial ao Daniel Braga e ao Bernardo Sebastião, por darem as condições necessárias para equilibrar os estudos e os desafios profissionais.

Por fim, agradeço a todos que, de alguma forma, contribuíram para esta jornada, consciente ou inconscientemente.

“O ser humano é como a bicicleta: só consegue manter o equilíbrio enquanto se mantém em movimento.”
— Albert Einstein

RESUMO

O planejamento tributário das empresas pode impactar os resultados financeiros, assim como pode afetar o valor criado aos *stakeholders*. Contudo, os efeitos das práticas tributárias agressivas sobre a distribuição de valor e a orientação aos *stakeholders* ainda são pouco investigados. Para contribuir teórica e empiricamente com essa lacuna, este estudo evidencia que organizações com maior agressividade tributária apresentam maior orientação e distribuição de valor aos acionistas (*shareholders*). Sob a ótica da teoria dos *stakeholders*, a gestão e o equilíbrio no atendimento a múltiplos *stakeholders* são apontados como fundamentais para a competitividade e sustentabilidade da firma no longo prazo. Ao privilegiar e maximizar valor exclusivamente para um *stakeholder*, a gestão tende a provocar um desequilíbrio que compromete a percepção de justiça distributiva e a competitividade da firma, contrapondo-se à lógica tradicional de maximização de valor para um único grupo (*shareholder*). A pesquisa analisa essa relação mensurando a distribuição de valor em empresas brasileiras que abriram capital entre os anos de 2003 e 2021, adotando método qualitativo ao empregar a análise de conteúdo dos prospectos das ofertas públicas iniciais (IPO) na mensuração da orientação aos *shareholders*, e abordagem quantitativa ao estruturar o problema de pesquisa em hipótese, e testar por meio de modelos de regressão estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Para mensuração da agressividade tributária, foi utilizada a *proxy* comumente encontrada na literatura: a BTD (*book-tax difference*). A operacionalização considerou as limitações de aplicação no contexto do sistema tributário brasileiro, buscando minimizar os efeitos da contabilização da equivalência patrimonial. Os resultados encontram evidências que suportam a hipótese de que há uma associação positiva entre agressividade tributária e a orientação aos *shareholders*, considerando o valor distribuído para esse grupo (H1).

Palavras-chave: teoria dos *stakeholders*; gestão de *stakeholders*; *shareholders*; distribuição de valor; função-objetivo; agressividade tributária.

ABSTRACT

Corporate tax planning can affect financial performance and also influence the value created for stakeholders. However, the effects of aggressive tax practices on value distribution and stakeholder orientation remain underexplored. To contribute theoretically and empirically to this gap, this study shows that organizations with higher tax aggressiveness exhibit greater shareholder orientation and distribute more value to shareholders. From the perspective of stakeholder theory, the management and balancing of multiple stakeholders' interests are regarded as fundamental to the firm's long-term competitiveness and sustainability. By privileging and maximizing value exclusively for one stakeholder, management tends to create an imbalance that undermines perceptions of distributive justice and the firm's competitiveness, running counter to the traditional logic of value maximization for a single group, namely shareholders. This research examines this relationship by measuring value distribution in Brazilian firms that went public between 2003 and 2021, adopting a qualitative method through content analysis of initial public offering (IPO) prospectuses to measure shareholder orientation, and a quantitative approach by formulating the research problem as a hypothesis and testing it through regression models estimated by the ordinary least squares method. To measure tax aggressiveness, the study uses the proxy most commonly found in the literature, namely book-tax differences (BTD). The operationalization took into account the limitations of applying this measure in the context of the Brazilian tax system, seeking to minimize the effects of equity method accounting. The results provide evidence supporting the hypothesis that there is a positive association between tax aggressiveness and shareholder orientation, considering the value distributed to this group (H1)

Keywords: stakeholder theory; stakeholder management; shareholders; value distribution; objective function; tax aggressiveness.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Três aspectos da Teoria do *Stakeholders* 23
Figura 2 – Modelo de dominância 26
Figura 3 – Expansão do Modelo de Priorização 27
Figura 4 – Criação e distribuição de valor 31
Figura 5 - Alocação de valor para *Stakeholders* 33
Figura 6 - Modelo de distribuição de valor para *Stakeholders* 34
Figura 7 – Agressividade da elisão fiscal corporativa 36
Figura 8 - Espectro de Agressividade no Planejamento Tributário: da Evasão Fiscal à Conformidade 37
Figura 9 - Governança Corporativa Ampliada e *Tax Avoidance* 39
Figura 10 – Resumo dos achados da pesquisa e implicações para gestão de *stakeholders* 78

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Governança Corporativa e Agressividade Tributária (continua)..... 40
Quadro 2 – *Proxies* de Agressividade Tributária 43
Quadro 3 – Práticas e *proxies* de agressividade tributária (continua) 44
Quadro 4 – Associação de palavras para mensuração de valor..... 57

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Frequência das empresas por setor de atuação 63
Tabela 2 – Frequência das empresas por ano de pedido de abertura de capital 64
Tabela 3 – Distribuição de valor por setor entre os *stakeholders* 65
Tabela 4 – Agressividade tributária por setor 65
Tabela 5 - Correlações e estatísticas descritivas 66
Tabela 6 – BTD e orientação aos s*hareholders* 67
Tabela 7 – BTD ajustada e orientação aos *shareholders* 68
Tabela 8 - BTD e Orientação aos *shareholders* 88
Tabela 9 - Current ETR e Orientação aos *shareholders* 89

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Bolsa de Valores do Brasil
BEPS	*Base Erosion and Profit Shifting*
BTD	*Book-tax difference* (Diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável)
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DVA	Demonstrativo de Valor Adicionado
ETR	*Effective Tax Rate* (Taxa Efetiva de Imposto)
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IFRS	*International Financial Reporting Standards* (Padrão Internacional de Relatório Financeiro)
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IPO	Ofertas Públicas Iniciais de ações (*Initial Public Offering*)
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
JCP	Juros sobre o Capital Próprio
LAIR	Lucro Antes do Imposto de Renda (ou lucro contábil antes do IRPJ/CSLL)
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
UTB	*Unrecognized Tax Benefit*
VIF	*Variance Inflation Factor* (Fator de Inflação da Variância)
VTC	Valor Total Criado
VTCCli	Valor criado para os clientes
VTCCom	Valor criado para a comunidade
VTCEmp	Valor criado para os empregados
VTCFin	Valor criado para os financiadores
VTCFor	Valor criado para os fornecedores

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 16
1.1 Problema de Pesquisa 18
1.2 Objetivos 19
1.3 Justificativa e contribuições de pesquisa 19
2. REFERENCIAL TEÓRICO 22
2.1 Gestão de Stakeholders 22
2.1.1 Fundamentos da Teoria dos Stakeholders 22
2.1.2 Classificação e Priorização de Stakeholders 25
2.1.3 Criação e distribuição de valor 29
2.2 Agressividade Tributária 35
2.2.1 Planejamento tributário, elisão fiscal, agressividade tributária e evasão fiscal 36
2.2.2 Determinantes para agressividade tributária 38
2.2.3. Proxies e práticas de agressividade tributária 41
2.2.4. Proxies de agressividade tributária no contexto brasileiro e suas limitações 45
2.3 Distribuição de valor, orientação aos *stakeholders* e agressividade tributária 49
2.4 Síntese teórica e fundamentação da hipótese de pesquisa 50
3. MÉTODOS E PROCEDIMENTOS 53
3.1 Caracterização da pesquisa 53
3.2 Fonte de dados 53
3.3 População e amostra 54
3.4 Técnica de coleta dos dados 55
3.5 Definição de variáveis e modelo econométrico 55
3.5.1 Variável dependente 56
3.5.2 Variável independente 58
3.5.3 Variáveis de Controle 59
3.5.4 Estatísticas descritivas e modelo econométrico 60
3.6 Modelo teórico-empírico e hipótese 61
4. RESULTADOS 63
4.1 Estatísticas descritivas 63
4.2 Relação entre agressividade tributária e orientação aos *shareholders* 66
4.2.1 Resultados com o modelo principal 66
4.2.1.1 Testes de robustez 68

4.3 Resultados observados em relação aos objetivos e hipótese do estudo 69
5. DISCUSSÃO 71
5.1 Resultados da pesquisa e gestão de *stakeholders* 71
5.2 Resultados da pesquisa e estudos empíricos e teóricos anteriores 72
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS 74
6.1 Contribuições da pesquisa 74
6.2 Limitações da pesquisa 75
6.3 Contribuições para a gestão 78
6.4 Sugestões para estudos futuros 79
REFERÊNCIAS 81
APÊNDICE A – RESULTADOS DAS REGRESSÕES COM BTD 88
APÊNDICE B – RESULTADOS DAS REGRESSÕES COM *CURRENT* ETR 89

1. INTRODUÇÃO

O planejamento tributário pode impactar os resultados financeiros das empresas ao ter reflexos nas demonstrações contábeis, mas também pode afetar a criação e distribuição de valor aos *stakeholders* das organizações. Os impactos para os governos são mais evidentes: em virtude das práticas fiscais corporativas, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) estima perdas de até **240 bilhões de dólares anuais**, sendo que os sistemas tributários são considerados como instrumentos para reduzir as desigualdades sociais e fomentar o crescimento sustentável (OCDE, 2015; 2024). No Brasil, estima-se um impacto superior a **200 bilhões de reais por ano** (IPEA, 2025).

Porém, sob a ótica da teoria dos *stakeholders*, que considera as empresas responsáveis pela geração e distribuição de valor para todos os grupos legítimos que afetam ou são afetados por suas atividades (Freeman, 1984), e sob uma perspectiva normativa de gestão baseada em interesses legítimos e responsabilidades implícitas (Clarkson, 1995), tais práticas levantam dilemas éticos e estratégicos na gestão dos negócios.

A distribuição de valor percebida como injusta pelos *stakeholders* pode se traduzir em retaliação ou punição, o que afetará o desempenho corporativo, principalmente quando forem muito importantes para a competitividade, como os *stakeholders* primários, que são imprescindíveis para a sobrevivência da organização. (Clarkson, 1995; Harrison; Bosse; Phillips, 2010; Harrison; Bosse, 2013).

A importância estratégica dos *stakeholders*, ou seja, a capacidade de um grupo contribuir para com a firma, também determina decisões de distribuição de valor por estimular a reciprocidade positiva, aumentando a competitividade e a geração de valor (Boaventura *et al*., 2020). Portanto, decisões gerenciais que podem afetar a distribuição de valor aos *stakeholders*, como as de planejamento tributário, são importantes para o sucesso das organizações

Nessa perspectiva teórica debate-se a função-objetivo das organizações, sustentando que as empresas devem criar valor para os *stakeholders* como condição para alcançarem sucesso no longo prazo, ressaltando a capacidade de identificar e compreender os interesses de cada grupo de *stakeholders* como essencial para embasar as decisões, além de alinhar os objetivos e interesses organizacionais (Freeman, 1984).

Ao estabelecer relações com os *stakeholders* e entender melhor suas funções-utilidade, as empresas podem criar valor abrangendo aspectos tangíveis e intangíveis (Harrison; Bosse; Phillips, 2010). Nas decisões organizacionais, a saliência dos *stakeholders* influencia a

percepção e priorização de diferentes grupos pelos gestores, considerando atributos de poder, legitimidade e urgência (Mitchell; Agle; Wood, 1997). Também haveria uma obrigação moral em considerar os interesses dos *stakeholders* (Donaldson; Preston, 1995). Estudos mais recentes reforçam a necessidade de considerar os diferentes interesses na tomada de decisão e seus respectivos impactos para as organizações (Ahmed; Ibrahim; Nayel, 2023; Jones-Khosla; Gomes, 2023; Kopelman, 2022).

O planejamento tributário das organizações impacta diretamente a arrecadação de impostos, que é a principal fonte de receita dos governos. Por essa razão, é estudado pela lente da responsabilidade social corporativa (RSC) e suas implicações enquanto uma obrigação social das organizações (Wang *et al*., 2019). A adoção intensiva de estratégias para reduzir a carga de impostos, denominada "agressividade tributária", também tem sido apontada como um fator relevante para a reputação empresarial (Graham *et al*., 2014), sobretudo em razão das manifestações públicas contrárias às práticas consideradas como prejudiciais para a sociedade – como o caso Starbucks (Dyreng; Hoopes; Wilde, 2016). Porém, o planejamento tributário faz parte do rol de decisões de gestão de negócios, sendo que a redução das obrigações fiscais pode estar dentro das concessões e isenções previstas em lei, sendo o grau de intensidade e legalidade das práticas adotadas definidora do nível de a agressividade tributária (Hanlon; Heitzman, 2010; Martinez, 2017).

Na literatura sobre gestão de negócios, as decisões de planejamento tributário são estudadas sob a ótica da competitividade das organizações (Armstrong; Glaeser; Kepler, 2019), da conformidade fiscal (Klassen; Lisowsky; Mescall, 2016) ou da atuação, características e comportamento dos CEOs (Dyreng; Hanlon; Maydew, 2010; Zolotoy *et al*., 2020). Na literatura financeira há estudos que apontam que as práticas mais agressivas de planejamento tributário possam melhorar métricas de desempenho financeiro ligadas à geração de valor aos *shareholders* (Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008; Goh *et al.*, 2016; Desai; Dharmapala, 2009; Guenther; Matsunaga; Williams, 2017). Chen *et al*. (2023), ao abordarem esse tema, argumentam que a relação entre a orientação das organizações em relação aos *stakeholders* e os níveis de agressividade tributária ainda carece de aprofundamento. Contudo, os autores não testam a relação entre essas variáveis.

Portando, este o presente estudo busca entender a influência da agressividade tributária na orientação aos *shareholders* de empresas brasileiras que optam pela Oferta Pública Inicial, evento no qual divulgam informações abrangentes sobre suas operações e perspectivas estratégicas, proporcionando um dos momentos de maior escrutínio de sua existência (Billett; Ma; Yu, 2024), sendo o prospecto um documento em que há responsabilidade sobre as

informações divulgadas, havendo o risco de litígio em caso de declarações falsas ou omissão de fatos materiais (Massel; Park; Reichelt, 2024).

1.1 Problema de Pesquisa

O planejamento tributário tem como objetivo, por meio de decisões gerenciais que determinam a organização das operações e atividades empresariais, reduzir a carga de tributos ao menor valor possível, observando as concessões e isenções previstas em lei (Hanlon; Heitzman, 2010; Martinez, 2017). Tendo em vista os resultados financeiros das organizações, há estudos que indicam que o planejamento tributário pode melhorar métricas de desempenho corporativo. A redução da carga tributária alcançada por decisões mais agressivas não se reflete, em média, em uma maior volatilidade nas taxas de retorno aos *shareholder*s (Guenther; Matsunaga; Williams, 2017), são associadas a um menor custo de capital próprio (Goh *et al*., 2016) e podem ser consistentemente atingidas no longo prazo (Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008). Esses estudos indicam que a agressividade tributária pode melhorar métricas de desempenho financeiro, como fluxo de caixa e lucro líquido e, consequentemente, se traduzir em um benefício para os *shareholders* em termos de dividendos e valorização das ações.

Segundo Chen et al. (2023), os estudos empíricos anteriores sobre planejamento tributário e a orientação aos *stakeholders* não conseguiram estabelecer uma relação causal, além de apresentarem conclusões mistas: alguns estudos estabelecem uma associação positiva, outros negativa, e outros a consideram como dependente de fatores contingenciais, como rentabilidade, estrutura acionária ou disponibilidade de recursos financeiros. Em seu estudo, os autores usam a adoção escalonada dos *constituency statutes* em 33 estados norte-americanos para avaliar a relação entre a orientação aos *stakeholders* e agressividade tributária. A adoção do *constituency statutes,* variável dependente do estudo utilizada como orientação aos *stakeholders*, ocorre pelos estados norte-americanos, representando uma mudança na lei corporativa estadual que fornece proteção legal aos diretores contra processos judiciais de acionistas, e foram impulsionados pela onda de fusões da década de 1980, que frequentemente resultavam em prejuízos severos para outros *stakeholders*, como a perda de empregos e a destruição de riqueza social nas comunidades onde as empresas operavam (Chen *et al*., 2023). Aplicando um modelo *difference-in-differences,* os resultados obtidos apontam que as empresas sujeitas, pela adoção do estado em que estão localizadas, aos *constituency statutes*, são mais agressivas tributariamente, intensificando-se conforme há uma maior limitação de recursos, mensurada pelo cálculo de índice que considera o capital de giro, lucros retidos, lucro antes de

impostos e taxas, e receita de vendas, ponderados pelo ativo total. Os autores também avaliam o efeito da orientação aos *stakeholders* na distribuição de valor e verificam um aumento nos custos com os empregados e nos valores de benefícios de aposentadoria. Concluem que há um deslocamento de recursos do governo para os funcionários, o que seria coerente com a teoria da saliência de *stakeholders* de Mitchell, Agle e Wood (1997). Apesar de abordarem a distribuição de valor para *stakeholders* primários, os autores deixaram de testar diretamente a relação entre os níveis de agressividade tributária e o efetivo valor distribuído aos grupos de interesse.

Considerando os estudos que analisam a influência do planejamento fiscal em métricas de desempenho financeiro, e que não foram encontrados avanços em relação ao estudo proposto por Chen *et al*. (2023) que investiguem e testem a relação entre agressividade tributária e a orientação aos *shareholders* a partir do valor distribuído, o problema desta pesquisa consiste em preencher essa lacuna, oferecendo uma explicação para essa relação, dada as implicações das decisões gerencias na competitividade da firma. Portanto, formula-se a seguinte questão de pesquisa: *Qual é a relação da agressividade tributária com a orientação aos shareholders?*

1.2 Objetivos

Objetivo Geral:

Para preencher o espaço identificado na literatura de gestão de negócios, o objetivo geral deste estudo é descrever e analisar a influência da agressividade tributária na orientação aos *shareholders* nas organizações em busca de recursos no mercado de capitais no Brasil.

Objetivos Específicos:

Foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

a) Mensurar e analisar a agressividade tributária.

b) Mensurar e analisar a orientação aos *shareholders*.

c) Analisar a influência da agressividade tributária na orientação aos *shareholders*.

d) Interpretar os resultados da relação entre a agressividade orientação aos *shareholders*.

1.3 Justificativa e contribuições de pesquisa

A gestão e distribuição de valor aos *stakeholders* tornou-se um tema central na literatura de estratégia de negócios. A análise de 988 artigos feita por Mahajan et al. (2023) demonstra

expansão na produção acadêmica sobre a teoria dos *stakeholders* a partir dos anos 2.000, com 461 estudos e 47.485 citações sobre desempenho organizacional e gestão estratégica. Mascena e Stocker (2020) apontam um crescimento acentuado de publicações a partir de 2010, com predominância de estudos que propõem e testam modelos de criação e distribuição de valor, estabelecendo uma relação positiva entre o bom gerenciamento dos interesses e o desempenho organizacional. Freeman, Phillips e Sisodia (2020) propõem ampliar o conceito de valor além do lucro e colocam os *stakeholders* no centro das decisões corporativas

Portanto, a criação e distribuição de valor aos *stakeholders* é um "*hot topic"* na literatura sobre a estratégia de negócios, propondo o debate sobre a gestão estratégica orientada aos *stakeholders*. Este estudo procura contribuir com esse debate ao oferecer evidências teóricas e empíricas sobre a relação entre os níveis de agressividade tributária e a orientação aos *shareholders*, uma vez que não foram identificados estudos que testem tal relação.

Apesar dos avanços nas regras fiscais, transparência das informações e taxas efetivas de impostos a partir do projeto *Base Erosion and Profit Shifting* (BEPS), ainda há desafios com a qualidade dos dados reportados pelas empresas, especialmente no que se refere à localização, consistência e precisão dos dados sobre subsidiárias (OCDE, 2024).

No Brasil, embora esteja prevista a reforma tributária que simplificará os impostos indiretos até 2033 com a promulgação da ementa constitucional 132/2023 (OCDE; CEPAL; CIAT; BID, 2025), estima-se que o planejamento tributário agressivo gerou, no ano de 2019, 203 bilhões de reais em renúncia fiscal por estratégias de alocação de empresas em diferentes regimes tributários, e por 24 bilhões de reais em deduções por juros sobre o capital próprio (IPEA, 2025).

Por outro lado, o ambiente de negócios brasileiro é adverso. A carga tributária figura entre as maiores do mundo (Lima; Rezende, 2019; Martinez; Cerize, 2020; Sampaio; Marques, 2015), o custo de capital é alto, com a SELIC em 15 % ao ano, pressionada por uma dívida pública de 76,2 % do PIB (Banco Central do Brasil, 2025; Brasil, 2025). Soma-se ao contexto a desigualdade social, sendo que os 10 % mais ricos recebem 13,4 vezes a renda dos 40 % mais pobres, e o 1 % mais rico ganha 36,2 vezes mais (IBGE, 2025).

Para os formuladores de políticas públicas que lidam com o contexto apresentado, os resultados deste estudo podem ser úteis ao evidenciar o comportamento das organizações em relação as práticas fiscais, e quais *stakeholders* são beneficiados pela distribuição de valor, o que pode dar *insights* para novos mecanismos, taxas e incentivos que possam melhorar a arrecadação fiscal e a equidade distributiva.

Para os gestores das organizações, em especial das empresas brasileiras, o estudo é relevante ao fornecer evidências que podem subsidiar a tomada de decisão em relação ao planejamento tributário e sua implicação na distribuição de valor aos *shareholders*, contribuindo para uma gestão mais eficiente dos múltiplos interesses (Harrison; Bosse, 2013), e uma maior competitividade organizacional obtida pela cooperação dos *stakeholders* (Boaventura *et al*., 2020; Harrison; Bosse; Philips, 2010).

Os investidores e analistas de mercado, por sua vez, podem avaliar melhor o risco e o retorno associado ás decisões gerenciais de planejamento tributária orientadas à maximização de valor aos *shareholder*, que podem expor as empresas a custos regulatórios, políticos e reputacionais (Hanlon; Slemrod, 2009); ou mesmo ampliar riscos de agência e comportamentos oportunistas da gestão, aumentando a probabilidade de eventos de impacto negativo no valor da firma (Desai; Dharmapala, 2009; Kim *et al*., 2011).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Gestão de Stakeholders

2.1.1 Fundamentos da Teoria dos Stakeholders

O termo *Stakeholder* pode ser encontrado originalmente em um memorando do *Stanford Research Institute*, de 1963, mas claramente evoluiu a partir da obra de R. Edward Freeman de 1984, intitulada "*Strategic Management: A Stakeholder Approach*" (Mahajan *et al*., 2023). Ao definir que *stakeholders* são indivíduos ou grupos que podem afetar ou serem afetados pelos objetivos de uma firma, propondo que todos devem ter seus interesses considerados, Freeman (1984) contrapõe a perspectiva tradicional da teoria da firma, na qual a função-objetivo das organizações é de maximização de valor para os *shareholders*, proporcionando um debate que integra dimensões éticas, morais e sociais ao afirmar que o desempenho organizacional deve ser avaliado a partir da capacidade da empresa gerar valor para todos os seus *stakeholders*.

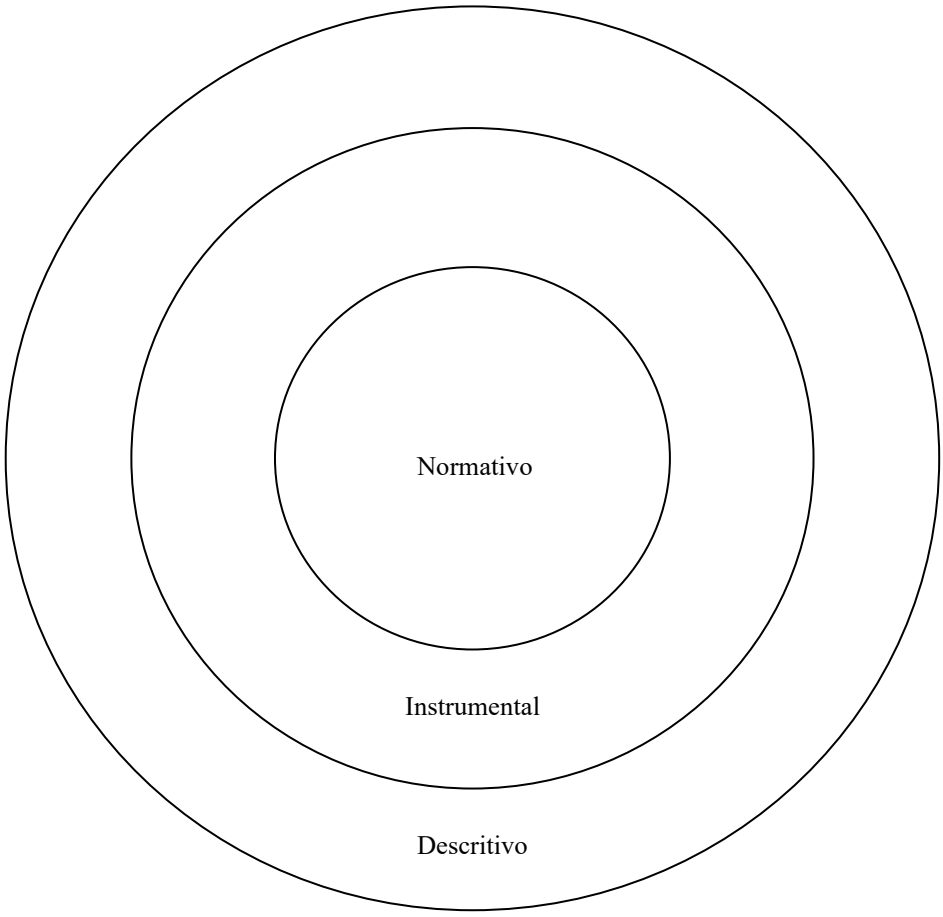
Os autores Donaldson e Preston (1995), ao identificar a ausência de uma maior uniformidade nos conceitos e definições da teoria dos *stakeholders*, buscam integrar as contribuições da literatura ao explorar a precisão descritiva, o poder instrumental e a validade normativa, assim como a interrelação entre esses aspectos. Ao descrever, na prática, como as organizações se comportam ao lidar com diferentes grupos de *stakeholders*, a teoria busca uma representação dessas interações do ponto de vista de como elas de fato ocorrem, o que é importante para a exploração e crescimento da teoria.

O aspecto instrumental busca avaliar os efeitos de uma postura orientada para *stakeholders* no desempenho empresarial, buscando verificar em que medida considerar e gerenciar uma variedade de interesses pode gerar benefícios concretos, como um maior comprometimento dos funcionários, vantagem competitiva ou melhor reputação.

Por fim, o aspecto normativo ocupa um papel central na teoria, que diz respeito ao propósito das organizações, levando-se em conta que os diversos *stakeholders* possuem interesses intrinsecamente legítimos. Sob essa perspectiva, a atuação dos gestores deve se fundamentar em princípios éticos e morais.

Os três aspectos da Teoria dos *Stakeholders* se complementam tal como representado na Figura 1. Essa abordagem integrada enfatiza que os aspectos descritivos, instrumentais e normativos devem ser considerados em conjunto para se obter uma compreensão plena da teoria e para guiar as práticas de gestão

Figura 1 – Três aspectos da Teoria do *Stakeholders*



Fonte: Donaldson e Preston (1995, p. 74)

Em busca de maior coesão teórica, Jones e Wicks (1999) propuseram a teoria dos *stakeholders* convergente, argumentando que o aspecto normativo, que tem bases filosóficas e um apelo moral e ético, fortalece a teoria se os pesquisadores a formularem em conjunto com o aspecto instrumental, ou seja, estabelecendo como as normas e princípios ajudam as organizações na geração de valor, sendo a Teoria dos *Stakeholders* uma ponte para tal.

Freeman (1999) contesta, por um lado, a separação entre os aspectos normativo, instrumental e descritivo proposta por Donaldson e Preston (1995). Por outro, o autor também rejeita a tentativa de Jones e Wicks (1999) de convergência. Ele argumenta que não é possível fazer uma distinção clara entre as essas partes, e que cada um dos três aspectos contém elementos dos outros incorporados em sua estrutura, sendo a ética indissociável da teoria dos *stakeholders*, não havendo uma dimensão separada. Defende que a força da teoria está em seu caráter divergente, plural e contextual. Em sua visão, a Teoria dos *Stakeholders* deve ser compreendida como um campo composto por múltiplas narrativas que expressam diferentes formas de compreender e gerir as relações entre organizações e seus *stakeholders*.

Segundo Parmar *et al* (2010), a Teoria dos *stakeholders*, ao propor como unidade de análise a relação entre um negócio e os grupos de indivíduos que podem afetar ou serem afetados por ele, daria melhores condições para lidar com três problemas interconectados da gestão de negócios. O primeiro está relacionado com o valor, buscando responder como é criado e distribuído em um contexto de negócios global e em rápida mudança. Em segundo, há o problema de ética no capitalismo e quais seriam as conexões entre ética e capitalismo. Por fim, o problema da mentalidade gerencial e como os gestores deveriam pensar sobre criar e distribuir valor, conectando explicitamente negócios e ética.

Dessa forma, a Teoria dos *Stakeholders* conecta o processo de geração de valor e a preocupação de uma conduta moral, mostrando que as questões éticas precisam estar agarradas às funções de negócio, tais como a gestão estratégica, finanças e contabilidade, governança corporativa, marketing e gestão de negócios de uma maneira geral. Ao debater sobre as questões de negócio e as questões éticas, Parmar et al. (2010) defendem que o aspecto instrumental e o aspecto normativo da teoria são indissociáveis.

Em uma revisão da literatura da Teoria dos *Stakeholders* mais recente, Mahajan *et al*., (2023, p. 01, tradução nossa) reconhecem a teoria dentro do campo da ética dos negócios e da gestão organizacional, e definem da seguinte maneira:

> Assim, a Teoria dos *Stakeholders* pode ser definida como uma teoria que (i) incentiva as organizações a reconhecerem e considerarem seus *stakeholders*, os quais podem estar localizados interna ou externamente à organização; (ii) promove a compreensão e a gestão das necessidades, desejos e demandas desses *stakeholders*; e, portanto, (iii) representa um arcabouço holístico e responsável que ultrapassa o foco exclusivo nos *shareholder*s nos processos decisórios, o que, por sua vez, (iv) permite às organizações atuarem de forma estratégica, maximizarem a criação de valor e garantirem seu sucesso e sustentabilidade no longo prazo.

De acordo com Mahajan et al. (2023), a literatura sobre Teoria dos *Stakeholders* pode ser estruturada em quatro grandes *clusters* inter-relacionados. O primeiro abrange a relação da teoria com a sustentabilidade, incluindo tópicos como responsabilidade social corporativa e inovação verde. O segundo envolve o desempenho organizacional, analisando a influência das práticas de gestão de *stakeholders* sobre resultados financeiros e sociais. O terceiro refere-se à gestão estratégica, cuja ênfase normativa revisita a finalidade da empresa, justiça distributiva e cocriação de valor, articulando argumentos morais e competitivos para integrar múltiplos interesses. Finalmente, o quarto cluster foca nos processos e ferramentas de identificação,

engajamento e monitoramento de *stakeholders*, investigando como orientar as decisões considerando atributos de saliência, redes de relacionamento e governança.

Sob a ótica de Donaldson e Preston (1995), esta pesquisa adota uma perspectiva descritiva da Teoria dos *Stakeholders* ao buscar descrever a relação existente entre práticas de planejamento tributário e a distribuição de valor e orientação aos *stakeholders* primários no contexto de abertura de capital. Paralelamente, conforme Mahajan et al. (2023), o estudo situa-se principalmente no *cluster* de desempenho organizacional, ao investigar a referida relação, mas também aborda elementos do *cluster* de gestão estratégica, ao considerar implicações relacionadas à governança corporativa e à ética empresarial nessas decisões.

2.1.2 Classificação e Priorização de Stakeholders

A Teoria dos *Stakeholders* tem como ponto de partida a necessidade de compreender quem são os grupos ou indivíduos que podem afetar ou serem afetados pela organização (Freeman, 1984). Essa definição pode ser interpretada de uma forma a considerar uma gama muito ampla de *stakeholders*, sendo que os gestores das organizações precisam lidar com limitações de recursos e muitas reinvindicações. Tendo em vista esse dilema, Mitchell, Agle e Wood (1997) propõem o modelo de saliência dos *stakeholders*, que busca responder à pergunta "Quem ou o que realmente importa?" (*The Principle of Who and What Really Counts*). A teoria da saliência procura entender como a percepção dos gestores é influenciada pelos atributos dos *stakeholder*, o que determina a priorização das reivindicações e interesses de diferentes grupos. A saliência de um *stakeholder* estaria associada a três atributos principais:

a) **Poder:** capacidade do *stakeholder* de fazer com que a empresa atenda ao seu interesse, ainda que a organização não queira fazê-lo. Esse poder pode ter bases coercitivas (força ou ameaça), utilitárias (financeiras ou materiais) ou normativas (capacidade de influenciar via símbolos, reputação ou valores);

b) **Legitimidade:** percepção de que a reivindicação ou a própria existência do *stakeholder* é socialmente válida e justificada em função de normas, valores e crenças compartilhadas, ou seja, é um tributo ligado ao aspecto normativo da teoria, segundo o qual as organizações têm uma obrigação moral e ética para com os *stakeholders*;

c) **Urgência:** grau em que a reivindicação do *stakeholder* demanda atenção imediata ou é percebida como crítica (tempo e importância) para esse grupo.

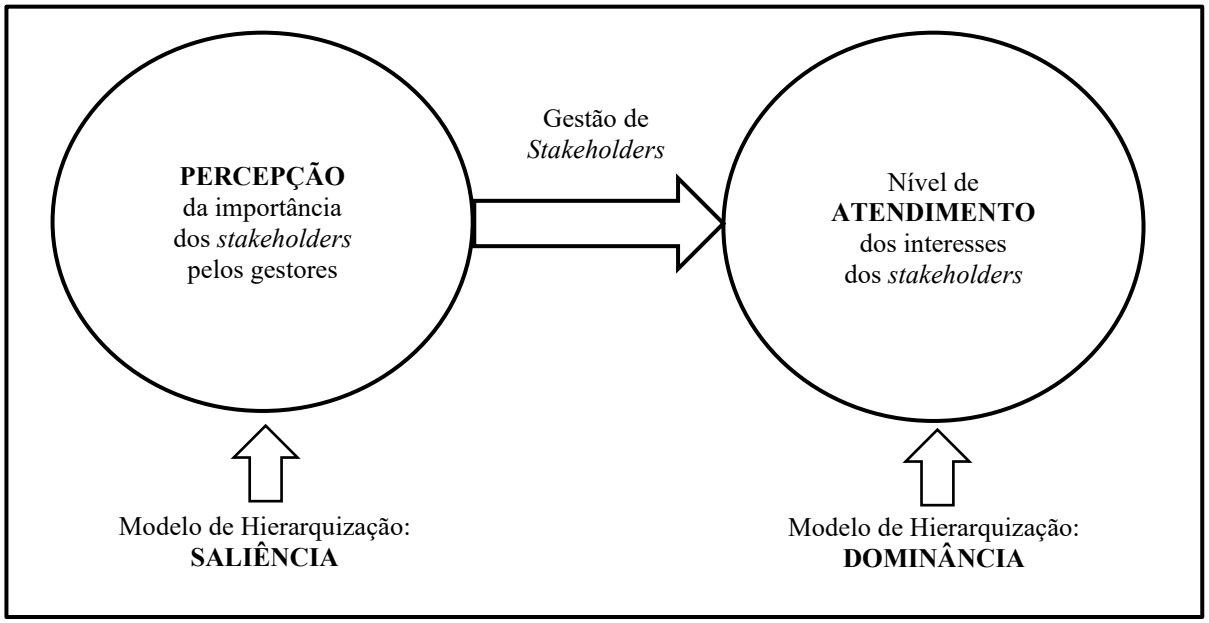
Os autores ressaltam que a percepção dos atributos pode mudar ao longo do tempo, ou seja, o *stakeholder* pode mudar de classificação na medida em que ganha ou perde atributos.

Isso implica que a importância dos *stakeholders* para os gestores é dinâmica, que sujeita às condições momentâneas.

Segundo Phillips (2003), há grupos que não possuem uma relação direta com a empresa e possuem poder (como ativistas e terroristas), que podem não só afetar a organização, mas como também os grupos para os quais há diretamente uma obrigação moral e ética. Nesse sentido esses grupos também seriam legítimos, mesmo que de maneira derivada e indireta, o que traria uma clareza e precisão conceitual e gerencial maior ao afirmar que há apenas o atributo de legitimidade, sendo o poder uma forma de obtê-la (Phillips, 2003).

De toda forma, a discussão sobre a saliência de *stakeholders* proposta por Mitchell, Agle e Wood (1997) continua a ser referência central na pesquisa sobre priorização de *stakeholders* sob a ótica da percepção dos gestores (Mascena et al.,2015). No entanto, há estudos mais recentes como o modelo de dominância proposto por Boaventura et al. (2013), que aborda o efetivo atendimento dos interesses e reinvindicações dos *stakeholders*, conforme ilustrado a seguir:

Figura 2 – Modelo de dominância

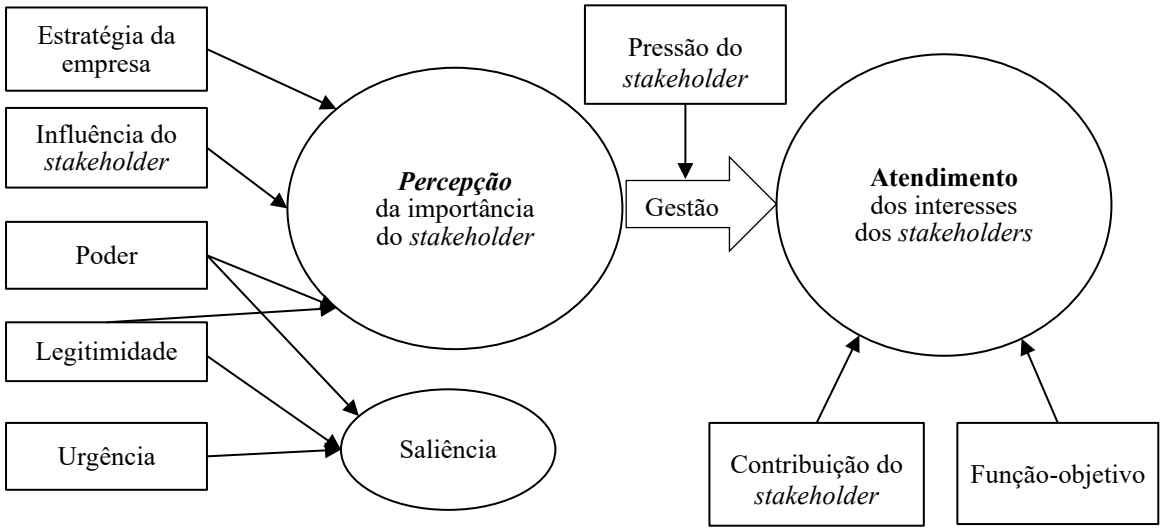


Fonte: Boaventura et al. (2013).

Por dominância define-se que é a habilidade de um determinado grupo de *stakeholders* obter recursos de forma preferencial em relação a outros *stakeholders*, ou seja, o quanto de valor foi efetivamente distribuído para um determinado grupo de s*takeholder*, o que é determinado pela saliência *a priori*, mas que se materializa pela gestão de *stakeholders* realizada pela organização e seus líderes (Boaventura et al., 2013).

No estudo de revisão teórica sobre a priorização de *stakeholders*, Mascena et al. (2015) identificam fatores e atributos adicionais que contribuem para o entendimento sobre a priorização dos *stakeholders* e propõe o seguinte modelo:

Figura 3 – Expansão do Modelo de Priorização



Fonte: Mascena et al. (2015).

Os fatores e atributos da proposta expandida de Mascena et al. (2015) são estabelecidos com base na análise de conteúdo de artigos coletados em 2014 e são sintetizados da seguinte forma:

a) **Saliência do stakeholder:** Baseada nos três atributos definidos por Mitchell, Agle e Wood (1997): poder, legitimidade e urgência;

b) **Poder (isoladamente):** Alguns estudos apontam que apenas a percepção de que o *stakeholder* detém poder de influenciar resultados ou processos da empresa já eleva sua importância;

c) **Legitimidade (isoladamente):** A legitimidade da demanda ou do próprio *stakeholder* (por exemplo, se há uma obrigação moral ou legal) reforça a percepção de relevância, mesmo que o grupo não disponha de grande poder;

d) **Influência:** Diz respeito à capacidade do *stakeholder* de moldar ou pressionar a organização e, em alguns casos, influenciar outros grupos (por exemplo: mídia, comunidade ou órgãos reguladores);

e) **Estratégia da Empresa:** Estratégias proativas na dimensão socioambiental ou voltadas à responsabilidade social tendem a aumentar a importância concedida a *stakeholders* que antes não eram vistos como prioritários;

f) **Contribuição do *stakeholder*:** Refere-se ao quanto o *stakeholder* agrega (financeira, estratégica ou socialmente) à organização. *Stakeholders* que oferecem contribuições mais significativas têm maior probabilidade de ver suas demandas efetivamente atendidas;

g) **Função-Objetivo da Empresa:** Empresas focadas exclusivamente na maximização do retorno aos *shareholders* podem hierarquizar *stakeholders* de modo distinto das que adotam a perspectiva de equilibrar múltiplos interesses. Nesse sentido, há diferença na forma de distribuir recursos e benefícios entre os diversos grupos;

h) **Pressão:** A pressão que um *stakeholder* exerce afeta a intensidade e a velocidade com que a empresa considera e atende às suas demandas. Mesmo que um grupo seja percebido como "pouco importante", pressão constante pode forçar a gestão a subir sua prioridade.

Esse modelo integra tanto fatores e atributos de percepção quanto de atendimento, o que permite uma compreensão mais ampla da priorização de *stakeholders*, pois demonstra que não basta entender quais grupos parecem importantes; é necessário identificar como e por que alguns recebem maior alocação de recursos e outros acabam relegados, mesmo quando reconhecidos como legítimos ou influentes.

Clarkson (1995) propõe uma tipologia de *stakeholders* mais restritiva, classificando em primários e secundários. Os *stakeholders* primários são aqueles cuja continuidade de participação no processo organizacional é fundamental para a sobrevivência da organização. Se algum grupo de *stakeholders* primários se mostrar insatisfeito e se retirar, integral ou parcialmente, do sistema corporativo, a empresa pode sofrer prejuízos severos ou até mesmo encerrar suas operações. Em geral, esse grupo abrange acionistas (*shareholders*), investidores, credores, colaboradores, fornecedores e clientes, assim como governos e a comunidade, que fornecem infraestruturas, mercados e regulamentam as transações. Os *stakeholders* secundários, segundo o autor, englobam aqueles que exercem influência ou são influenciados pelas ações empresariais, mas não mantêm vínculos diretos e não são imprescindíveis para a subsistência da empresa. Embora possam ocasionar danos consideráveis, não há uma dependência mútua que vincule a empresa a esses agentes, diferentemente do que ocorre com os *stakeholders* primários (Clarkson, 1995).

Para o presente estudo, o foco foi dado para a orientação criação e distribuição de valor aos *stakeholders* primários a partir da agressividade tributária das organizações, que é resultante das decisões dos gestores e estão sujeitas a percepção de importância, saliência, pressão e nível de atendimento desses *stakeholders*.

Na próxima seção será aprofundado o que é o valor criado pela firma, como ele pode ser distribuído e gerenciado ao longo do tempo de modo a desenvolver relacionamentos duradouros, e a importância dessa gestão para a competitividade da firma, para seu desempenho organizacional e sua capacidade de continuamente gerar valor.

2.1.3 Criação e distribuição de valor

A geração e distribuição de valor é uma questão central da teoria que, segundo Parmar et al. (2010), busca resolver três problemas interligados da gestão de negócios, sendo um deles relacionado com o problema de como o valor é criado e distribuído. Adicionalmente, é uma premissa central da teoria que atender os *stakeholders* e gerenciar seus interesses contribui para a geração de valor e para a performance da organização (Harrison; Wicks, 2013).

A literatura fornece critérios para identificação dos *stakeholders* como uma forma de entender quais são os mais salientes, como no modelo baseado na percepção dos gestores proposto por Mitchell, Agle e Wood (1997). Mas é importante notar que o valor é efetivamente distribuído pela gestão dos *stakeholders*, que ocorre a partir da percepção, mas que se materializa *ex-post*, no atendimento das necessidades e interesses, sendo que o desempenho social pode ser resultado uma gestão eficiente (quando o nível de atendimento é compatível com a percepção) ou uma gestão ineficiente (quando o nível de atendimento é incompatível com a percepção) (Boaventura *et al*., 2013).

O atendimento dos *stakeholders* primários, abrangendo o grupo de acionistas (*shareholders*), investidores, credores, colaboradores, fornecedores e clientes, assim como governos e a comunidade, é fundamental para a sobrevivência da organização (Clarkson, 1995). Nesse sentido, as práticas de gerenciamento para os *stakeholders* podem se relacionar com o desempenho da firma e sua existência a longo prazo. Segundo Harrison, Bosse e Phillips (2010), criar e distribuir valor para os *stakeholders* primários, além do que seria necessário para manter sua participação voluntária no funcionamento da empresa, estimularia, por reciprocidade, sua contribuição para geração de valor ao revelarem as suas funções-utilidade, ou seja, suas preferências por valores tangíveis ou intangíveis. Harrison e Wicks (2013) também definem valor a partir da função-utilidade do *stakeholders*, sendo formanda pela percepção da utilidade recebida não apenas pelas transações, mas também pelos relacionamentos e interações com a organização e entre os *stakeholders*. Afirmam, ainda, que a performance financeira é importante para muitos *stakeholders*, mas não é o único aspecto que é considerado.

Ao adotarem a abordagem de gestão para *stakeholder* e estabelecerem um relacionamento fundamentado em justiça distributiva e reciprocidade, as organizações poderiam desenvolver a demanda e a eficiência, a capacidade de inovar, de lidar com mudanças inesperadas e criar vantagens competitivas, podendo gerar mais valor (Harrison; Bosse; Phillips, 2010). A justiça distributiva refere-se à percepção dos *stakeholders* de que o valor que recebem é justo em comparação com o valor recebido por outros *stakeholders*. Essa percepção de justiça influencia diretamente o nível de cooperação dos *stakeholders* com a organização, ou seja, com a reciprocidade, que se refere ao reforço mútuo das ações entre a firma e seus *stakeholders*, sendo um elemento central para a construção de relações baseadas em confiança e justiça (Harrison; Bosse; Phillips, 2010).

A justiça distributiva não fica limitada à díade "firma e s*takeholder*", pois essa percepção é construída pelo conjunto de atitudes e comportamentos difusos entre a firma e os múltiplos *stakeholders* ao longo do tempo. Quando há uma percepção positiva, ou seja, de que o valor criado e distribuído é maior que o custo de oportunidade do *stakeholder*, haverá uma maior reciprocidade, que se traduz em esforço, lealdade e cooperação adicionais, o que aumenta o valor criado pela firma (Bosse; Phillips; Harrison, 2009).

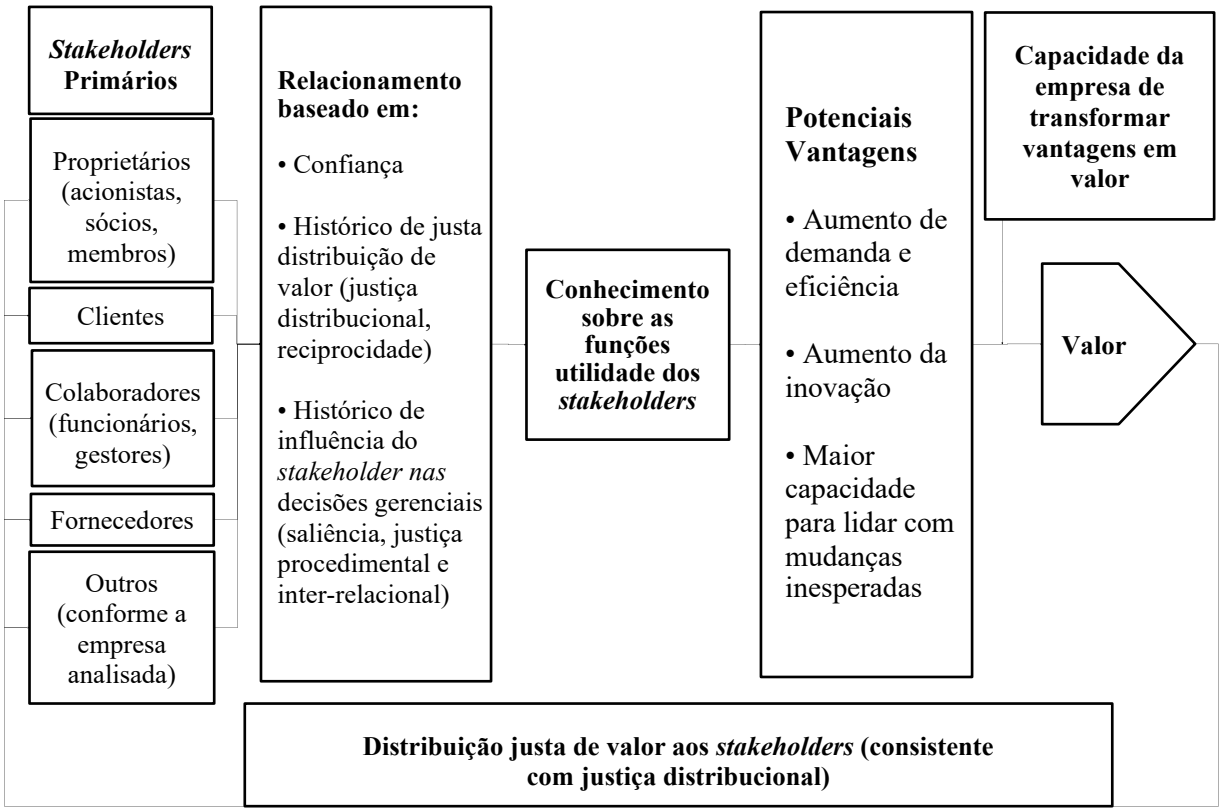
Além da justiça distributiva, que ser refere aos resultados materiais, distribuição de valor e a percepção de equidade, há a justiça processual, que se refere à percepção de justiça nos processos de tomada de decisão dentro da organização, seja pela participação ou consideração dos interesses dos *stakeholders* nesses processos, e a justiça interacional, que se relaciona com a forma como os *stakeholders* são tratados no nível interpessoal, especialmente no que tange ao respeito, à transparência e à comunicação adequada por parte da empresa (Harrison; Bosse; Phillips, 2009).

Bosse, Phillipse Harrison (2009) explicam que reciprocidade, uma resposta à percepção de justiça (distributiva, processual ou interacional), pode ser positiva, no sentido de cooperação, ou negativa, como uma punição ou retaliação, havendo três formas distintas: a troca negociada, típica de relações contratuais e de curto prazo, nas quais os benefícios são definidos antecipadamente; a troca recíproca, que envolve contribuições entre as partes em momentos diferentes, baseando-se na expectativa de retorno futuro; e a troca generalizada, caracterizada por interações indiretas entre múltiplos *stakeholders* ao longo do tempo, sem correspondência direta entre dar e receber (Harrison; Bosse; Phillips, 2010).

A troca generalizada explica por que um *stakeholder* pode estar disposto a sacrificar parte do seu valor em determinado momento em favor de outros (Harrison; Wicks, 2013). Por isso, essa forma de reciprocidade é especialmente relevante para a construção de confiança

relacional e para a percepção de justiça distributiva. Essas dinâmicas fortalecem o vínculo com os *stakeholders* e ampliam o potencial de criação de valor no longo prazo por meio de vantagens competitivas, conforme demonstrado pelos autores na Figura 4. Tais vantagens são sustentáveis por se originarem de mecanismos como a dependência de trajetória e a ambiguidade causal, dificultando sua replicação por concorrentes. Além disso, empresas que adotam precocemente esse tipo de gestão podem consolidar relacionamentos e reputações que funcionam como barreiras de entrada. Por fim, os autores destacam que a consistência na aplicação dessa abordagem é fundamental para fortalecer sua eficácia estratégica, pois garante a confiança contínua dos *stakeholders* e reforça a reputação organizacional (Harrison; Bosse; Phillips, 2010).

Figura 4 – Criação e distribuição de valor



Fonte: Harrison, Bosse e Philips (2010, p. 62, adaptado pelo autor)

Ao destacar a importância da gestão para *stakeholder* para a geração de valor por meio de vantagens competitivas construídas pelo relacionamento com *stakeholders*, os autores desafiam a lógica de maximização para os *shareholders* ao defender que o excedente de valor deve ser distribuído para um grupo maior de *stakeholders* (Harrison; Bosse; Phillips, 2009). Por fim, os autores reconhecem a importância da saliência dos *stakeholder* pelos seus atributos

como elementos que influenciam a distribuição de valor (Mitchell; Agle; Wood, 1997), e que os processos para conhecer as funções-utilidade geram custos, portanto as organizações devem ter a capacidade de transformar as vantagens competitivas em valor, justificando sua aplicação.

Harrison e Wicks (2013) propõem uma ampliação do conceito de valor criado pelas organizações para além dos aspectos econômicos ao identificar quatro fatores que influenciam a utilidade percebida pelos *stakeholders*: (i) bens e serviços tangíveis; (ii) justiça organizacional, incluindo as dimensões distributiva, processual e interacional; (iii) afiliação organizacional, vinculada à identidade e ao orgulho de associação com a empresa; e (iv) percepção de custo de oportunidade, ou seja, a comparação entre o valor recebido e as alternativas externas disponíveis. Assim, o modelo reforça que a criação de valor não deve ser compreendida apenas como retorno econômico, mas como o resultado da interação sistêmica entre elementos tangíveis e intangíveis que moldam a relação entre empresa e *stakeholders* (Harrison; Wicks, 2013).

A concepção de que a função-objetivo da firma consiste na criação e distribuição de valor para um conjunto ampliado de *stakeholders*, conforme propõe a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), é criticada por supostamente incentivar decisões gerenciais incompatíveis com a geração de lucro e com os interesses dos *shareholders*, ao atribuir às organizações responsabilidades que comprometem sua eficiência econômica e sustentabilidade no longo prazo (Friedman, 1970; Jensen, 2002). Nesse sentido, Harrison e Bosse (2013) reconhecem que há organizações que alocam valor em excesso para alguns *stakeholders*, não deixando recursos suficientes para outros *stakeholders* e para investimentos necessários para criação de valor futuro. Portanto, só seria justificável enquanto o valor gerado por meio da reciprocidade superar os custos envolvidos, preservando, assim, a competitividade e os resultados da organização.

A proposta dos autores fundamenta-se em uma lógica de alocação eficiente de valor, a partir da avaliação dos *stakeholders* com base em dois critérios principais: poder e importância estratégica. *Stakeholders* com elevado poder podem restringir recursos ou suporte à firma, afetando sua capacidade de gerar valor, e estão relacionados à reciprocidade negativa. Por outro lado, aqueles com alta importância estratégica contribuem para a competitividade da empresa e, por isso, devem ser priorizados na distribuição de recursos, em linha com o princípio da reciprocidade positiva, dada seu potencial contribuição para o desempenho organizacional. A estrutura conceitual desse modelo de priorização e alocação de valor é ilustrada na Figura 5.

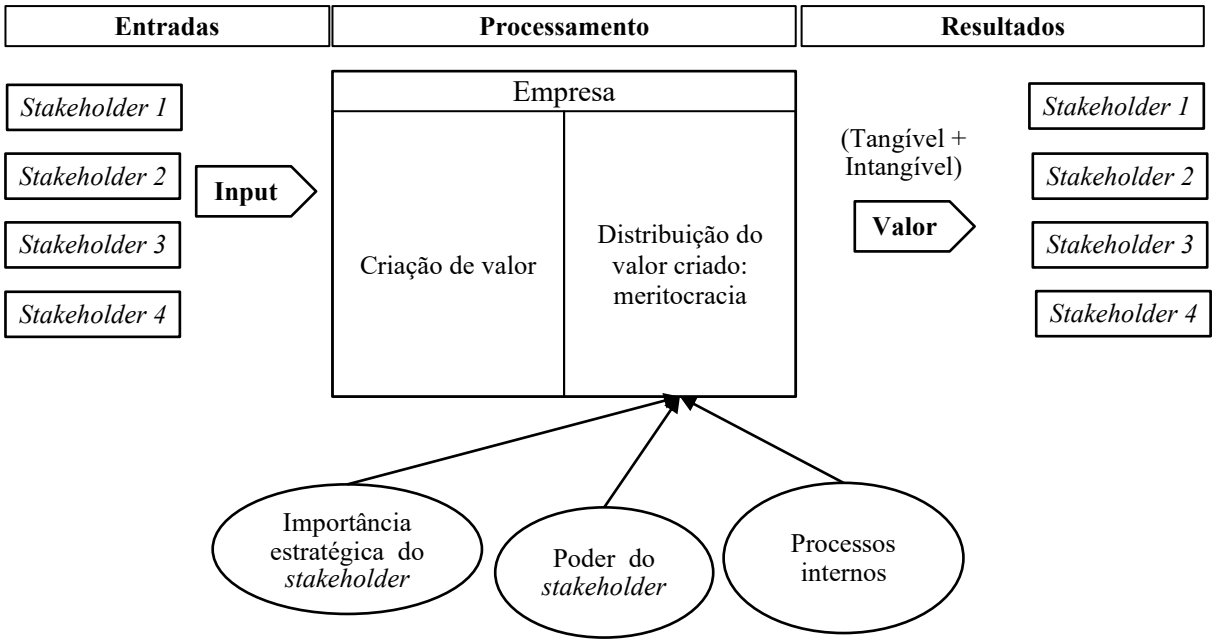
Figura 5 - Alocação de valor para *Stakeholders*

Habilidade / propensão do *stakeholder* para prejudicar a empresa **(Poder)**	Importância do *stakeholder* para a competitividade da empresa **(Importância estratégica)**	
	Alta	**Baixa**
Alta	***Stakeholders* de mais alta prioridade** *Probabilidade de sub alocação?* Não. Esses *stakeholders* estão bem posicionados para extrair valor da empresa, o que faz com que os gestores não sub aloquem recursos a eles. *Probabilidade de super alocação?* Provável; entretanto, a importância estratégica desses *stakeholders* faz com que o valor criado pela super alocação tenha seus potenciais de perda mitigados em certa medida.	***Stakeholders* de prioridade moderada** *Probabilidade de sub alocação?* Provável. Um ação de balanceamento é necessária. Alocar os recursos baseado no que é necessário para limitar os danos à empresa. *Probabilidade de super alocação?* Sim. O poder desses *stakeholders* faz com que eles possam extrair mais valor do que eles podem gerar no processo de criação e troca de valor.
Baixa	***Stakeholders* de alta prioridade** *Probabilidade de sub alocação?* Sim. Os gestores podem sub alocar recursos a partir de uma perspectiva de otimização de valor, a menos que esses *stakeholders* sejam de prioridade deliberada. *Probabilidade de super alocação?* Improvável.	***Stakeholders* de baixa prioridade** *Probabilidade de sub alocação?* Não. Não a partir de uma perspectiva de otimização de valor. *Probabilidade de super alocação?* Não.

Fonte: Harrison e Bosse (2013, p.7)

Sarturi, Seravalli e Boaventura (2015), em sua revisão da literatura sobre o tema de criação e distribuição de valor para *stakeholders*, propõem um modelo composto por três dimensões conforme a figura 6.

Figura 6 - Modelo de distribuição de valor para *Stakeholders*



Fonte: Sarturi, Seravalli e Boaventura (2015, p. 108, adaptado pelo autor)

Na fase de entradas, *stakeholders* aportam recursos específicos (capital, conhecimento, insumos, legitimidade); no processamento, esses recursos são convertidos em valor e redistribuídos de forma meritocrática, ou seja, em função da sua contribuição na primeira dimensão, mas sendo essa alocação modulada por poder, importância estratégica e por processos internos, como incentivos. Na dimensão de resultados, *stakeholders* recebem combinações de benefícios tangíveis (salários, participação nos lucros, preços) e intangíveis (informação, voz, reputação), compondo suas funções-utilidade. Ao assegurar justiça distributiva, o modelo fortalece reciprocidade positiva, cooperação contínua e, em última análise, a sustentabilidade competitiva da organização.

Freeman, Phillips e Sisodia (2020) propõe a *Value Creation Stakeholder Theory* ao apresentarem três problemas interconectados. O primeiro interroga como é possível criar e trocar valor em um ambiente incerto e complexo; o segundo trata de como responder ao desafio ético do capitalismo; o terceiro questiona o que as escolas de negócios devem ensinar para formar gestores capazes de gerenciar múltiplos interesses. Os autores expandem o conceito de valor da firma ao propor uma função do valor total criado para cada *stakeholder*, formalizando na seguinte equação (1) (Freeman; Phillips; Sisodia, 2020, p.14., tradução nossa):

$$VTC=f(VTCCli, VTCEmp, VTCFor, VTCCom, VTCFin) \quad (1)$$

Onde:

VTC = Valor total criado pela Firma
VTCCli = Valor criado para os clientes
VTCEmp = Valor criado para os empregados
VTCFor = Valor criado para os fornecedores
VTCCom = Valor criado para a comunidade
VTCFin = Valor criado para os financiadores

O debate proposto por Freeman, Phillips e Sisodia (2020) identificam desafios para mudar a posição dos *stakeholders* na narrativa dos negócios, historicamente orientada pela visão econômica-positivista da gestão estratégica que foca no valor para os *shareholders*. Os autores identificam cinco desafios para mudar essa visão: (1) repensar as métricas de desempenho, superando a suficiência do lucro e desenvolvendo indicadores que capturem o valor total criado para cada parte interessada; (2) reformar os sistemas contábeis, hoje orientados quase exclusivamente aos investidores, de modo a "contabilizar" efetivamente clientes, empregados, fornecedores, comunidade e financiadores; (3) construir uma teoria comportamental dos *stakeholders* que considere sua plena humanidade e investigue como agem em situações de alto impacto; (4) articular políticas públicas e estruturas institucionais compatíveis com uma lógica de criação de valor para todos, inclusive repensando o papel do Estado; por fim, (5) reexaminar a própria teoria ética que sustenta o capitalismo, questionando se os negócios podem ser entendidos como uma instituição moralmente positiva e quais pressupostos normativos devem orientar essa visão.

A proposição de Freeman, Phillips e Sisodia (2020) é particularmente interessante para este estudo ao deixar explícito que o valor total gerado pela firma é composto pelo valor distribuído para cada *stakeholder*, contrapondo a orientação ao *shareholder* proposta pela teoria da firma, e por reconhecer a necessidade de desenvolvimento de novas métricas e sistemas de mensuração do valor distribuído. No capítulo 3, sobre o método, é abordada a operacionalização de mensuração de valor e a orientação aos *shareholders* adotada nesta pesquisa, que se diferencia das métricas contábeis tradicionais

2.2 Agressividade Tributária

Os temas relacionados ao planejamento tributário e agressividade tributária despertam o interesse público geral por combinar fatores políticos e econômicos, sendo objeto de trabalho

de vários pesquisadores e amplamente estudados nas áreas de finanças, contabilidade e economia (Martinez, 2017; Dyreng; Hanlon; Maydew, 2010; Hanlon; Heitzman, 2010). Ao mesmo tempo, há diferentes abordagens sobre o conceito de agressividade tributária e seus determinantes, bem como diferentes formas de medir sendo utilizadas na literatura (Dunbar et al., 2010; Martinez, 2017; Duhoon; Singh, 2023). Por isso é importante delimitar o que é agressividade tributária, seus determinantes, práticas e *proxies* utilizadas na literatura.

2.2.1 Planejamento tributário, elisão fiscal, agressividade tributária e evasão fiscal

O Planejamento Tributário tem como objetivo, por meio da organização das operações e atividades empresariais, reduzir a carga de tributos ao menor valor possível, observando as concessões e isenções previstas em lei. As práticas adotadas podem ser intensivas e nos limites da interpretação da legislação, definindo o grau de agressividade tributária, que pode ser resultado de planejamento abusivo, mas que não se confunde com evasão fiscal, pois esta implica violação explícita da legislação (Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008; Martinez, 2017; Wang *et al*., 2019).

Segundo Hanlon e Heitzman (2010), elisão fiscal é definida, de maneira ampla, como qualquer transação ou estratégia que reduza tributos explícitos devidos pela firma. Essa concepção abrange desde atividades operacionais favorecidas pela legislação, como investimentos em debêntures incentivadas, até arranjos agressivos situados num *continuum* que, nos extremos, inclui práticas de "*non-compliance*", evasão e abrigos fiscais (*sheltering*). O ponto onde cada ação se situa nesse espectro depende do grau de agressividade na diminuição dos impostos, algo frequentemente subjetivo, ou seja, diferentes observadores podem divergir sobre quão agressiva é a mesma operação. O *continuum* proposto por Hanlon e Heitzman (2010) foi ilustrado por Wang et al. (2019) e pode ser observado na Figura 7.

Figura 7 – Agressividade da elisão fiscal corporativa

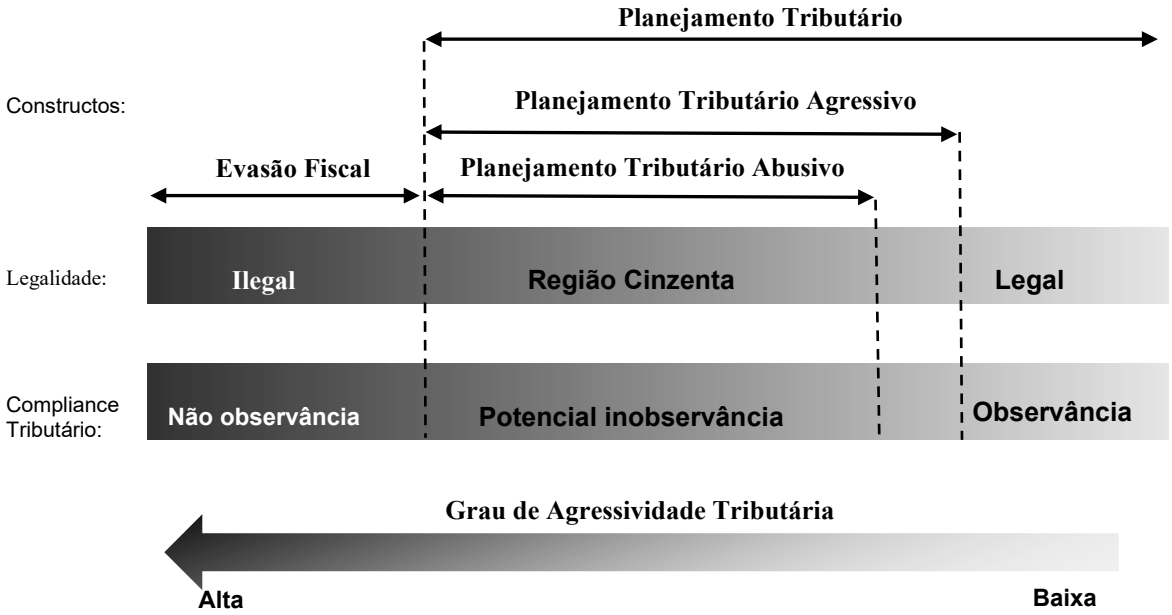


Elisão fiscal legítima Evasão fiscal

Fonte: Wang et al. (2019, p. 02, adaptado pelo autor).

De maneira análoga, Martinez (2017) define que o grau de agressividade tributária mensura a propensão da organização em reduzir sua carga tributária por meio de práticas de planejamento fiscal, correlacionando-se ao risco fiscal, isto é, a probabilidade de a empresa ser questionada e enfrentar divergências das autoridades tributárias a respeito de tais práticas. A Figura 8 demonstra graficamente as diferentes classificações de planejamento tributário propostas por Martinez (2017).

Figura 8 - Espectro de Agressividade no Planejamento Tributário: da Evasão Fiscal à Conformidade



Fonte: Martinez (2017). Adaptado pelo autor.

Na literatura recente sobre agressividade tributária é possível identificar fatores que podem influenciar seus níveis, além de estratégias empregadas pelos gestores para geração de valor aos *shareholders* (Wang *et al*., 2019). Aliás, a adoção de práticas mais agressivas pode impactar negativamente a firma e o próprio *shareholders* pelos riscos de maiores passivos fiscais, pela aplicação de penalidades e pelos danos na reputação da empresa (Hanlon; Slemrod, 2009). A seguir, identificaremos os principais determinantes do constructo apresentado e utilizaremos o termo "agressividade tributária" por praticidade, mas não sem considerar as definições e nuances conceituais anteriormente estabelecidas nesta seção.

2.2.2 Determinantes para agressividade tributária

Como uma forma de apresentar uma síntese que seja adequada para o presente estudo, utilizaremos o trabalho de alguns autores que revisaram a literatura sobre o tema e identificaram os determinantes da agressividade tributária. A revisão de investigações sobre impostos realizada por Hanlon e Heitzman (2010) é um trabalho seminal na área de estudo (Kovermann; Velte, 2019). Nele os autores identificam características em diversos níveis da firma, tais como a escala e a intensidade das atividades internacionais, utilização de subsidiárias em paraísos fiscais, histórico de taxas efetivas de impostos, perdas em litígios e nível de alavancagem. A estrutura de governança corporativa e os incentivos baseados em ações para os gestores, além da estrutura de propriedade e controle, como em empresas familiares, também são identificados como determinantes, remetendo a uma literatura empírica que incorpora previsões de agressividade tributária sob a lente da teoria da agência (Jensen; Meckling, 1976).

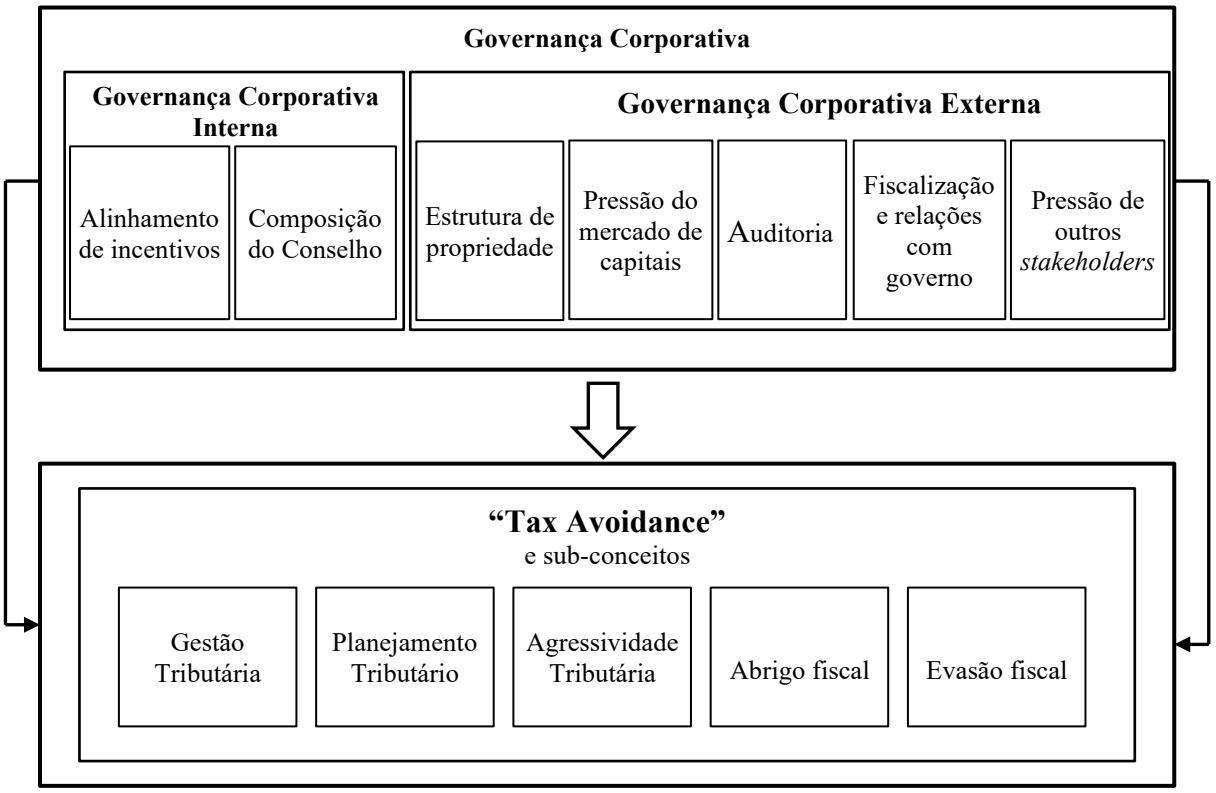
Os fatores apresentados por Wang et al. (2019) são separados entre internos e externos. Internamente, em nível da firma, identifica o tamanho da empresa, a estratégia competitiva e as operações multinacionais. A estrutura de propriedade e controle, as características pessoais dos executivos, os incentivos aos gestores e as estruturas da governança interna, como conselho e auditoria interna, também são identificados como determinantes internos.

Como determinantes externos, Wang et al. (2019) relaciona a fiscalização tributária e regulação, a liderança e poder de mercado, o valor da marca, a concorrência no mercado de trabalho e o engajamento de gestores na agressividade tributária e as limitações de crédito e restrições financeiras do ambiente. Como fatores de governança externa, identifica a atenção da mídia, a qualidade da auditoria e serviços fiscais externos. Por fim, também apresenta o *network* corporativo, as conexões políticas e os relacionamentos com clientes e fornecedores como determinantes externos.

Em seu *survey* da literatura sobre agressividade tributária, Martinez (2017) apresenta os determinantes separando os que são das firmas, os que são dos gestores e os da governança corporativa. Dos que são relativos à firma, separa em subcategorias, sendo elas as características das firmas; os atributos ambientais de onde as firmas atuam; as restrições dos *gatekeepers*; e os incentivos ao nível da firma para agressividade tributária. Os determinantes apresentados por Martinez (2017) nas suas respectivas categorias são, em boa parte, os mesmos apresentados por Hanlon e Heitzman (2010) e Wang *et al*. (2019).

A relação entre governança corporativa e agressividade tributária é comum entre as pesquisas mencionadas anteriormente e é tema de ampla investigação desde a revisão de Hanlon e Heitzman (2010), segundo Kovermann e Velte (2019). Nesse estudo, os autores revisam a literatura com uma abordagem que vai além da tradicional ao definir a governança corporativa de forma mais ampla e orientada pela teoria dos s*takeholders* (Figura 9), levando-se em conta que as organizações não dependem exclusivamente do relacionamento com os provedores de capital, mas também dependem dos provedores de recursos não financeiros, tais como gestores e outros *stakeholders* (Freeman, 1984).

Figura 9 - Governança Corporativa Ampliada e *Tax Avoidance*



Fonte: Kovermann e Velte (2019, p. 04). Adaptado pelo autor.

A capacidade desses grupos em promover suas preferências acerca da agressividade tributária passa pelas instituições e estruturas estabelecidas pela própria organização, portanto é esperado que a governança corporativa tenha um forte impacto na agressividade tributária (Kovermann; Velte, 2019). Nesse sentido, Kovermann e Velte (2019) apontam que a teoria da agência clássica foca no conflito entre principal e agente, observando os interesses dos *shareholders* e gestores (Jensen; Meckling, 1976), restringindo a análise, uma vez que os gestores, que são os que efetivamente decidem sobre o nível de agressividade tributária, devem também considerar os interesses dos outros *stakeholders* primários (empregados, credores,

fornecedores, clientes, governos e comunidade). Portanto, a proposta Kovermann e Velte (2019) amplia o modelo clássico ao abrigar esses atores no conjunto dos principais, consequentemente ampliando a definição de governança corporativa com base da teoria da agência dos *stakeholders* de Hill e Jones (1992).

São sete os grupos de governança corporativa (Quadro 1) identificados por Kovermann e Velte (2019), sendo eles: (1) o alinhamento de incentivos entre a gestores e os *shareholders*; (2) a composição do conselho de administração; (3) a estrutura de propriedade; (4) a pressão exercida pelo mercado de capitais; (5) a auditoria; (6) a atividade de fiscalização e as relações com o governo; e (7) a pressão proveniente de outros *stakeholders*, como empregados, clientes e o público.

Quadro 1 – Governança Corporativa e Agressividade Tributária (continua)

Grupo de governança	Determinantes investigados	Efeito sobre a agressividade tributária
1. Alinhamento de incentivos entre gestores e *shareholders*	• Remuneração em ações/opções (CEO, CFO, diretor fiscal) • Métricas de desempenho **pós-impostos** • Estrutura de "torneio" salarial entre executivos• *Inside-debt* do CEO • Traços pessoais (narcisismo, excesso de confiança, experiência militar)	**Aumento** quando há forte componente de *equity*, métricas pós-impostos ou incentivos de torneio. **Redução** quando o pacote inclui *inside-debt* ou o CEO tem histórico militar (maior aversão a risco/valor público).
2. Composição do conselho	• % de conselheiros independentes • Diversidade de gênero (mulheres no *board*/CFO) • Especialistas fiscais ou jurídicos • Comitê de auditoria independente e experiente	**Aumento** em empresas endividadas ou em crise quando independentes privilegiam *shareholders*. **Redução** quando independência/feminilidade limitam risco; comitê de auditoria forte normalmente leva à **redução**. Especialistas fiscais tendem a **aumentar**.
3. Estrutura de propriedade	• Concentração acionária / participação gerencial • Investidores institucionais (longo vs. curto prazo) • Controle familiar • Ações *dual-class* • Participação estatal	Participação gerencial e institucionais de longo prazo → **redução**. Institucionais "ativos" e curto prazo → **aumento**. Controle familiar apresenta evidência mista. *Dual-class* → **redução** (*entrenchment*). Empresas estatais → **redução**; privatização → **aumento**.
4. Pressão do mercado de capitais	• Inclusão em índices (S&P 500, Russell) • Cobertura de analistas • *Hedge funds* ativistas • Propriedade estrangeira • Reformas de listagem	Maior visibilidade/pressão competitiva (índices, *hedge funds*, investidores estrangeiros) → **aumento**. Diminuição da cobertura de analistas → **redução**. Evidência mista em determinadas reformas de listagem.
5. Auditoria externa	• Auditor *Big* 4 • Serviços fiscais prestados pelo auditor (honorários de imposto) • Auditor que também assina a declaração fiscal • Especialização setorial	Auditor *Big* 4 ou independência forte → **redução**. Serviços fiscais e expertise setorial → **aumento** (maior *know-how*). Auditor que prepara a declaração fiscal → **redução** (risco reputacional).
6. Fiscalização estatal e relações governamentais	• Intensidade de auditoria fiscal • Cartas-comentário da SEC • *Lobbying* e doações políticas • Conexões políticas	Maior fiscalização ou cartas da SEC → **redução**. *Lobbying* e conexões políticas → **aumento**.

Grupo de governança	Determinantes investigados	Efeito sobre a agressividade tributária
7. Pressão de outros stakeholders	• Sindicatos / conselhos trabalhistas • Capital social local / religiosidade • Valor de marca voltado ao consumidor • Concentração de clientes • Exposição negativa na mídia/ONGs	Sindicatos, alto capital social, religiosidade, marcas valiosas e *name-and-shame* → **redução**. Poder de mercado de clientes ou alta concentração → **aumento**.

Fonte: Kovermann e Velte (2019). Adaptado pelo autor.

O Quadro acima ilustra o *framework* de pesquisa e os diferentes aspectos da governança corporativa, sejam internos ou externos, que podem impactar o *Tax Avoidance*. Embora os autores utilizem o termo "*Tax Avoidance*", que é amplamente utilizado na literatura, estamos considerando a mesma definição do termo agressividade tributária outrora adotado neste estudo.

2.2.3. Proxies e práticas de agressividade tributária

As medidas utilizadas para mensuração da agressividade tributária são operacionalizadas utilizando-se das informações que constam nas demonstrações financeiras das organizações, especificamente pelo resultado contábil e das despesas com imposto de renda, uma vez que as informações das declarações fiscais não estão publicamente disponíveis (Hanlon; Heitzman, 2010; Martinez, 2017).

É importante notar que contabilidade financeira busca retratar a essência econômica das transações, servindo a investidores e credores; já as regras fiscais, definidas politicamente, priorizam arrecadação e incentivos econômicos. Por isso, o lucro contábil segue o regime de competência e consolida resultados globais, enquanto o lucro tributável adota um método híbrido entre competência e caixa, limitado pela jurisdição onde o ganho ocorre. Assim, as duas métricas podem divergir sem necessidade de convergência em várias transações (Hanlon; Heitzman, 2010).

Por isso há distinção entre práticas de planejamento tributário **conforme** e **não conforme**: na primeira, as estratégias reduzem de modo equivalente o lucro contábil e o lucro tributável, e a segunda envolve práticas que preservam ou elevam o lucro contábil, enquanto diminuem exclusivamente o lucro tributável (Desai; Dharmapala, 2006; Hanlon; Heitzman, 2010).

Encontram-se na literatura duas formas frequentes de estimar a agressividade tributária por meio das informações contábeis: a taxa efetiva de imposto (ETR, do inglês *Effective Tax Rate*), sendo que valores mais baixos indicam uma maior agressividade tributária, e a diferença entre lucro contábil e lucro tributável (BTD, do inglês *Book-Tax Difference*), que quanto maior for, mais indica uma maior agressividade tributária. Como destacam Hanlon e Heitzman (2010),

as *proxies* mais utilizadas na literatura (como a ETR e a BTD) foram desenhadas para identificar agressividade tributária não conforme, ou seja, estratégias que reduzem o lucro tributável sem afetar (ou até aumentando) o lucro contábil (Desai; Dharmapala, 2006). Ambas possuem variações na forma de cálculo, sendo que no contexto brasileiro referem-se ao Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (Martinez, 2017).

A ETR é a razão entre a despesa ou o pagamento de imposto e o lucro contábil antes do IRPJ/CSLL (LAIR). Na GAAP ETR, usa-se a despesa total de imposto (corrente + diferida); a métrica incorpora créditos permanentes e ajustes discricionários, mas permanece inalterada quando o planejamento envolve apenas diferimentos temporários (Hanlon; Heitzman, 2010). Quando o numerador considera somente a despesa corrente, obtém-se a *Current* ETR, que reflete o impacto dos diferimentos de receitas ou deduções, embora ainda esteja sujeita a provisões e outros lançamentos discricionários (Hanlon; Heitzman, 2010). A *Cash* ETR substitui a despesa contábil por impostos pagos em caixa no período, captando o desembolso efetivo e, portanto, a agressividade tributária baseada em fluxo de caixa (Martinez, 2017).

Para mitigar a volatilidade anual dessas medidas, Dyreng, Hanlon e Maydew (2008) propõem a *Long-run Cash* ETR, calculada pela soma dos impostos pagos dividida pela soma do lucro contábil em janelas de cinco ou dez anos, revelando estratégias persistentes de planejamento tributário. Assim, as variações da ETR diferem principalmente pelo tratamento do numerador e pelo horizonte temporal, oferecendo graus distintos de sensibilidade a adiamentos fiscais e aos ajustes contábeis.

A BTD mede o desvio entre o lucro contábil antes do IR/CSLL e uma estimativa do lucro tributável, obtida ao "*gross-up*" da despesa corrente de imposto pela alíquota nominal, sendo que em geral, quanto maior esse desvio, maior a agressividade tributária (Hanlon; Heitzman, 2010). As diferenças *book-tax* podem ocorrer por reportes "agressivos": gestores podem inflar o lucro contábil e/ou reduzir a renda tributável, escolhendo entre alinhá-los (pagando mais imposto) ou manter o descompasso para economizar caixa. Essa economia, porém, pode revelar manipulação ao mercado e ao fisco, elevando riscos de perda de credibilidade e autuação.

Portanto, as discrepâncias entre lucro contábil e tributável refletem o balanço entre incentivos de gerenciamento de resultados, planejamento fiscal e monitoramento externo, exigindo modelos que isolem cada efeito (Hanlon; Heitzman, 2010). Nesse sentido, a literatura apresenta, em geral, três variantes: a BTD total, que soma as diferenças temporárias e permanentes; a BTD temporária, ligada a diferimentos de receitas ou despesas legítimos, mas

também é associada ao gerenciamento de resultados; e a BTD permanente, resultante de créditos fiscais ou rendas sujeitas a alíquotas menores, capaz de reduzir o GAAP ETR (Hanlon; Heitzman, 2010).

No Quadro 2 há um quadro-resumo sobre as principais medidas de agressividade tributárias utilizadas segundo os autores pesquisados, a forma de cálculo e os respectivos efeitos que podem capturar ou isolar.

Quadro 2 – *Proxies* de Agressividade Tributária

Medida (*proxy*)	Cálculo	O que captura / isola	Referência
GAAP ETR	Despesa total IR (corrente + diferida) ÷ LAIR	Diferenças **permanentes**; sensível a créditos fiscais permanentes, provisões e ajustes discricionários; **não** capta diferimentos temporários	Hanlon; Heitzman, 2010
***Current* ETR**	Despesa **corrente** de IR ÷ LAIR	Benefício de **diferimentos temporários**; ainda sujeita a provisões e ajustes discricionários	Hanlon; Heitzman, 2010
***Cash* ETR**	Impostos **pagos em caixa** ÷ LAIR	Agressividade tributária baseada em **fluxo de caixa**; elimina efeito de provisões e ajustes discricionários	Martinez, 2017; Hanlon; Heitzman, 2010
***Long-run Cash* ETR**	Σ impostos pagos / Σ LAIR (5–10 anos)	Persistência do comportamento fiscal; suaviza volatilidade anual	Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008
BTD Total	LAIR − (Despesa corrente ÷ taxa nominal)	Diferenças **permanentes + temporárias**; pode somar agressividade tributária e *gerenciamento de resultados*	Hanlon; Heitzman, 2010; Desai; Dharmapala, 2006
BTD Temporária	Imposto **diferido** ÷ taxa nominal	**Diferimentos** de receitas/despesas; pode medir gerenciamento de resultados	Hanlon; Heitzman, 2010
BTD Permanente	BTD Total − BTD Temporária	Diferenças **não reversíveis**; que podem ser resultado de agressividade tributária	Hanlon; Heitzman, 2010

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ftouhi e Ghardallou (2020) identificam quatro grandes frentes de planejamento tributário internacional empregadas por multinacionais para reduzir a carga fiscal. A primeira consiste em realocar receitas por área geográfica, valendo-se de preços de transferência e da transferência de intangíveis – patentes, marcas, algoritmos – para subsidiárias instaladas em países de baixa tributação, deslocando margens de lucro sem alterar a operação real. A segunda estratégia envolve reestruturações societárias (fusões, aquisições, cisões, desmembramentos ou inversões societárias) que mudam a residência fiscal ou criam veículos específicos para concentrar deduções e incentivos. Em terceiro lugar, recorrem-se a paraísos fiscais, com a constituição de holdings ou estruturas financeiras em jurisdições de sigilo bancário e alíquotas simbólicas, permitindo o diferimento indefinido de dividendos e a redução do imposto de fonte.

Por fim, as empresas exploram lacunas legais – instrumentos híbridos de dívida e capital, eleição *check-the-box*, diferimentos de reconhecimento de receita ou reclassificação de receita operacional em ganho de capital – para criar obstáculos normativos que tornam a renda praticamente invisível ao fisco (Ftouhi; Ghardallou, 2020).

Na literatura brasileira, duas revisões concentram as evidências de como as empresas reduzem explicitamente sua carga de IRPJ/CSLL. Martinez (2017) descreve táticas de curto prazo – registrar despesas correntes em vez de capitalizá-las, aproveitar programas de incentivo fiscal e manipular o momento de reconhecimento das deduções para antecipar benefícios ou adiar receitas – estratégias que comprimem a taxa efetiva de imposto em caixa e sinalizam elevado grau de agressividade tributária (Martinez, 2017).

Já a revisão sistemática de Santos *et al*. (2024) enumera benefícios permanentes amplamente utilizados: (i) incentivos regionais da Zona Franca de Manaus; (ii) compensação de prejuízos fiscais até 30 % do lucro ajustado; (iii) exclusão de receitas não tributáveis; (iv) pagamento de juros sobre capital próprio; (v) deduções por doações incentivadas; e (vi) depreciação acelerada de ativos.

Em conjunto, os achados mostram que a agressividade tributária no Brasil decorre tanto de estratégias contábeis de momento (diferimentos temporários) quanto da exploração de benefícios permanentes previstos em lei, reforçando a necessidade de métricas capazes de separar efeitos temporários e permanentes na ETR e na BTD. Assim, o Quadro 3 apresenta um quadro-resumo que relaciona as práticas de agressividade tributária com as proxies que são influenciadas por tais práticas e o respectivo efeito esperado.

Quadro 3 – Práticas e *proxies* de agressividade tributária (continua)

Prática de agressividade tributária	**Descrição resumida**	**Autores**	***Proxies* e vetores**
Preços de transferência e deslocamento de intangíveis (*transfer pricing, "Double Irish", royalties para holdings*)	Desloca margens e direitos sobre patentes/marcas para subsidiárias em jurisdições de baixa tributação.	Hanlon; Heitzman, 2010; Ftouhi; Ghardallou, 2020; Martinez, 2017	GAAP ETR ↓ • BTD permanente ↑ • *Cash* ETR ↓ • *Long-run Cash* ETR ↓ •
Uso de paraísos fiscais / *holdings offshore*	Cria sociedades em paraísos para diferir ou excluir lucros estrangeiros.	Ftouhi; Ghardallou, 2020 Hanlon; Heitzman, 2010; Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008	GAAP ETR ↓ • BTD permanente ↑ • *Cash* / *Long-run Cash* ETR ↓

Prática de agressividade tributária	Descrição resumida	Autores	*Proxies* e vetores
Depreciação acelerada e outros diferimentos temporários	Antecipação de despesa fiscal sem efeito no lucro contábil (*timing*).	Hanlon; Heitzman, 2010; Martinez, 2017	*Current* ETR ↓ • BTD temporária ↑ • GAAP ETR (≈)
Créditos permanentes e rendas incentivadas (P&D, Juros sobre Capital Próprio, incentivos regionais)	Reduzem imposto corrente sem gerar imposto diferido.	Martinez, 2017; Hanlon; Heitzman, 2010; Santos *et al*., 2024	GAAP ETR ↓ • BTD permanente ↑ • *Cash* ETR ↓
Reestruturações societárias (fusões, cisões, *inversions*)	Mudam residência fiscal ou concentram deduções em veículo específico.	Ftouhi; Ghardallou, 2020	GAAP ETR ↓ • BTD permanente ↑ • *Cash / Long-run Cash* ETR ↓
Abrigos fiscais estruturados	Arranjos financeiros que geram depreciação, prêmios de seguro ou provisões dedutíveis sem substância operacional.	Hanlon; Heitzman, 2010	GAAP ETR ↓ • BTD permanente ↑
Manutenção de ETRs baixas no longo prazo	Combinação de benefícios permanentes e deslocamento de lucros que sustenta *Cash* ETR ≤ 20 % por anos.	Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008	*Long-run Cash* ETR ↓

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.2.4. Proxies de agressividade tributária no contexto brasileiro e suas limitações

O contexto brasileiro se caracteriza por uma carga tributária pesada e por um sistema tributário complexo com variados tributos (Martinez, 2017; Martinez *et al*., 2020), o que exige um olhar crítico sobre as formas de mensuração da agressividade tributária propostas na literatura internacional, em virtude das peculiaridades e divergências de tratamento empregados para fins societários e fiscais na legislação doméstica (Martinez, 2017).

A estrutura dos impostos no Brasil é composta não apenas por impostos que incidem diretamente sobre a renda, mas também por aqueles que incidem em bens e serviços, que são os indiretos (Martinez, 2017). Essa configuração é particularmente relevante para estudos sobre agressividade tributária, uma vez que a literatura tende a mensurar a agressividade apenas em relação aos tributos incidentes sobre o resultado contábil, notadamente o Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (Martinez, 2017; Martinez *et al*., 2020). Essa tributação sobre o resultado é historicamente de menor relevância no sistema brasileiro, se comparada a outros tributos (Martinez, 2017), sendo a maior parte de sua carga tributária sobre o consumo (Santos *et al*., 2024).

Assim, desconsidera-se o impacto de outros tributos que, no caso brasileiro, representam parcela substancial da arrecadação, o que restringe fortemente a projeção das conclusões

(Martinez, 2017) e limita a aplicabilidade direta das conclusões obtidas em contextos internacionais à realidade nacional (Martinez *et al*., 2020).

Uma alternativa apresentada por Martinez (2017) é a utilização do Demonstrativo de Valor Adicionado (DVA), que é originalmente brasileiro e passa a ser exigido a partir do ano de 2008 com a aprovação da Lei nº 11.638/2007**.** A DVA tem por finalidade evidenciar a riqueza distribuída nas formas de: pessoal e encargos (funcionários); impostos, taxas e contribuições (governo); juros e aluguéis (credores); e juros sobre o capital próprio (JCP) e dividendos (sócios e acionistas) (Comitê de pronunciamentos contábeis - CPC 09). O cálculo da taxa efetiva sobre o lucro adicionado, ou Taxa_DVA, definida como Carga Tributária da DVA / Valor Adicionado Total a Distribuir abarcaria todos os tributos, no âmbito federal, estadual e municipal (Martinez, 2017).

Os autores Costa e Medeiros (2024) criticam o uso não ajustado de métricas internacionais de agressividade tributária, como a ETR e a BTD. O principal argumento é que a legislação brasileira, com suas peculiaridades e diferenças de tratamento para fins societários e fiscais, pode enviesar as conclusões sobre o nível de agressividade tributária real das organizações. A crítica reside no fato de que certos ajustes fiscais obrigatórios não são fruto de escolhas de planejamento tributário da administração, ou seja, não caracterizam a agressividade tributária. São, na realidade, eventos de natureza operacional ou societária com previsão legal que são capturados pelas *proxies* e que não tem como objetivo reduzir a carga tributária.

Os autores propõem expurgar os reflexos desses eventos com formar de minimizar os efeitos de mera aplicação da lei, buscando ajustar a métrica de agressividade tributária para mais próxima da carga de impostos enfrentada pelas empresas. Os eventos ajustados na pesquisa foram: (*i*) a constituição de reservas de incentivo fiscal, (*ii*) equivalência patrimonial, (*iii*) ajustes de *impairment* e (*iv*) movimentação de provisões.

No momento que antecede a constituição das reservas de incentivo fiscais concedidos pelo estado para fins de investimento, ocorre o reconhecimento contábil da receita de subvenção, a qual aumenta o Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR). Embora essa receita componha o resultado contábil, pode ser excluída da base de cálculo do lucro real, desde que destinada à constituição da reserva específica. Neste caso a ETR fica reduzida, o que pode levar à interpretação de uma maior agressividade tributária, sem de fato ser resultado de decisões gerenciais nesse sentido.

A equivalência patrimonial reflete o reconhecimento contábil, no resultado da investidora, da parcela do lucro ou prejuízo apurado por suas controladas ou coligadas, proporcional à participação societária. Quando representa lucro, por exemplo, a equivalência

patrimonial aumenta o LAIR e, por consequência, reduz a ETR pelo aumento do denominador. Esse efeito pode sugerir maior agressividade tributária, ainda que decorra da inclusão de uma renda já tributada na origem, razão pela qual o valor é excluído da base de cálculo da investidora.

Os ajustes por *impairment* decorrem do reconhecimento contábil de perdas por desvalorização de ativos, e estão associados a decisões discricionárias baseadas em testes de recuperabilidade econômica. Quando há apuração de perda, o LAIR é reduzido, aumentando a ETR. Por ser indedutível, deve ser adicionado na base do lucro real. O inverso pode ocorrer na reversão, aumentando o LAIR e reduzindo a ETR, sugerindo agressividade tributária.

Por fim, há os ajustes pelo saldo das provisões. Considerando que a regra tributária sobre a constituição de provisões, em geral, determina a indedutibilidade, devem ser adicionadas na base de cálculo do lucro real. Na contabilidade há a redução do LAIR, aumentando a ETR, sendo que quando há a reversão, o efeito contrário pode ser o inverso.

Os autores Costa e Medeiros (2024) sinalizam, adicionalmente, outros três eventos que podem enviesar a ETR, mas que não foram testados pela indisponibilidade e complexidade dos dados. São eles: (*i*) o ágio por expectativa de rentabilidade futura, ou *goodwill*, sendo observada a dedutibilidade da amortização, aumentaria o LAIR, sendo uma exclusão do lucro real; (ii) a variação cambial, que quanto ativa (positiva) aumenta o LAIR, sendo um elemento de exclusão do lucro real, e quando negativa (passiva) reduz o LAIR e é dedutível do lucro real; (iii) os juros sobre o capital próprio (JCP), quando deliberados e contabilizados diretamente no Patrimônio Líquido, não transitam pelo resultado e não tem efeito no LAIR, que fica majorado em relação ao resultado fiscal, pois são dedutíveis e devem ser lançado como exclusão da base do lucro real.

Os achados empíricos de Costa e Medeiros (2024) confirmam suas hipóteses, pois indicam que, se os ajustes não forem realizados, as companhias serão percebidas, em média, como mais agressivas tributariamente do que o são na realidade, causando uma mudança importante na classificação de empresas nos quartis extremos de agressividade após o ajuste da ETR.

Apesar das limitações do uso das *proxies* ETR e BTD no contexto brasileiro, elas são reconhecidas academicamente e consideradas eficientes para mensurar a agressividade tributária, sendo amplamente adotadas pela literatura nacional e internacional contemporânea (Costa; Medeiros, 2024; Martinez, 2017). Por essa razão, consideramos válida sua utilização, optando pela BTD na investigação proposta, sem ignorar suas limitações e contemplando os ajustes sugeridos na literatura. A escolha da BTD como *proxy* de agressividade tributária foi

feita para facilitar a interpretação do leitor deste estudo. A estimativa de lucro tributável já considera em seu cálculo a alíquota nominal vigente e aplicável ao setor de atuação da empresa.

Ao subtrair o lucro tributável do lucro contábil, a interpretação se torna imediata: valores próximos de zero indicam maior alinhamento entre lucro contábil e tributável, enquanto desvios mais elevados sugerem maior agressividade tributária. A *proxy* baseada em ETR reflete a razão entre despesa de imposto e o LAIR, que resulta em uma taxa que pode representar uma maior ou menor agressividade tributária se comparada com a alíquota nominal vigente para o setor de atuação, exigindo o conhecimento prévio da taxa prevista em lei. Assim, visando privilegiar uma interpretação mais simples e imediata, adotou-se a BTD como *proxy* de agressividade tributária, utilizando a ETR para análises adicionais.

Um outro elemento relevante do contexto brasileiro é a adoção do IFRS a partir de 2010, que representou uma mudança estrutural no ambiente contábil nacional. A convergência da contabilidade brasileira ao padrão International Financial Reporting Standards, impulsionada pela promulgação da Lei nº 11.638/2007, implicou o afastamento de um modelo fortemente orientado pela legislação fiscal e pela forma jurídica, em direção a um sistema baseado em princípios e na primazia da essência econômica. Esse processo foi operacionalizado em duas etapas, compreendendo um período de adoção parcial entre 2008 e 2009 e a adoção plena a partir de 2010 (Salotti *et al*., 2015).

Como consequência, observaram-se impactos relevantes sobre as demonstrações financeiras, com elevação dos níveis médios de indicadores como alavancagem e tamanho, mensurado pelo Ativo Total, e redução das métricas de rentabilidade, como ROA e ROE (Ferreira *et al*., 2016). Concomitantemente, a adoção completa do IFRS esteve associada a melhorias na qualidade da informação contábil, evidenciadas pelo aumento do conservadorismo condicional, da tempestividade e da relevância informacional, bem como pela redução do gerenciamento de resultados (Silva; Nardi, 2017).

Diante das alterações nos critérios de reconhecimento e mensuração introduzidas pelo novo padrão, que geraram descontinuidades nas séries temporais de dados contábeis e acentuaram o distanciamento entre o lucro contábil e as bases fiscais tradicionais, consideramos o controle desses efeitos nos testes realizados nesta investigação, conforme sugerido pela literatura empírica sobre o tema (Silva; Nardi, 2017).

2.3 Distribuição de valor, orientação aos *stakeholders* e agressividade tributária

A criação e distribuição de valor para os *stakeholders* e agressividade tributária, apesar de pouco explorada, é abordada na literatura sob a ótica dos *shareholders* e dos funcionários. Desai e Dharmapala (2009) pesquisam a influência da agressividade tributária no valor da firma no contexto americano, utilizando-se de uma mudança regulatória para realizar um quase-experimento. Tal mudança facilitou a adoção de entidades híbridas entre jurisdições fiscais distintas, possibilitando a redução do imposto de renda corporativo. Em empresas com maior presença de investidores institucionais, ou seja, com uma governança mais forte, observou-se que um aumento do BTD se associa a um acréscimo estatisticamente significativo do valor da firma, medido pelo índice *q* de Tobin; em firmas de governança frágil, o efeito é nulo ou negativo.

Goh *et al*. (2016) argumentam que o efeito positivo no fluxo de caixa proporcionado pela agressividade tributária supera a exposição ao risco de tais práticas. Os autores demostram, ao analisar empresas listadas nos Estados Unidos, uma associação negativa entre as práticas para redução dos impostos, mensuradas pela BTD, BTD permanente e *Cash* ETR de longo prazo, e o custo de capital próprio, sendo o efeito mais pronunciado em firmas com bom monitoramento externo, reforçando a ideia de que o valor gerado pela agressividade tributária aumenta a atratividade financeira das ações, ao menos até certo ponto. Vale salientar que, por outro lado, os autores encontraram uma associação positiva entre o custo de capital próprio e práticas extremas, como os abrigos fiscais (*tax shelters),* mensuradas pela *proxy* UTB *(Unrecognized Tax Benefit)*, o que indica que há um limite para benefício da redução dos impostos no fluxo de caixa e, consequentemente, na atratividade da firma por conta dos riscos de taxas adicionais, multas, juros e penalidades.

Ademais, os benefícios de fluxo de caixa decorrentes das práticas de redução de tributos não se restringem a eventos pontuais, podendo ser sustentados de forma persistente ao longo do tempo. Ao proporem a métrica de *cash effective tax* rate de longo prazo, mensurada em um horizonte de até dez anos, Dyreng, Hanlon e Maydew (2008) demonstram que uma parcela expressiva de empresas consegue manter, de forma contínua, taxas efetivas de caixa substancialmente inferiores à alíquota nominal. Esse achado reforça que o planejamento tributário não se limita a oportunidades isoladas, evidenciando a capacidade das firmas de adotar estratégias bem-sucedidas para reter recursos na organização de maneira prolongada.

Para além da dimensão temporal, essa retenção prolongada de recursos pode compensar eventuais incertezas operacionais, sem implicar, necessariamente, maior volatilidade dos

retornos futuros das ações. Guenther, Matsunaga e Williams (2017) testam empiricamente essa relação e rejeitam a premissa de que a agressividade tributária eleva de forma invariável a incerteza e o risco geral da firma. Segundo os autores, a redução estrutural da carga tributária é, muitas vezes, viabilizada por investimentos benignos e favorecidos pela legislação, o que reforça o achado de que taxas efetivas de imposto muito baixas tendem a ser mais persistentes do que taxas elevadas, sem gerar maior imprevisibilidade ou volatilidade do caixa futuro. Assim, ao se conjugar a capacidade de economizar recursos de forma persistente no longo prazo (Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008) com a constatação de que essas práticas não elevam o risco sistêmico precificado pelos investidores (Guenther; Matsunaga; Williams, 2017), os benefícios econômicos evidenciados por esses estudos sugerem que a agressividade tributária pode privilegiar os *shareholders*.

O artigo de Chen *et al*. (2023) fundamenta-se na teoria dos *stakeholders* de Freeman (1984) e no arcabouço de saliência proposto por Mitchell, Agle e Wood (1997) para investigar como a orientação aos *stakeholders* afeta a agressividade tributária. Utilizando a adoção escalonada dos *constituency statutes* em estados norte-americanos entre 1983 e 2006, os autores constroem um quase-experimento e aplicam o método de *difference-in-differences*. Os pesquisadores encontram que as firmas que passam a ter a proteção legal contra processos judiciais de acionistas, garantida pela mudança na lei corporativa estadual, reduzem sua ETR e aumentam o BTDFACTOR — índice sintético de agressividade tributária extraído de três *proxies* — evidenciando maior agressividade tributária.

Concomitantemente, tais empresas ampliam a distribuição de valor aos funcionários, medida por indicadores tangíveis (crescimento de *LaborCosts* e *RetirementBenefits*) e intangíveis (elevação do escore *KLD_Employee*). Os autores interpretam que, diante de recursos limitados, os gestores realocam valor do governo (*stakeholder* de menor saliência) para os empregados (*stakeholders* mais salientes). Ademais, demonstram que o efeito sobre a agressividade tributária é mais intenso nas firmas com maior restrição financeira. O estudo não estima, contudo, a correlação entre a agressividade tributária e a distribuição de valor ou a orientação aos *stakeholders* definida pela alocação de valor aos grupos de interesse.

2.4 Síntese teórica e fundamentação da hipótese de pesquisa

A teoria dos *stakeholders* propõe o debate sobre a função-objetivo da firma, contrapondo a lógica clássica de maximização de valor aos *shareholders*, integrando uma

conduta moral ao defender que as questões éticas precisam estar agarradas às funções de negócio, e que o desempenho organizacional deve ser avaliado a partir da capacidade da empresa gerar valor para todos os seus *stakeholders* (Freeman, 1984; Donaldson; Preston, 1995; Parmar *et al*., 2010). Nesse debate se coloca em questão se a firma deve ser orientada ao *shareholders* e distribuir valor prioritariamente para esse grupo (Friedman, 1970; Jensen, 2002), ou se a gestão deve ser orientada aos *stakeholders*, distribuindo valor para os diferentes grupos por uma obrigação ética e moral, ou mesmo por uma questão de competitividade obtida pela cooperação desses grupos (Harrison; Bosse; Phillips, 2010; Harrison; Wicks, 2013).

A distribuição de valor estaria sujeita a percepção dos gestores sobre atributos de poder, urgência legitimidade, ou seja, pela saliência dos *stakeholders* (Mitchell; Agle; Wood, 1997), ou pela dominância, ou seja, pela capacidade de cada grupo obter a atenção e extrair valor da firma de forma preferencial (Boaventura *et al*., 2013). A criação e distribuição de valor será determinada por esses fatores em conjunto de outros, como a importância estratégica, influência e a própria função-objetivo de cada organização, o que distingue a forma com que cada firma prioriza seus *stakeholders* (Mascena *et al*., 2015; Harrison; Bosse; Phillips, 2010). Nesse sentido, o atendimento aos *stakeholders*, definido pelo valor efetivamente recebido por cada grupo, indica maior ou menor orientação da firma para com eles.

Ao privilegiar e maximizar valor exclusivamente para um *stakeholder*, a gestão tende a provocar um desequilíbrio que prejudica a geração de valor total da organização. Em linha com a perspectiva de Freeman, Phillips e Sisodia (2020), em que o valor total criado é uma função conjunta do valor gerado para todos os seus grupos de interesse, Ackoff (1971) afirma que a organização deve ser compreendida como um sistema interdependente, cujas propriedades e resultados decorrem da interação entre suas partes, e não da maximização isolada de um de seus componentes. Mesmo que uma parte atinja o melhor desempenho possível em relação aos seus próprios objetivos, o sistema como um todo frequentemente falhará em atingir o seu potencial máximo. Em convergência a esse raciocínio, Harrison e Bosse (2013) alertam que a superalocação de valor e recursos para um único grupo acaba por não deixar recursos suficientes para os demais *stakeholders* e para os investimentos necessários à criação de valor futuro. Essa orientação restrita à um único *stakeholder* pode comprometer a percepção de justiça distributiva, fazendo com que os outros *stakeholders* primários reduzam sua cooperação ou até mesmo reajam com retaliações (Harrison; Bosse; Phillips, 2010), o que compromete a competitividade e a capacidade da firma de sustentar a geração de valor no longo prazo.

Sob a perspectiva de alocação de valor eficiente de Harrison e Bosse (2013), os grupos de maior importância estratégica e poder podem receber valor de maneira a estimular a

reciprocidade positiva e geração de valor futura, sendo uma escolha deliberada e oriunda das decisões gerenciais. O momento de Oferta Pública Inicial (IPO) é um evento de intenso escrutínio em que a empresa busca atrair capital, permitindo acessar uma ampla base de investidores para ampliar a sua capacidade produtiva e competitividade (Billett; Ma; Yu, 2024; Massel; Park; Reichelt, 2024).

Portanto, considerando que a agressividade tributária tem como finalidade reduzir a carga de tributos ao menor nível possível dentro dos limites legais (Hanlon; Heitzman, 2010; Martinez, 2017) e pode beneficiar o caixa e métricas de rentabilidade da firma, potencialmente favorecendo os *shareholders*, grupo de elevado poder e importância estratégica para o financiamento, o crescimento e a competitividade da firma, postula-se que, quanto maior a agressividade tributária, maior será a orientação da firma aos *shareholders*. A partir disso, formula-se a seguinte estrutura de teste de hipótese:

Hipótese nula (H_0): Não há associação positiva entre a agressividade tributária e a orientação aos *shareholders*.

Hipótese alternativa (H_1): Há associação positiva entre a agressividade tributária e a orientação aos *shareholders*.

3. MÉTODOS E PROCEDIMENTOS

3.1 Caracterização da pesquisa

Esta pesquisa caracteriza-se por uma abordagem metodológica mista ao combinar a análise de conteúdo dos prospectos de abertura de capital, uma abordagem qualitativa, com a análise quantitativa da relação entre agressividade tributária e orientação aos *shareholders.* Tal relação é investigada utilizando-se variáveis numéricas contínuas e padronizadas em uma amostra de 110 empresas, aplicando testes estatísticos baseados em hipóteses teoricamente fundamentadas, o que permite identificar padrões e realizar inferências estatísticas sobre o fenômeno investigado (Nielsen; Olivo; Morilhas, 2017; Hernández Sampieri; Fernández Collado; Baptista Lucio, 2013).

A pesquisa possui natureza teórica e explicativa, ao investigar empiricamente um fenômeno conhecido, testando a relação entre a agressividade tributária a orientação aos *shareholders* como forma de contribuir para o avanço na compreensão teórica sobre o tema, descrevendo as características das variáveis do estudo e a relação entre elas (Nielsen; Olivo; Morilhas, 2017).

A pesquisa é classificada como *ex post facto* por investigar relações entre fenômenos ocorridos antes da realização do estudo (Nielsen; Olivo; Morilhas, 2017). Adicionalmente, apresenta caráter *quase-experimental*, uma vez que o pesquisador não detém controle sobre as variáveis, nem consegue isolar a influência de fatores externos não observados (Martins; Theóphilo, 2007). A agressividade tributária é operacionalizada por meio de *proxy* baseada em dados financeiros que representam os efeitos de decisões econômicas e fiscais passadas.

De modo análogo, a orientação da firma aos *shareholders* é inferida a partir das diretrizes estratégicas declaradas nos prospectos de abertura de capital, documentos que formalizam posicionamentos e intenções organizacionais previamente definidos. Assim, a análise da relação entre agressividade tributária e orientação aos *shareholders* fundamenta-se em evidências empíricas pretéritas, derivadas de decisões gerenciais e declarações estratégicas já consolidadas, não sendo possível qualquer intervenção ou alteração nos eventos observados.

3.2 Fonte de dados

Foi realizada a coleta de dados que permita quantificar o valor distribuído de valor pelas empresas e sua respectiva orientação aos grupos de *stakeholders* primários. Para esse fim, foram utilizados os prospectos relacionados com os processos de abertura de capital no Brasil, sendo

uma fonte reconhecida como relevante para obtenção de informação acerca da estratégia empresarial (Boaventura *et al*., 2020), justificando sua análise no presente estudo.

As empresas possuem diversas razões para se tornarem públicas, entre elas, atrair capital para financiar novos investimentos, uma maior flexibilidade para financiamentos de aquisições futuras, melhores níveis de liquidez e possibilidades de diversificação para *shareholders* (Brown; Byard; Suh, 2024). Para atingir esses objetivos, a organização precisa divulgar informações sobre suas operações e objetivos, sendo um dos momentos de maior escrutínio da vida da empresa (Billett; Ma; Yu; 2024). Nesse sentido, os dados contemplados nos prospectos de oferta pública inicial são valiosos para a compreensão do funcionamento das organizações (Bhabra; Pettway, 2003), sendo que no contexto brasileiro seguem um formato padronizado, o que favoreceu comparações entre diferentes empresas. Portanto, as variáveis ligadas à distribuição de valor aos *stakeholders* foram obtidas por meio dos prospectos das companhias que protocolaram pedidos de abertura de capital na Bolsa de Valores do Brasil (B3).

Para mensurar o nível de agressividade fiscal das organizações, foram utilizados os dados contábeis das empresas integrantes da amostra, obtidos em suas demonstrações financeiras e coletadas no portal Economatica® (2024).

3.3 População e amostra

A população deste estudo compreende as empresas e os respectivos prospectos de oferta pública inicial no período de 2003 a 2021, totalizando 227 pedidos de abertura de capital na B3. Para essas empresas, foram coletados os dados para mensuração do valor distribuído aos *stakeholders*, para o cálculo das *proxies* de agressividade tributária e das variáveis de controle da pesquisa, conforme o modelo econométrico a ser detalhado nas próximas seções deste capítulo.

A amostra base foi definida a partir da disponibilidade dos demonstrativos financeiros no portal Economatica® (2024). Não foram localizadas informações completas para apenas uma empresa da população. Adicionalmente, para o período correspondente ao exercício social anterior ao pedido de abertura de capital, não estavam disponíveis dados para 41 empresas, resultando em 185 observações válidas para esse recorte temporal.

Em consonância com a literatura nacional e internacional que utiliza *proxies* de agressividade tributária em seus estudos (Costa; Medeiros, 2024; Dyreng, Hanlon e Maydew, 2008; Goh *et al*., 2016), foram retiradas 38 observações com prejuízo antes do imposto de renda, resultando em 147 observações. A exclusão justifica-se por dificultarem a interpretação

por perdem a capacidade de capturar o comportamento de agressividade tributária ao incidirem sobre uma base de cálculo negativa (Santos *et al*., 2024; Wang *et al*., 2019), ao mesmo tempo que o incentivo para tais práticas ficaria atenuado em empresas deficitárias (Manzon; Plesko; 2002).

Por fim, foram excluídas as empresas que apresentaram resultado de equivalência patrimonial, dado que esse lançamento contábil representa um dos principais fatores de distorção na mensuração da agressividade tributária no contexto brasileiro, sendo o ajuste de maior impacto sugerido por Costa e Medeiros (2024). A aplicação desse critério resultou em uma amostra composta por 110 empresas.

3.4 Técnica de coleta dos dados

Os dados necessários para mensuração da distribuição de valor aos *shareholders* e orientação aos *stakeholders* oriundos dos prospectos das empresas que abriram capital entre os anos de 2003 e 2021, foram obtidos das bases de dados do artigo de Boaventura *et al* (2020) e da dissertação de mestrado de Brucoli Filho (2022). Nessas pesquisas foi aplicado o protocolo de análise de conteúdo que foi desenvolvido para a quantificação da variável dependente deste estudo, utilizando-se como ferramenta o *software* NVIVO (Boaventura *et al*., 2017; Boaventura *et al*., 2020; Sarturi *et al*., 2018; Bandiera *et al*., 2013; Brucoli Filho, 2022).

Os dados necessários para a mensuração da agressividade tributária foram obtidos pelas demonstrações financeiras das empresas da amostra, realizando-se a coleta no banco de dados do portal Economatica® (2024), utilizando as funcionalidades de busca, filtro e extração para composição de uma base de dados financeiros que permitiram calcular as *proxies* de agressividade tributária e as variáveis de controle pertinentes para exercício social anterior ao pedido de abertura de capital para cada empresa da amostra.

3.5 Definição de variáveis e modelo econométrico

Para testar a hipóteses H1, foram especificados modelos econométricos que relacionem as variáveis dependentes, distribuição de valor aos *shareholders* e orientação aos *stakeholders*, à variável independente, agressividade tributária, incluindo variáveis de controle para de mitigar o viés de variável omitida e aumentar a robustez da inferência. Os modelos foram estimados pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

3.5.1 Variável dependente

A distribuição de valor e orientação aos *stakeholders* que fazem parte das hipóteses (H1 e H2) deste estudo, foram mensuradas pela análise de conteúdo dos prospectos de IPO das organizações da amostra, sendo que o processo de abertura de capital deixa a firma mais evidente, proporcionado relacionamentos mais fortes por meio dos compromissos assumidos (Boaventura *et al.,* 2020), sendo que os valores distribuídos são compostos não só por aspectos tangíveis, mas também por intangíveis, como os produzidos pelas interações e relacionamentos (Harrison; Bosse; Philips, 2010; Harrison; Wicks, 2013), ambos presentes no conteúdo dos prospectos de IPO.

Para a identificação de aspectos de valor e sua respectiva quantificação foram utilizados os dados do artigo de Boaventura *et al*. (2020) e por Brucoli Filho (2022), que utilizaram um protocolo de análise de conteúdo, método conta com quatro etapas que detalharemos a seguir.

O primeiro passo foi mapear as seções dos prospectos de oferta pública inicial que são pertinentes para a medição da variável, e excluir as que podem criar um viés. O Sumário da firma e sua estratégia (parte inicial do prospecto), Informações Financeiras e Operacionais e a Análise Setorial e Atividade são seções que incluem informações sobre a estratégia da firma para com os *stakeholders*. Seções com foco em informações legais para os *shareholders* e seus direitos, e sobre detalhes da oferta não foram consideradas, tais como Sumário de Oferta e Descrição do Capital Inicial.

Entre os anos de 2018 e 2021 houve uma alteração no modelo dos prospectos após a instrução CVM 480, que determina as informações requeridas nos documentos. Como a parte do Sumário em que constam as informações sobre a firma e sua estratégia permaneceu no novo modelo, somente esta seção foi utilizada para análise de conteúdo nos referidos anos, sem prejuízo para o método, uma vez que as frequências são ponderadas pelo número de páginas analisadas, mitigando potenciais distorções causadas pelos diferentes tamanhos de documentos.

O segundo passo foi definir as palavras que pudessem identificar um determinado *stakeholder*, sendo que foram considerados o conjunto de primários: acionistas (*shareholders)*, empregados, clientes, fornecedores e comunidade.

O terceiro passo foi definir, para cada um desses grupos, quais são as palavras que identificam valor. Para identificação desse conjunto de palavras foram considerados os aspectos tangíveis e intangíveis que compõe a função-utilidade dos *stakeholders* primários (Harrison; Bosse; Philips, 2010; Harrison; Wicks, 2013). O resultado do segundo e terceiro passo pode ser observado no Quadro 4.

Quadro 4 – Associação de palavras para mensuração de valor

Grupo de *stakeholders*	**Palavras associadas ao *stakeholder***	**Palavras para mensuração de valor**
Investidor	Acionista, investidor, sócio	renda, arrecadação, ganho, lucro, juro, rendimento, receita, provento, fatura, preço, montante, quantia, valia, valor, compensação, exigência, gratificação, pagamento, prêmio, premiação, recompensa, remuneração, retribuição, informação, ciência, conhecimento, dado, informe, notícia, anúncio, aviso, comunicação, memorando, mensagem, nota, parecer, relatório, esclarecimento, explicação, clareza, verdade, veracidade, gentileza, cumprimento
Cliente	Cliente, consumidor, comprador	produto, qualidade, aplicabilidade, finalidade, funcionalidade, serventia, uso, utilidade, preço, custo, valia, valor, compensação, exigência, gratificação, pagamento, prêmio, recompensa, remuneração, retribuição, acessibilidade, tempo, duração, período, prazo, repetição, interação, reitera, recorrência, reincidência, aceita, atendimento, cumprimento, atenção, consideração, cortesia, deferência, estima, gentileza, cumprimento
Comunidade	Comunidade	planejamento, plano, projeto, bem-estar, comodidade, conforto, contentamento, dispor, felicidade, satisfação, segurança, tranquilidade, capital, dinheiro, recursos, descanso, proteção, interesse, lucro, proveito, utilidade, valor, vantagem, conforto, facilidade, compostura, decência, decoro, dignidade, distinção, respeito, infraestrutura, serviço, comunitário, comum, social, emprego, trabalho, criado, criação e ambiente
Fornecedor	Fornecedor	tamanho, dimensão, grandeza, magnitude, porte, volume, consolidado, duradouro, durável, perdurável, perene, permanente, repetição, iteração, reiteração, recorrência, reincidência, acelera, agilidade, brevidade, celeridade, fugacidade, pressa, presteza, prontidão, rapidez, urgência, encomenda, aquisição, compra, pedido, processo
Empregado	Funcionário, colaborador, empregado	férias, honorário, ordenado, pagamento, provento, recebimento, remuneração, rendimento, salário, comissão, gratificação, porcentagem, porcentagem, prêmio, cota, parcela, prestação, quota, compensação, recompensa, retorno, retribuição, satisfação, benefício, acréscimo, bonificação, comissão, dividendo, gratificação, lucro, prêmio, remuneração, vantagem, renda, arrecadação, pensão, mesada, ganho, lucro, juro, renda, receita, provento, crédito, faturamento, seguro, auxílio, férias, folga, subsídio, contribui, custeio, financia, incentivo, honorário, ordenado, provento, rendimento, salário, segurança, limpeza, conforto, instalação, bem-estar, arruma, asseio, cuidado, esmero, higiene, primor, salubridade, saneamento, sanidade, segurança, continuidade, durabilidade, duração, importância, permanência, adesão, associação, engajamento, filiação, incorporação, participação, união, vincular, fidedigno, fidelidade, franqueza, probidade, sinceridade, lealdade, reconhecimento, aviso, comunicação, declaração, divulgação, informação, instrução, menção, nota, notificação, proposta, recomendação, carreira, capacitação, treino, educação, aprendiz, estágio, ensino, instrução, promoção, acesso, ascensão, elevar, melhoria, progresso, estímulo, fomento, impulso, incentivo, incremento, vantagem, desenvolvimento, efetivar, eficácia, consciência, educação, instrução, capacidade, competência, *know-how*

Fonte: Boaventura *et al*. (2020, p. 9).

O quarto e último passo foi a utilização do *software* NVIVO para quantificar o valor distribuído para cada *stakeholder* primário, contabilizando para a pontuação quando fosse identificada de uma palavra que esteja associada a um dos grupos e a uma outra correspondente ao valor no mesmo parágrafo. A frequência dessas ocorrências foi ponderada pelo número de

páginas das seções analisadas, normalizando o escore gerado entre diferentes tamanhos de prospectos e formas de escrita. Por fim, para facilitar a interpretação dos dados, o escore foi padronizado de 0 a 1, considerando o menor e o maior valor encontrado para cada *stakeholder* entre os prospectos analisados.

Boaventura *et al*. (2020) validaram o instrumento de análise de conteúdo considerando tanto a validade interna, que diz respeito à consistência e precisão da mensuração, quanto a validade externa, relacionada à capacidade do instrumento refletir adequadamente os construtos teóricos no contexto empírico. A validade semântica (interna) foi testada por leitura manual de uma amostra dos prospectos, verificando que as ocorrências se relacionavam com valor positivo para os *stakeholders*.

A validade pragmática (externa) foi demonstrada pelas correlações (0,75 a 0,86) entre os escores gerados pelo *software* NVIVO e avaliações realizadas por pesquisadores. Já a validade de construto foi assegurada pela vinculação teórica entre os dicionários utilizados e os conceitos de valor, além da seleção adequada das seções dos prospectos.

Para a hipótese H1 deste estudo, utilizamos o valor do escore ponderado mensurado para os *shareholders*, sendo interpretado da seguinte forma: quanto maior o escore, maior a orientação aos *shareholders*.

3.5.2 Variável independente

A variável independente, a agressividade tributária, foi mensurada por *proxy* amplamente utilizada na literatura, a BTD normalizada pelo ativo total (Desai; Dharmapala, 2006; Hanlon; Heitzman, 2010; Martinez, 2017).

A BTD foi calculada utilizando-se os valores que constam na conta de lucro antes do imposto de renda (LAIR), e pela estimação do valor do lucro fiscal realizando o "*gross up*" com base na taxa nominal de imposto de renda pessoa jurídica e contribuição social sobre o lucro líquido (IRPJ/CSLL) no Brasil: 34%

Para as instituições financeiras, foi adotada a alíquota nominal combinada de 46% para IRPJ e CSLL, em razão do regime tributário diferenciado do setor bancário e da majoração da CSLL para 21%, conforme a Lei nº 13.169/2015 (Brasil, 2015). A utilização de uma alíquota nominal fixa e preserva a comparabilidade entre empresas e períodos de abertura de capital.

Conforme sugerido por Martinez (2017), a BTD foi normalizada utilizando o valor total dos ativos no período para lidar com a dispersão de porte entre companhias abertas. A equação fica da seguinte forma:

BTD = (LAIR (-) Lucro fiscal) / Ativo total

Para a BTD, a interpretação foi: quanto maior for o valor mensurado, maior foi a agressividade tributária, uma vez uma maior diferença entre LAIR e lucro fiscal é um indicativo de práticas para redução da base de cálculo dos impostos a serem recolhidos.

Conforme explicado na seção 2.2.4, as características do sistema tributário brasileiro podem enviesar a mensuração da agressividade tributária. Assim, foi adotado o ajuste pela equivalência patrimonial por ser o principal ajuste proposto por Costa e Medeiros (2024), e por ser de simples operacionalização, tornando-o viável para este estudo. O ajuste consiste em retirar o efeito da equivalência patrimonial no LAIR, deduzindo o valor registrado como tal sempre que houver. Dessa forma, o valor da BTD ajustada é representada pela equação:

BTD ajustada = ((LAIR – Equivalência Patrimonial) (-) Lucro fiscal)/Ativo total

Foram considerados os valores registrados no exercício social anterior ao pedido de abertura de capital, partindo da premissa que as decisões de planejamento tributário agressivo antecedem a possível geração e distribuição de valor aos *shareholders*, ou seja, a orientação para com esse grupo.

3.5.3 Variáveis de Controle

Como conjunto de variáveis de controle, foram utilizadas as que estão presentes no modelo de Boaventura et al. (2020), sendo o setor de atuação da empresa e o seu porte, mensurado pelo total de ativos. Para os setores de atuação, as empresas foram agrupadas em cinco grandes setores, sendo os seguintes: bancos, comércio, serviços, indústria e utilidades. Os setores serão presentados como variáveis *dummy* categóricas nas regressões, tomando o setor bancário como categoria de referência.

Para representar o tamanho da empresa, recorremos ao logaritmo natural do valor dos ativos totais registrados no exercício social anterior ao pedido de abertura de capital, em alinhamento com a lógica aplicada à variável independente. Por fim, para fins de teste de robustez, utilizamos variável *dummy* para identificar o período anterior e posterior à adoção do IFRS, como forma de controlar as mudanças estruturais provocadas pela mudança nas normas que regem os padrões contábeis.

3.5.4 Estatísticas descritivas e modelo econométrico

Para atingir o objetivo geral e os específicos deste estudo, e testar a hipótese proposta (H1), foi realizada a caracterização da amostra por meio de estatísticas descritivas para identificar possíveis assimetrias, valores extremos e padrões de dispersão que possam influenciar a interpretação dos coeficientes econométricos, e foram aplicados modelos de regressão linear de mínimos quadrados ordinários para verificar a relação entre as variáveis dependentes e independentes.

Enquanto estatísticas descritivas e correlações, foram realizadas as análises:

a) Frequência absoluta e relativa dos pedidos de abertura de capital por setor e por ano.

b) Distribuição percentual do valor distribuído por setor entre *stakeholders*.

c) Agressividade tributária média por setor.

d) Medidas de tendência central e dispersão para a variável dependente de orientação aos *shareholders*, tais como média, mediana, desvio-padrão, mínimo e máximo.

e) Medidas de tendência central e dispersão para a variável independente de agressividade tributária e de controle para o tamanho da firma, tais como média, mediana, desvio-padrão, mínimo e máximo.

f) Matriz de correlação entre as variáveis dependente, independente e de controle.

g) Estimativas por regressão linear múltipla para avaliar a relação entre agressividade tributária e orientação aos *shareholders*, controlando por variáveis tamanho da empresa, setor e ano de adoção do IFRS.

h) Testes diagnósticos que verifiquem o atendimento aos pressupostos de homoscedasticidade dos resíduos e ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

i) Testes de robustez utilizando *proxies* de agressividade tributária ajustadas conforme indicado na literatura para o contexto brasileiro e considerando a adoção do IFRS a partir de 2010.

Para testar a relação das hipóteses (H1) deste estudo, foram realizadas regressões múltiplas conforme os modelos representados pelas equações abaixo:

Modelo principal:

Modelo (1): $Osh_t = \beta_0 + \beta_1 AgTax_{t-1} + Tam_{t-1} + Setor + \varepsilon$

Modelos de robustez:
Modelo (2): $Osh_t = \beta_0 + \beta_1 AgTaxAj_{t-1} + Tam_{t-1} + Setor + \varepsilon$
Modelo (3): $Osh_t = \beta_0 + \beta_1 AgTax_{t-1} + Tam_{t-1} + Setor + Ifrs_{t-1} + \varepsilon$

As variáveis $AgTax_{t-1}$ $AgTaxAj_{t-1}$ são operacionalizadas pelas *proxies*:

BTD: *book-tax difference* normalizada pelo valor total do ativo
BTD_Aj: *book-tax difference* ajustada pela equivalência patrimonial e normalizada pelo valor total do ativo

Abaixo a descrição das demais variáveis:

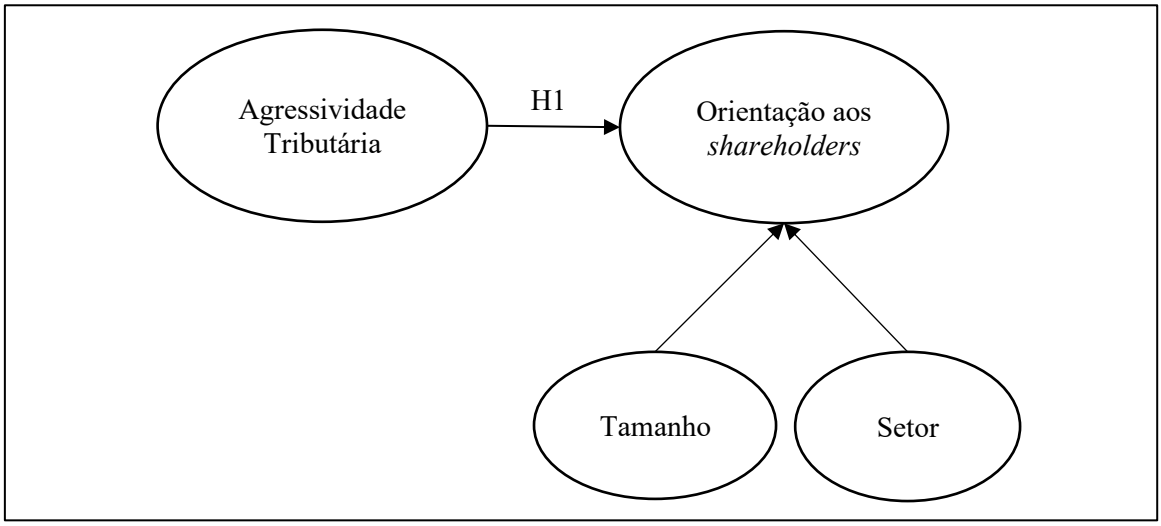
Osh: orientação aos *shareholders*, mensurada pelo valor distribuído para esse grupo
β_0: coeficiente linear do modelo
β_1: coeficiente associado a *proxy* de agressividade tributária
Tam: logaritmo natural do ativo total
$Setor$: variável *dummy* para efeitos fixo setoriais
$Ifrs$: variável *dummy* para identificar o período de adoção do IFRS
t: ano da oferta pública inicial
$t-1$: exercício social anterior à oferta pública inicial
ε: erro

O modelo (1) também foi estimado com duas subamostras definidas pelo período anterior e a partir de 2010, marco da adoção obrigatória do IFRS no Brasil, mantendo-se inalterada a especificação e a título de teste de robustez, avaliando a sensibilidade dos resultados principais. Todos os modelos foram aplicados considerando os valores para a agressividade tributária e tamanho da empresa para o exercício social anterior pedido de abertura de capital, o que provê poder de análise para capturar os possíveis efeitos na distribuição de valor por práticas de agressividade tributária que tenham iniciado antes materialização da oferta pública inicial.

3.6 Modelo teórico-empírico e hipótese

A Figura 6 apresenta o modelo teórico-empírico que orienta os testes estatísticos deste estudo, sintetizando a relação proposta entre a variável independente agressividade tributária e a variável dependente orientação aos *shareholders*. A hipótese central (H1) estabelece que níveis mais elevados de agressividade tributária estão associados a maior orientação aos *shareholders*, conforme formulado no capítulo teórico.

Figura 6 – Modelo teórico e empírico



Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim, o modelo teórico-empírico sintetiza graficamente a estrutura estimada nas regressões múltiplas, na qual se avalia a relação entre agressividade tributária e orientação aos *shareholders*, controlando-se por diferenças estruturais relacionadas ao porte e ao setor das empresas da amostra do estudo.

4. RESULTADOS

Este capítulo é dedicado para a análise dos resultados obtidos a partir do estudo da amostra total constituída por 110 empresas. Na primeira seção são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis do estudo e as respectivas correlações. A segunda seção apresenta os resultados dos modelos de regressão linear desenhados para análise da relação entre agressividade tributária, e orientação aos *shareholders*. Por fim, na terceira seção há a verificação da hipótese estabelecida frente aos achados deste estudo.

4.1 Estatísticas descritivas

As empresas da amostra foram agrupadas em 5 setores de atuação, apresentando as frequências demonstradas na Tabela 1.

Tabela 1 – Frequência das empresas por setor de atuação

Setor	Frequência	Frequência relativa
Bancos	7	6%
Comércio	27	25%
Indústria	28	25%
Serviços	43	39%
Utilidades	5	5%
Total Geral	110	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A maior parte da amostra é composta por empresas de serviços (43; 39%), sendo seguida pela indústria (28; 25%), comércio (27; 25%), bancos (7, 6%) e utilidades (5; 5%). A Tabela 2, em seguida, apresenta a frequência das empresas pelos anos em que foram realizados os pedidos de abertura de capital.

Tabela 2 – Frequência das empresas por ano de pedido de abertura de capital

Ano do pedido	Frequência	Frequência relativa
2003	1	1%
2004	4	4%
2005	4	4%
2006	15	14%
2007	30	27%
2008	2	2%
2009	2	2%
2010	3	3%
2011	8	7%
2012	2	2%
2013	5	5%
2015	1	1%
2016	1	1%
2017	5	5%
2018	2	2%
2019	3	3%
2020	12	11%
2021	10	9%
Total Geral	110	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os pedidos de abertura de capital estão concentrados nos anos de 2006, 2007, 2020 e 2021, somando 67 pedidos que representam 61% do total do período analisado. Há 58 pedidos até o ano de 2009 e 52 a partir de 2010, quando as empresas adotam o IFRS oficialmente, representando 53% e 47% respectivamente.

A análise do percentual de distribuição de valor por setor entre os *stakeholders*, apresentada na Tabela 3, indica uma maior alocação para clientes, empregados e *shareholders* respectivamente. Os fornecedores e a comunidade recebem parcelas menores em todos os setores, indicando baixa relevância relativa na alocação de valor, o que é consistente com a teoria de saliência dos *stakeholders* (Mitchell; Agle; Wood, 1997), segundo a qual os grupos percebidos com maior poder, legitimidade e urgência, como os clientes, empregados e *shareholders*, tendem a ser priorizados pela da firma.

Os bancos apresentam uma participação maior dos clientes (62%), seguido pelo comércio (59%) e serviços (59%). Os empregados recebem maior parcela no setor de utilidades (27%), seguido por bancos (23%) e indústria (23%). Os acionistas (*shareholders*) destacam-se no setor de utilidades (25%), seguido pela indústria (20%).

Tabela 3 – Distribuição de valor por setor entre os *stakeholders*

Setor	Acionistas (*Shareholder*)	Clientes	Empregados	Fornecedores	Comunidade	Total
Bancos	13%	62%	23%	2%	0%	100%
Comércio	14%	59%	18%	6%	2%	100%
Indústria	20%	50%	23%	6%	1%	100%
Serviços	17%	59%	18%	5%	1%	100%
Utilidades	25%	44%	27%	3%	1%	100%
Total	17%	57%	20%	5%	1%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 4 observa-se que a indústria se destaca por ser mais agressiva tributariamente que os demais setores ao apresentar a maior BTD média. No outro sentido, o setor de utilidades apresenta a menor BTD, sugerindo ser o setor menos agressivo tributariamente. Os setores de comércio e serviços apresentam valores próximos da média e da mediana, em que pese que suas participações sejam representativas, de 25% e 39% respectivamente.

Tabela 4 – Agressividade tributária por setor

Setor	BTD
Bancos	0,008
Comércio	0,031
Indústria	0,041
Serviços	0,032
Utilidades	0,015
Média	0,032
Mediana	0,020
Observações	110

Fonte: Elaborado pelo autor.

As estatísticas descritivas e as correlações entre as variáveis relevantes para o teste das hipóteses são apresentadas na Tabela 5. A BTD apresenta correlação moderada positiva (0,304) e estatisticamente significativa ao nível de 1% com a orientação aos *shareholders*, sinalizando resultados dos modelos delineados para esta pesquisa e que serão serem apresentados na próxima seção.

Tabela 5 - Correlações e estatísticas descritivas

	BTD	Tamanho	Orientação aos *Shareholders*
BTD	--		
Tamanho	-0,129	--	
Orientação aos *Shareholders*	0,304***	0,050	--
Média	0,03	13,67	0,20
Mediana	0,02	13,65	0,17
Desv. padrão	0,06	1,26	0,13
Coef. de var.	1,82	0,09	0,64
Mínimo	-0,09	10,43	0,00
Máximo	0,25	17,26	0,67
Observações	110	110	110

*** $p < 0,01$

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, após a exclusão de empresas com prejuízo antes do imposto de renda, as *proxies* de agressividade tributária analisada apresentam valores centrais estáveis e economicamente interpretáveis, com médias e medianas próximas entre si. Embora existam valores extremos, estes podem decorrer de eventos como reversões de provisões fiscais correntes e ajustes na apuração do imposto de períodos anteriores. Portanto, amostra pode ser considerada suficientemente consistente para a análise empírica proposta, ao mesmo tempo em que preserva a variabilidade necessária para a identificação de padrões de comportamento tributário.

4.2 Relação entre agressividade tributária e orientação aos *shareholders*

Nesta seção são analisadas as estimativas dos modelos delineados para o teste de hipótese, separando em subseções para o modelo principal e para os testes de robustez

4.2.1 Resultados com o modelo principal

As primeiras estimativas, apresentadas na Tabela 6, foram realizadas com o modelo principal que utiliza a BTD como *proxy* de agressividade tributária, investigando sua relação com a variável dependente do estudo, a orientação aos *shareholders.* O teste de *Breusch–Pagan/Cook–Weisberg* rejeita a hipótese nula de homoscedasticidade ($chi^2 = 13,96$; $p < 0,01$), indicando a presença de heteroscedasticidade nos resíduos. Em razão disso, as inferências estatísticas do estudo baseiam-se em erros-padrão robustos à heteroscedasticidade.

Não foram identificados indícios de multicolinearidade no modelo estimado, uma vez que o maior *Variance Inflation Factor* (VIF) observado entre a variáveis independente e de controle foi igual a 5, situando-se dentro dos limites usualmente aceitos pela literatura.

Tabela 6 – BTD e orientação aos s*hareholders*

Variável explicativa	Orientação aos s*hareholders*
BTD	0,678**
	(2,29)
Tamanho	0,016*
	(1,88)
Comércio	0,116***
	(3,6)
Indústria	0,118***
	(3,66)
Serviços	0,107***
	(3,65)
Utilidades	0,121**
	(2,57)
Constante	-0,149
	(-1,11)
Estatística F	6,39
R^2	0,142
R^2 Ajustado	0,092
Prob > F	0,000
VIF máximo	5,00
VIF médio	2,88
Observações	110

Os valores apresentados na primeira linha são os coeficientes não padronizados. Entre parênteses, na segunda linha, são apresentados os valores da estatística t.
*** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 6 observa-se que a BTD apresenta coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 5%, evidenciando uma associação positiva e relevante ($\beta = 0,678$) com orientação aos *shareholders*. No mesmo modelo, os setores de comércio, indústria e serviços exibem coeficientes positivos e significativos ao nível de 1%, enquanto o setor de utilidades também apresenta relação positiva, embora com significância ao nível de 5%. O tamanho da firma, por sua vez, revela coeficiente positivo com significância marginal, ao nível de 10%,

sugerindo que empresas maiores tendem a serem relativamente mais orientadas aos *shareholders*.

4.2.1.1 Testes de robustez

Considerando as limitações inerentes às *proxies* de agressividade tributária abordadas neste estudo, foram conduzidos testes de robustez com especificações alternativas, para avaliar a sensibilidade dos resultados principais. A Tabela 7 mostra as estimativas realizadas com o ajuste do LAIR pela equivalência patrimonial conforme proposto por Costa e Medeiros (2024).

Tabela 7 – BTD ajustada e orientação aos *shareholders*

Variável explicativa	Orientação aos s*hareholders*
BTD ajustada	0,608**
	(2,18)
Tamanho	0,031***
	(3,47)
Comércio	0,137***
	(2,75)
Indústria	0,095**
	(2,10)
Serviços	0,111**
	(2,51)
Utilidades	0,131*
	(1,71)
Constante	-0,333**
	(-2,59)
Estatística F	5,00
R^2	0,133
R^2 ajustado	0,096
Prob > F	0,000
VIF máximo	4,33
VIF médio	2,64
Observações	147

Os valores apresentados na primeira linha são os coeficientes não padronizados. Entre parênteses, na segunda linha, são apresentados os valores da estatística t.
*** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Tal ajuste contribuiu para o aumento de 110 para 147 observações, uma vez que passam a ser consideradas as empresas que possuem valores de equivalência patrimonial. Analogamente ao modelo anterior, o teste de *Breusch–Pagan/Cook–Weisberg* indica a presença de heteroscedasticidade nos resíduos, motivo pelo qual as inferências estatísticas do estudo

baseiam-se em erros-padrão robustos à heteroscedasticidade. Não foram identificados indícios de multicolinearidade nos modelos estimados, sendo o maior VIF observado entre as entre a variáveis independente e de controle igual a 4,33.Os coeficientes estimados para a BTD ajustada, reforçam os resultados do modelo anterior ao confirmar uma relação positiva e significativa com a orientação aos *shareholders.*

Dois testes adicionais foram conduzidos tendo em vista a mudança para o IFRS a partir de 2010. O primeiro considerando uma variável *dummy* para identificar o período anterior e o posterior da adoção, e o segundo considerando subamostras correspondentes a esses períodos. Os coeficientes estimados mantêm-se alinhados aos resultados dos modelos anteriores, com a BTD apresentando relação positiva com a variável dependente. Observa-se, contudo, perda de significância, possivelmente associada à redução do tamanho amostral, seja em decorrência da inclusão de uma variável explicativa adicional, seja em função do recorte temporal adotado. Os resultados dos testes de robustez são apresentados, em sua completude, no apêndice deste estudo.

Complementarmente aos resultados baseados em BTD, conduziram-se testes com a *proxy* de agressividade tributária baseada na *Current* ETR. Não foram encontradas relações significativas, embora as direções dos coeficientes estejam coerentes com a hipótese deste estudo na maior parte dos testes. Os resultados completos estão disponíveis no apêndice.

Por fim, em caráter exploratório, foram aplicados os modelos delineados no capítulo 3, substituindo-se a variável de orientação aos *shareholders* pelo escore que mensura o valor distribuído para cada um dos *stakeholders* identificados no prospecto (clientes, empregados, fornecedores e comunidade) e não foram encontradas relações significativas.

4.3 Resultados observados em relação aos objetivos e hipótese do estudo

O Quadro 6 sintetiza os principais resultados obtidos a partir da interpretação conjunta dos modelos estimados, relacionando-os aos objetivos específicos e às hipóteses formuladas neste estudo. No que se refere ao objetivo específico que busca analisar a influência da agressividade tributária na orientação aos *shareholders*, os resultados empíricos indicam a associação positiva entre essas variáveis. Observa-se que, no modelo principal que utiliza a BTD e no teste de robustez com a BTD ajustada, os coeficientes estimados apresentam sinal positivo e significância no nível de 5%, estando em consonância com a proposição teórica formulada na hipótese H1. Ademais, essa relação mantém-se consistente em termos de direção

do coeficiente da *proxy* de agressividade tributária nas diferentes especificações de robustez, ainda que sem significância, possivelmente em função do menor tamanho amostral.

Quadro 6 - Avaliação de hipóteses frente aos resultados e objetivos

Objetivo Específico	**Hipóteses**	**Resultado**	**Avaliação da hipótese**
Analisar a influência da agressividade tributária na orientação aos *shareholders*.	H0. Não há associação positiva entre a agressividade tributária e a orientação aos *shareholders*. H1. Há associação positiva entre a agressividade tributária e a orientação aos *shareholders*.	Evidência de relação positiva e significativa ($p<0,05$) entre a agressividade tributária, medida pela BTD e BTD ajustada, e o a orientação aos *shareholders*, mantendo a direção dos coeficientes nos testes de robustez.	H0. Rejeitada H1. Aceita

Fonte: Elaborado pelo autor.

5. DISCUSSÃO

A literatura de estratégia e gestão de negócios apresenta uma tensão histórica entre a perspectiva clássica da firma, orientada para a maximização do valor ao *shareholder* (Friedman, 1970; Jensen, 2002), e a Teoria dos *Stakeholders*, que propõe que as organizações devem criar e distribuir valor para todos os grupos que afetam ou são afetados pelos objetivos da organização (Freeman, 1984), seja por uma abordagem normativa, baseada em obrigações morais para com a sociedade, ou instrumental, observando-se o desempenho da organização (Donaldson; Preston, 1995). Inserido nesse debate, este estudo propôs-se a analisar a influência da agressividade tributária na orientação aos *shareholders* em empresas brasileiras que buscaram recursos no mercado de capitais. O objetivo deste capítulo é interpretar os achados empíricos apresentados anteriormente à luz do arcabouço teórico adotado, articulando os conceitos da Teoria dos *Stakeholders* com a literatura sobre agressividade tributária.

5.1 Resultados da pesquisa e gestão de *stakeholders*

Sob a ótica da teoria dos *Stakeholders*, a função-objetivo da firma não deveria restringir-se à maximização de lucros para os *shareholders*, expandindo conceito de valor da firma para uma função que representa o valor total criado para cada *stakeholder* (Freeman; Phillips; Sisodia, 2020). Contudo, os dados sugerem que a agressividade tributária pode atuar como um mecanismo instrumental de alocação de recursos que privilegia os *shareholders*, uma vez que foi encontrada uma associação positiva entre as variáveis do estudo.

De acordo com modelo de saliência, que propõe que a priorização dos gestores é determinada pela percepção dos atributos de poder, legitimidade e urgência em relação aos *stakeholders* (Mitchell; Agle; Wood, 1997), pode-se entender que as empresas mais agressivas tributariamente atribuem maior importância para os *shareholders* ao avaliar os referidos atributos. Pela lógica da dominância, os *shareholders* possuem, nas empresas agressivas tributariamente, a capacidade de obter recursos de forma preferencial em relação a outros (Boaventura *et al*., 2013).

Sob a perspectiva de alocação eficiente de valor proposta por Harrison e Bosse (2013), a alocação de valor pode ser explicada pela combinação de poder e da importância estratégica. O poder confere ao *stakeholder* a capacidade de exigir e extrair recursos da firma, definido pela habilidade ou propensão de prejudicar a firma, o que pode resultar em uma provável alocação de valor superior ao que o que seria esperado pelo grupo de interesse. Por outro lado, a

importância estratégica reflete a capacidade desse grupo de contribuir para a competitividade e a geração de valor no longo prazo. Os *shareholders*, ao proverem os recursos financeiros essenciais para o financiamento e a expansão das operações, algo almejado pelas firmas ao abrirem seu capital, enquadram-se como *stakeholders* de mais alta prioridade, ao possuírem simultaneamente alto poder e alta importância estratégica.

Ao utilizar estratégias fiscais agressivas para reter valor e repassar aos *shareholders*, a gestão não está apenas cedendo à pressão por retornos financeiros impostas pelo mercado. Conforme demonstrado por Boaventura *et al.* (2020), a importância estratégica possui uma influência ainda maior e mais determinante do que o poder nas decisões de distribuição de valor por parte dos gestores. Dessa forma, a firma distribui o valor com o objetivo de estimular a reciprocidade positiva. A elevada importância estratégica dos *shareholders* assegura que o valor gerado por sua cooperação contínua (como a manutenção dos investimentos, a confiança na gestão e o aporte de novos recursos) mitigue os riscos e os potenciais custos associados a essa superalocação de valor. Portanto, a agressividade tributária direcionada aos *shareholders* pode se refletir em uma alocação eficiente que atua como uma estratégia para garantir vantagens competitivas e a sobrevivência no mercado de capitais.

Entretanto, essa orientação acarreta implicações para a gestão de *stakeholders*. A literatura alerta que a percepção de justiça distributiva é fundamental para a manutenção da cooperação e do engajamento dos diversos grupos (Harrison; Bosse; Phillips, 2010). Uma firma orientada exclusivamente para a maximização do valor ao acionista pode ser percebida como injusta por outros *stakeholders* primários, gerando o risco de retaliações. Assim, a agressividade tributária, ao privilegiar os *shareholders*, impõe aos gestores o desafio de equilibrar o atendimento de múltiplos interesses para não comprometer a capacidade de geração de valor a longo prazo da organização.

5.2 Resultados da pesquisa e estudos empíricos e teóricos anteriores

Parte da literatura de agressividade tributária revisada neste estudo sustenta que decisões gerenciais nesse sentido podem gerar benefícios econômicos que interessam aos *shareholders*, por meio de efeitos sobre fluxo de caixa, custo de capital e valor da firma, ainda que com contrapartidas níveis maiores de risco associado à agência e à opacidade informacional (Desai; Dharmapala, 2009; Goh *et al*., 2016; Guenther; Matsunaga; Williams, 2017; Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008). O resultado do presente estudo encontra aderência teórica com esses autores,

oferecendo evidência consistente com a leitura de que a agressividade tributária pode integrar um conjunto de decisões voltadas a ampliar retorno aos *shareholders*.

A discussão do resultado desta pesquisa com Chen *et al*. (2023) requer uma comparação cuidadosa, dado que os autores articulam explicitamente a teoria dos *stakeholders* e a agressividade tributária, mobilizando o arcabouço de saliência de Mitchell, Agle e Wood (1997).

Há distinções teóricas e metodológicas importantes a serem feitas: enquanto Chen *et al*. (2023) operacionalizam a orientação aos *stakeholders* por uma mudança legal ocorrida nos estados em que as empresas estão localizadas, este estudo define a orientação aos *shareholders* a partir da distribuição de valor mensurada pela análise de conteúdo dos prospectos (Boaventura *et al*., 2020). A orientação da firma refere-se à sua função-objetivo, que determina quais grupos são considerados nos esforços da organização para a criação e distribuição de valor.

Dessa forma, a orientação aos *stakeholders* é um constructo que encapsula a escolha fundamental sobre para quem a firma tem o objetivo de atender prioritariamente, sendo indissociável das decisões de distribuição de valor (Friedman, 1970; Freeman, 1984; Jensen, 2002; Freeman; Phillips; Sisodia, 2020). Adicionalmente, o estudo não estima a correlação entre a agressividade tributária e valor, ou a orientação aos *stakeholders* definida pela sua alocação aos grupos de interesse.

Por isso, é importante notar que, embora a operacionalização de Chen et al. (2023) seja interessante do ponto de vista metodológico para isolar causalidade, é teoricamente limitada ao assumir que a mudança na lei estadual possa representar a decisão da firma de alocar mais valor para um determinado grupo, seja pela sua importância estratégica (Harrison; Bosse, 2013; Boaventura *et al*., 2020), pela sua dominância (Boaventura et al., 2013), ou pela saliência (Mitchell; Agle; Wood, 1997).

Portanto, ainda que existam referências teóricas em comum, os estudos diferem no que efetivamente buscam mensurar e, consequentemente, entregam evidências empíricas distintas sobre o comportamento da firma em relação à agressividade tributária, orientação da firma e distribuição de valor.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

6.1 Contribuições da pesquisa

O objetivo deste estudo foi descrever e analisar a influência da agressividade tributária na orientação aos *shareholders* nas organizações em busca de recursos no mercado de capitais do Brasil, testando a hipótese de que quanto maior for a agressividade tributária de uma firma, maior será a sua orientação aos *shareholders*. O objetivo foi alcançado por meio da análise de dados de 110 empresas brasileiras que abriram seu capital (IPO) entre os anos de 2003 e 2021, cujos resultados evidenciaram uma associação positiva e significativa entre as variáveis, demonstrando que as firmas mais agressivas tributariamente privilegiam a alocação de valor aos *shareholders*.

Este estudo contribui para o debate de estratégia e gestão orientada aos *stakeholders* ao articular, de forma teórica e empírica, a relação entre agressividade tributária e orientação aos *shareholders*. Ao inserir decisões de planejamento tributário no debate sobre a função-objetivo da firma, o trabalho aproxima a literatura de agressividade tributária da tensão clássica entre primazia do *shareholder* e Teoria dos *Stakeholders*, ampliando o entendimento de como a agressividade tributária pode se manifestar em decisões de alocação e distribuição de valor. Além disso, a pesquisa responde a uma lacuna explicitada na justificativa do estudo, ao testar empiricamente uma relação que não foi identificada como explorada diretamente em trabalhos anteriores no recorte proposto.

A principal contribuição, enquanto evidência empírica, consiste em mostrar associação positiva e significativa entre agressividade tributária e orientação aos *shareholders*, com consistência na direção dos coeficientes em testes de robustez. Os achados permitem interpretar que a agressividade tributária pode operar como mecanismo instrumental de realocação de recursos, deslocando parcela do valor que seria destinado ao governo em direção aos *shareholders*, o que dialoga com modelos de priorização, dominância e saliência de *stakeholders* (Mitchell; Agle; Wood, 1997; Boaventura *et al*., 2013) e com a proposição de valor total da firma grupos (Freeman; Phillips; Sisodia, 2020).

Do ponto de vista metodológico, a pesquisa contribui ao expandir a aplicação do método de análise de conteúdo dos prospectos de abertura de capital, consolidando como repertório aplicável à investigação de criação e distribuição de valor, dialogando com a necessidade de desenvolvimento de sistemas de mensuração para além de métricas contábeis tradicionais (Freeman; Phillips; Sisodia, 2020) e com a literatura que reconhece tais documentos como

fontes informacionais relevantes (Bhabra; Pettway, 2003; Boaventura *et al*., 2017; Boaventura *et al*., 2020). O trabalho contribui a um chamado da literatura nacional sobre as limitações de *proxies* de agressividade tributária ao incorporar ajustes e mitigar tais limitações, reduzindo ruídos de mensuração decorrentes de particularidades contábeis e fiscais do contexto brasileiro (Costa; Medeiros, 2024).

6.2 Limitações da pesquisa

Apesar do rigor metodológico adotado na condução deste estudo, os resultados devem ser interpretados à luz de certas limitações inerentes à natureza dos dados, às métricas utilizadas e ao recorte amostral, as quais restringem a generalização dos achados e sugerem cautela nas inferências.

Apesar do instrumento metodológico utilizado nesta pesquisa ser validado e utilizado em pesquisas anteriore, a análise de conteúdo conduzida com o suporte do software NVivo possui limitações inerentes. Por um lado, a ferramenta viabiliza a pesquisa em escala e mitiga ameaças à confiabilidade causadas pela fadiga do pesquisador e por vieses de interpretação humana (Boaventura *et al.*, 2020). Por outro lado, a quantificação baseada na ocorrência de palavras representa uma aproximação da interpretação humana, apresentando restrições para avaliar com precisão nuances de contexto e a direcionalidade das relações estabelecidas no texto (Boaventura *et al.*, 2017). Adicionalmente, cumpre ressaltar que a mensuração apoia-se em documentos de oferta pública que, apesar de ricos em informações estratégicas sobre a empresa, não foram desenvolvidos com o propósito primário de analisar as relações com os *stakeholders*, o que pode não revelar todas as informações necessárias para uma análise plena. Como destacam La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2006), a exigência de divulgação do prospecto tem como propósito reduzir a assimetria informacional e mitigar conflitos de agência entre a firma e os investidores potenciais. Nesse sentido, trata-se de um documento concebido, primordialmente, para atender às necessidades informacionais do mercado de capitais. Além disso, por estar sujeito a rígidos padrões de responsabilização legal em casos de omissão de informações relevantes, o prospecto tende a privilegiar conteúdos relacionados a riscos, desempenho, alocação de recursos e demais elementos de interesse direto dos *shareholders*. Assim, embora relevante para a análise estratégica da firma, esse documento pode não captar de forma plena a geração e a distribuição de valor direcionadas aos demais *stakeholders* primários, uma vez que esses grupos não constituem o foco central do arcabouço regulatório que orienta sua elaboração.

Em relação à agressividade tributária, optou-se pela BTD como *proxy*. Apesar de ser amplamente aceita na literatura internacional e nacional (Hanlon; Heitzman, 2010; Martinez, 2017), essa métrica apresenta limitações, podendo ser influenciada pelo gerenciamento de resultados, refletindo um equilíbrio complexo entre incentivos de reporte financeiro e planejamento fiscal, dificultando o isolamento exclusivo do efeito tributário (Hanlon; Heitzman, 2010).

Também há limitações pelo contexto brasileiro, pois a legislação tributária nacional possui características peculiares, como a forte incidência de tributos sobre o consumo, que não são capturados por métricas focadas exclusivamente nos tributos sobre o lucro (Martinez, 2017; Santos *et al.*, 2024). Segundo Costa e Medeiros (2024), há eventos fiscais obrigatórios do contexto brasileiro que não são fruto de escolhas de planejamento tributário da administração, mas que são capturados pelas *proxies* de agressividade tributária, como a BTD. Para mitigar as distorções, foram aplicados critérios na amostra e ajustes na *proxy* em para neutralização dos efeitos da equivalência patrimonial, uma vez que é tal ajuste é apontado como o principal pelos autores, além de ser de simples operacionalização. Ainda assim, há eventos que não foram contemplados neste estudo que podem afetar a mensuração da agressividade tributária, como as reservas de incentivos fiscais, ajustes decorrentes de *impairment* e a movimentação de saldos de provisões.

A janela temporal da amostra deste estudo (2003 a 2021) abrange e compara empresas abrindo capital em contextos macroeconômicos distintos no Brasil, contemplando períodos de fortes oscilações que afetam o comportamento fiscal, como a crise do *subprime* (2008) e a pandemia de Covid-19 (Santos *et al.*, 2024). Somado a isso, há uma profunda complexidade no ambiente de negócios em virtude do emaranhado de isenções e benefícios fiscais permanentes inerentes ao sistema brasileiro (Martinez, 2017; Santos *et al.*, 2024). Embora o modelo econométrico utilize variáveis de controle para o setor de atuação visando mitigar parte das distorções de carga tributária entre indústrias, reconhece-se como limitação que dinâmicas normativas e macroeconômicas tão específicas ao longo desse tempo podem gerar distorções e ruídos informacionais que não são capturados pelas *proxies* de agressividade tributária.

Nesse sentido, há outra limitação em virtude do contexto brasileiro, que ocorre pela adoção do IFRS a partir de 2010, o que afeta as *proxies* e indicadores que são calculados a partir de dados contábeis. As novas regras representaram uma mudança estrutural no ambiente contábil nacional (Salotti *et al.*, 2015), gerando impacto relevante nas demonstrações financeiras e descontinuidades nas séries temporais (Silva; Nardi, 2017), além de acentuarem o distanciamento entre lucro contábil e as bases fiscais (Salotti *et al*., 2015; Silva; Nardi, 2017).

Embora tenha-se adotado o controle da mudança estrutural no ambiente contábil nos testes realizados, ela permanece como fonte potencial de ruído na interpretação da *proxy* ao longo do período analisado.

A ausência de dados no exercício social anterior ao IPO, a retirada de firmas com prejuízo antes do imposto de renda e de empresas com resultado de equivalência patrimonial, resultaram em uma amostra final menor do que a população inicialmente identificada. Os critérios adotados contribuem para a consistência e a interpretação dos dados, mas, ao afetarem o tamanho final da amostra, limitam a capacidade dos modelos econométricos de detectar relações significativas e a generalização dos resultados, uma vez que comprometem os graus de liberdade, elevam o erro-padrão e diminuem a eficiência dos preditores. Essa limitação pode explicar a perda de significância nos testes de robustez e nas estimativas de subamostras que consideram a adoção do IFRS.

Por fim, é importante salientar que esta pesquisa, apesar de reconhecer a complexidade e a relevância do tema e das discussões acerca do recolhimento dos impostos em âmbito nacional e internacional, e de suas implicações econômicas e sociais, foca nas questões relacionadas a estratégia e gestão de negócios, apoiando-se em arcabouço teórico para essa finalidade.

Leão (2017) argumenta que a aplicação prática do tema no Brasil pelas autoridades fiscais, é marcada por insegurança jurídica e por decisões influenciadas por argumentos não institucionais, inclusive de natureza consequencialista ou moral, o que amplia a imprevisibilidade para contribuintes e pode afetar a interpretação social do comportamento tributário. Não há a intenção, no presente trabalho, de propor um debate de natureza política, social e econômica, ou de qualificação jurídica, moral ou ética sobre comportamento tributário das empresas ou das autoridades fiscais, ainda que o corpo teórico de responsabilidade social corporativa e a da teoria dos *stakeholders* discuta sobre o papel das organizações na sociedade.

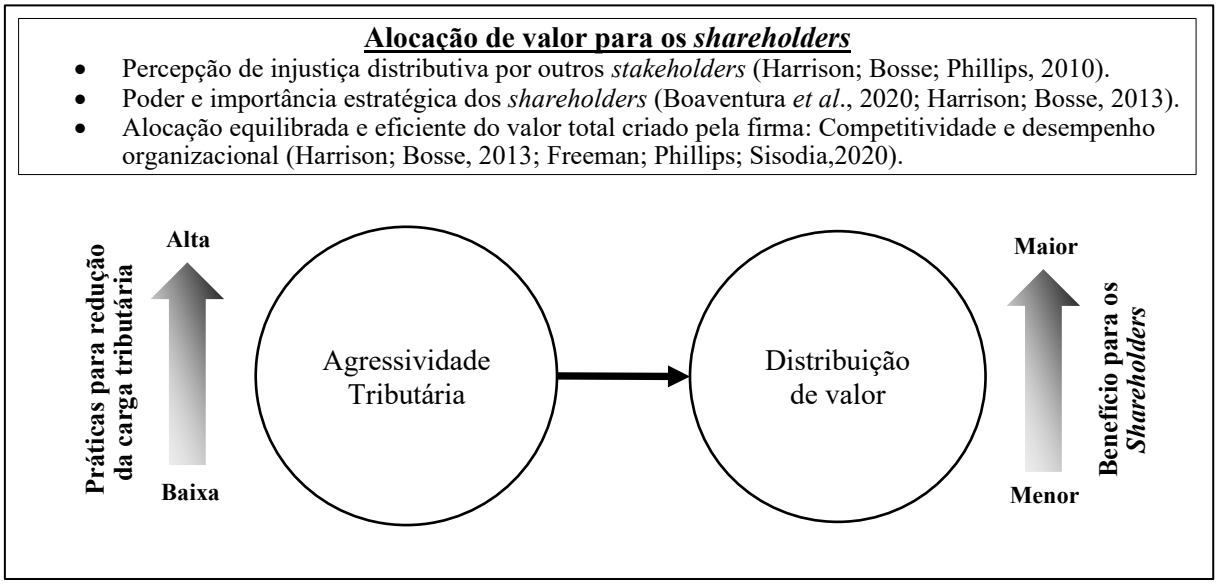
Sob uma ótica jurídico-normativa, o termo "planejamento tributário agressivo" é criticado por ser um conceito vago e pejorativo, falhando em diferenciar a evasão ilícita do mero exercício do direito fundamental do contribuinte de economizar em tributos (Leão, 2017). Cabe, então, reforçar que as *proxies* utilizadas capturam discrepâncias entre o lucro contábil e o tributável como forma de indicar a intensidade de práticas de planejamento tributário, não possuindo capacidade de atestar a legalidade material ou formal das operações. Assim, os resultados devem ser lidos como associações entre *proxy* de agressividade e distribuição de valor, sem pretensão de inferir a licitude, abusividade ou adequação constitucional das práticas tributárias observadas.

6.3 Contribuições para a gestão

Esta seção concentra as contribuições dos achados desta pesquisa para a gestão, fornecendo uma visão prática das evidências do estudo para que auxiliem a tomada de decisões de planejamento tributário e a gestão de múltiplos *stakeholders*.

Para facilitar a compreensão, a Figura 10 apresenta uma consolidação dos resultados da pesquisa e suas implicações. Trata-se de uma representação visual adaptada do modelo teórico-empírico delineado neste estudo (ver seção 3.6), projetada para orientar os gestores.

Figura 10 – Resumo dos achados da pesquisa e implicações para gestão de *stakeholders*



Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nos resultados desta pesquisa, os gestores passam a ter evidências de que há uma associação positiva entre a agressividade tributária e a orientação aos *shareholders*. Em termos práticos, o achado demonstra que as decisões gerenciais voltadas para a redução da carga tributária sem a violação explícita da legislação (Dyreng; Hanlon; Maydew, 2008; Martinez, 2017; Wang *et al*., 2019), privilegiam a alocação de valor aos *shareholders*. Ao adotar práticas fiscais agressivas para maximizar os resultados financeiros, os gestores podem focar exclusivamente em um grupo, o que pode comprometer a percepção de justiça distributiva e provocar a reciprocidade negativa e retaliações por parte dos demais grupos de interesse (Harrison; Bosse; Phillips, 2010). Por outro lado, os *shareholders* fazem parte dos *stakeholders* primários (Clarkson, 1995), com alto poder e importância estratégica, sendo que a super alocação de valor pode-se traduzir em geração de valor, sendo importante para a competitividade da firma (Harrison; Bosse, 2013).

Ao terem o conhecimento sobre essas implicações, os gestores podem tomar decisões de alocação de valor mais eficientes e equilibradas, possibilitando o fortalecimento da competitividade baseada na cooperação e reciprocidade positiva de *stakeholders* primários (Boaventura *et al.*, 2020; Harrison; Bosse, 2013), como os *shareholders* e sua capacidade de financiar o crescimento da organização, ao mesmo tempo que subsidiam decisões para equilibrar a percepção de justiça distributiva pelos demais *stakeholders*. A organização pode, por exemplo, destinar parte da economia fiscal em reinvestimentos que contemplem o ecossistema organizacional de forma mais ampla**,** como programas de participação nos lucros e resultados para os empregados, financiando pesquisa e desenvolvimento para inovações e melhoria da qualidade dos produtos e serviços oferecidos aos clientes, ou mesmo desenvolvendo projetos de infraestrutura ou bem-estar social nas comunidades onde a empresa opera. Ao adotar essa postura distributiva, os gestores estimulam a reciprocidade positiva de seus *stakeholders*, que passam a contribuir com maior esforço, lealdade e cooperação, construindo vantagens competitivas importantes para o desempenho organizacional no longo prazo.

Para auxiliar a gestão contínua desse equilíbrio e a operacionalização desse monitoramento, recomenda-se a adoção de métricas de acompanhamento interno. Pode-se adotar a BTD como *proxy* de agressividade tributária, conforme adotado no modelo principal deste estudo, mas também há a possibilidade de utilização ETR no dia a dia empresarial. A ETR pode ser facilmente obtida e monitorada de forma gerencial a partir da reconciliação do imposto de renda e da contribuição social, cujos dados constam nas demonstrações financeiras da empresa de capital aberto. Acompanhar a ETR e a sua reconciliação de forma contínua em apoio à BTD, por exemplo, fornece à gestão um termômetro ágil sobre o nível de agressividade fiscal da organização.

6.4 Sugestões para estudos futuros

A partir dos achados e das limitações evidenciadas nesta pesquisa, delineiam-se oportunidades para o desenvolvimento de novos estudos que aprofundem a compreensão sobre a relação entre a agressividade tributária e a distribuição de valor.

Primeiramente, recomenda-se a exploração de novas métricas de agressividade tributária que contemplem as especificidades do sistema tributário brasileiro. Uma vez que as métricas tradicionais focam nos tributos sobre o lucro, estudos futuros poderiam utilizar a Demonstração do Valor Adicionado (DVA) para calcular a taxa efetiva sobre o valor

adicionado, capturando assim o impacto dos tributos indiretos, que representam a maior parcela da arrecadação nacional (Martinez, 2017; Santos *et al*., 2024). Adicionalmente, sugere-se a ampliação do escopo metodológico com a aplicação das demais adequações propostas por Costa e Medeiros (2024), incorporando os ajustes referentes às reservas de incentivo fiscal, perdas por *impairment* e movimentação de saldos de provisões, o que refinaria ainda mais a mensuração do planejamento tributário no Brasil.

Em segundo lugar, a análise de documentos corporativos divulgados continuamente, como relatórios de sustentabilidade e publicações anuais, permitiria investigar como a distribuição de valor e o comportamento fiscal das firmas evoluem após a abertura de capital ou em diferentes estágios do ciclo de vida organizacional (Boaventura *et al*., 2020; Brucoli Filho, 2022). O acompanhamento em painel também permitiria observar o comportamento da agressividade tributária durante e após períodos de choques econômicos e crises sistêmicas (Santos *et al*., 2024). Sugere-se, também, fontes que permitam identificar os possíveis reinvestimentos na empresa que podem gerar externalidades positivas, como a criação de empregos e outros benefícios sociais que não são capturados pelos dados contábeis.

Por fim, investigar o efeito de variáveis moderadoras pode trazer valiosos *insights* empíricos. Estudos futuros podem analisar de que forma a estrutura de propriedade e controle (Martinez; Cerize, 2020), os mecanismos de governança corporativa (Kovermann; Velte, 2019) e os índices de RSC e sustentabilidade (Martinez; Ramalho, 2017; Scarpa; Signori, 2023) afetam a relação entre a agressividade tributária e a distribuição de valor aos *stakeholders*.

REFERÊNCIAS

ACKOFF, Russell L. Towards a system of systems concepts. **Management Science**, [S. l.], v. 17, n. 11, jul. 1971.

AHMED, M. M.; IBRAHIM, Y.; NAYEL, M. T. The impact of corporate social responsibility practices on employees' engagement: the mediating role of organizational identification. **Global Business and Organizational Excellence**, v. 23, n. 2, p. 43-60, 2023. DOI: 10.1002/joe.22212. Disponível em: https://doi.org/10.1002/joe.22212. Acesso em: 19 jun. 2025.

ARMSTRONG, C. S.; GLAESER, S.; KEPLER, J. D. Strategic reactions in corporate tax planning. **Journal of Accounting and Economics**, v. 68, n. 1, p. 101232, 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2889145. Acesso em: 19 jun. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Relatório de Política Monetária**, Brasília, v. 1, n. 2, jun. 2025. Brasília: Banco Central do Brasil, 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202506/rpm202506p.pdf. Acesso em: 24 jul. 2025.

BANDIERA, E. G. *et al*. Saliência de stakeholders e sua relação com a indústria: um estudo em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Finanças Aplicadas**, São Paulo, v. 1, p. 1-23, 2013. Disponível em: http://www.financasaplicadas.net/ojs/index.php/financasaplicadas/article/view/158/pdf. Acesso em: 19 jun. 2025.

BHABRA, H. S.; PETTWAY, R. H. IPO prospectus information and subsequent performance. **Financial Review**, [S.l.], v. 38, n. 3, p. 369-397, 2003. DOI: 10.1111/1540-6288.00051. Disponível em: https://doi.org/10.1111/1540-6288.00051. Acesso em: 18 mar. 2025.

BILLETT, M. T.; MA, M.; YU, X. Torpedo your competition: strategic reporting and peer firm IPO. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 99, n. 6, p. 51-73, nov. 2024. DOI: 10.2308/TAR-2021-0447. Disponível em: https://doi.org/10.2308/TAR-2021-0447. Acesso em: 18 mar. 2025.

BOAVENTURA, J. M. G. *et al*. Limites da teoria dos stakeholders: a questão da dominância. In: **ENCONTRO DA ANPAD**, 37., 2013, Rio de Janeiro. **Anais [...]**. Rio de Janeiro: EnANPAD, 2013. Disponível em: https://repositorio.usp.br/item/002420377. Acesso em: 19 jun. 2025.

BOAVENTURA, J. M. G. *et al*. Value distribution to stakeholders: the influence of stakeholder power and strategic importance in public firms. **Long Range Planning**, [S.l.], v. 53, n. 2, p. 101883, 2020. DOI: 10.1016/j.lrp.2019.05.003. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.05.003. Acesso em: 19 jun. 2025.

BOAVENTURA, J. M. G. *et al.* Critérios para identificação da saliência de stakeholders através da análise de conteúdo. **Future Studies Research Journal: Trends and Strategies**, São Paulo, v. 9, n. 2, p. 3-29, 2017. DOI: 10.24023/FutureJournal/2175-5825/2017.v9i2.261. Disponível em: https://doi.org/10.24023/FutureJournal/2175-5825/2017.v9i2.261. Acesso em: 18 mar. 2025.

BOSSE, D. A.; PHILLIPS, R. A.; HARRISON, J. S. Stakeholders, reciprocity, and firm performance. **Strategic Management Journal**, [S.l.], v. 30, n. 4, p. 447-456, 2009. DOI: 10.1002/smj.743. Disponível em: https://doi.org/10.1002/smj.743. Acesso em: 19 jul. 2025.

BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm. Acesso em: 25 fev. 2026.

BRASIL. **Lei nº 13.169, de 6 de outubro de 2015**. Altera as Leis nº 7.689, de 15 de dezembro de 1988, e nº 11.727, de 23 de junho de 2008. **Diário Oficial da União: seção 1**, Brasília, DF, 7 out. 2015. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2015/lei-13169-6-outubro-2015-781720-publicacaooriginal-148365-pl.html. Acesso em: 21 fev. 2026.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Anexo V – Riscos Fiscais: Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2026**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 25 abr. 2025. Disponível em: https://orcamento.dados.gov.br/siopdoc/lib/exe/fetch.php/pldo:pldo_2026_-_anexo_v.pdf. Acesso em: 24 jul. 2025.

BROWN, A. B.; BYARD, D.; SUH, J.-K. A comparison of direct listings and IPOs. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 41, n. 2, p. 1186-1215, 2024. DOI: 10.1111/1911-3846.12940. Disponível em: https://doi.org/10.1111/1911-3846.12940. Acesso em: 18 mar. 2025.

BRUCOLI FILHO, N. **O ciclo de vida organizacional e a teoria dos stakeholders**: um estudo das relações entre a distribuição de valor aos stakeholders e o nível de maturidade de empresas brasileiras. 2022. 105 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão de Negócios) – Faculdade FIA de Administração e Negócios, Fundação Instituto de Administração, São Paulo, 2022.

CHEN, Gary *et al*. The impact of stakeholder orientation on tax avoidance: evidence from a natural experiment. **Journal of Corporate Accounting; Finance**, [S.l.], v. 34, n. 2, p. 37-56, 2023. Disponível em: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/jcaf.22594. Acesso em: 19 jun. 2025.

CLARKSON, M. B. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of Management Review**, Vahalla, v. 20, p. 92-117, 1995. DOI: 10.5465/amr.1995.9503271994. Disponível em: https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271994. Acesso em: 19 jun. 2025.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento Técnico CPC 09: Demonstração do Valor Adicionado (DVA)**. 2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_09_rev_14.pdf. Acesso em: 25 fev. 2026.

COSTA, F. M.; MEDEIROS, R. D. M. ETR Bossa Nova: sugestão metodológica para determinação do índice de agressividade tributária ajustada à legislação brasileira. In: **CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE**, 21., 2024, Rio de Janeiro. **Anais [...]**. Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2024.

DESAI, M. A.; DHARMAPALA, D. Corporate tax avoidance and firm value. **The Review of Economics and Statistics**, [S.l.], v. 91, n. 3, p. 537-546, 2009.

DESAI, M. A.; DHARMAPALA, D. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 79, p. 145-179, 2006. DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.02.002. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.02.002. Acesso em: 19 jul. 2025.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. **Academy of Management Review**, Vahalla, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995. DOI: 10.5465/amr.1995.9503271992.

DUHOON, A.; SINGH, M. Corporate tax avoidance: a systematic literature review and future research directions. **LBS Journal of Management Research**, Delhi, v. 21, n. 2, p. 197-217, 2023. DOI: 10.1108/lbsjmr-12-2022-0082. Disponível em: https://doi.org/10.1108/lbsjmr-12-2022-0082. Acesso em: 18 mar. 2025.

DUNBAR, A. *et al*. What do measures of tax aggressiveness measure? In: **ANNUAL CONFERENCE ON TAXATION**, 103., 2010, Washington. **Proceedings of the Annual Conference on Taxation**. Washington: National Tax Association, 2010. p. 18-26. Disponível em:

https://ntanet.org/wp-content/uploads/proceedings/2010/003-dunbar-what-do-measures-2010-nta-proceedings.pdf. Acesso em: 18 mar. 2025.

DYRENG, S. D.; HANLON, M.; MAYDEW, E. L. Long-run corporate tax avoidance. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 83, n. 1, p. 61-82, 2008. DOI: 10.2308/accr.2008.83.1.61.

DYRENG, S. D.; HANLON, M.; MAYDEW, E. L. The effects of executives on corporate tax avoidance. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 85, n. 4, p. 1163-1189, 2010. DOI: 10.2308/accr.2010.85.4.1163. Disponível em: https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1163. Acesso em: 18 mar. 2025.

DYRENG, S. D.; HOOPES, J. L.; WILDE, J. H. Public pressure and corporate tax behavior. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 54, n. 1, p. 147-186, 2016. DOI: 10.1111/1475-679X.12101.

FERREIRA, M.; FLORES, E.; MARTINS, C.; SAMPAIO, J. Análise do impacto do IFRS em indicadores financeiros em empresas brasileiras. **Resenha da Bolsa**, São Paulo, ed. 4, p. 78-93, nov. 2016.

FREEMAN, R. E. Divergent stakeholder theory. **Academy of Management Review**, [S.l.], v. 24, n. 2, p. 233-236, 1999.

FREEMAN, R. E. Strategic management: a stakeholder approach. Boston: Pitman, 1984.

FREEMAN, R. E.; PHILLIPS, R.; SISODIA, R. Tensions in stakeholder theory. **Business; Society**, Thousand Oaks, v. 59, n. 2, p. 213-231, fev. 2020. DOI: 10.1177/0007650318773750.

FRIEDMAN, M. A Friedman doctrine: the social responsibility of business is to increase its profits. **The New York Times**, New York, 13 set. 1970. Disponível em: https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html. Acesso em: 19 jul. 2025.

FTOUHI, K.; GHARDALLOU, W. International tax planning techniques: a review of the literature. **Journal of Applied Accounting Research**, [S.l.], v. 21, n. 2, p. 329-343, 2020. DOI: 10.1108/JAAR-05-2019-0080. Disponível em: https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2019-0080. Acesso em: 19 jul. 2025.

GOH, B. W.; LEE, J.; LIM, C. Y.; SHEVLIN, T. The effect of corporate tax avoidance on the cost of equity. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 91, n. 6, p. 1647-1670, 2016. DOI: 10.2308/accr-51432. Disponível em: https://doi.org/10.2308/accr-51432. Acesso em: 19 jul. 2025.

GRAHAM, J. R. *et al*. Incentives for tax planning and avoidance: evidence from the field. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 89, n. 3, p. 991-1023, 2014. DOI: 10.2139/ssrn.2148407. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=2148407. Acesso em: 18 mar. 2025.

GUENTHER, D. A.; MATSUNAGA, S. R.; WILLIAMS, B. M. Is tax avoidance related to firm risk? **The Accounting Review**, Sarasota, v. 92, n. 1, p. 115-136, 2017. DOI: 10.2308/ACCR-51408. Disponível em: https://doi.org/10.2308/ACCR-51408. Acesso em: 18 mar. 2025.

HANLON, M.; HEITZMAN, S. A review of tax research. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 50, n. 2-3, p. 127-178, 2010. DOI: 10.1016/j.jacceco.2010.09.002. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002. Acesso em: 18 mar. 2025.

HANLON, M.; SLEMROD, J. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. **Journal of Public Economics**, [S.l.], v. 93, p. 126-141, 2009. DOI: 10.1016/j.jpubeco.2008.09.004. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2008.09.004. Acesso em: 19 jul. 2025.

HARRISON, J. S.; BOSSE, D. A. How much is too much? The limits to generous treatment of stakeholders. **Business Horizons**, [S.l.], v. 56, p. 313-322, 2013. DOI: 10.1016/j.bushor.2013.01.014. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.bushor.2013.01.014. Acesso em: 19 jul. 2025.

HARRISON, J. S.; BOSSE, D. A.; PHILLIPS, R. A. Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. **Strategic Management Journal**, [S.l.], v. 31, n. 1, p. 58-74, 2010. DOI: 10.1002/smj.801.

HARRISON, J. S.; WICKS, A. C. Stakeholder theory, value, and firm performance. **Business Ethics Quarterly**, [S.l.], v. 23, n. 1, p. 97-124, 2013. DOI: 10.5840/beq20132314. Disponível em: https://doi.org/10.5840/beq20132314. Acesso em: 19 jul. 2025.

HERNÁNDEZ SAMPIERI, R.; FERNÁNDEZ COLLADO, C.; BAPTISTA LUCIO, P. **Metodologia de pesquisa**. Porto Alegre: Penso, 2013. E-book Kindle.

HILL, C. W. L.; JONES, T. M. Stakeholder agency theory. **Journal of Management Studies**, [S.l.], v. 29, n. 2, p. 131-154, 1992. DOI: 10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x. Disponível em: https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x. Acesso em: 19 jul. 2025.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua: rendimento de todas as fontes 2024**. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. 16 p. Disponível em: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv102174_informativo.pdf. Acesso em: 24 jul. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Governo perde R$ 200 bilhões com tributação reduzida do lucro das empresas beneficiadas com regimes especiais. Brasília, 10 jul. 2025. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/categorias/45-todas-as-noticias/noticias/15923-governo-perde-r-200-bilhoes-com-tributacao-reduzida-do-lucro-das-empresas-beneficiadas-com-regimes-especiais. Acesso em: 23 jul. 2025.

JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Business Ethics Quarterly**, [S.l.], v. 12, n. 2, p. 235-256, 2002. Disponível em: http://www.jstor.org/stable/3857812. Acesso em: 19 jul. 2025.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, p. 305-360, 1976. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X. Disponível em: https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X. Acesso em: 19 jul. 2025.

JONES, T. M.; WICKS, A. C. Convergent stakeholder theory. **Academy of Management Review**, [S.l.], v. 24, n. 2, p. 206-221, 1999.

JONES-KHOSLA, L. A.; GOMES, J. Purpose: From Theory To Practice. *Global Business and Organizational Excellence*, [*s.l.*], v. 43, n. 1, 2023. DOI: https://doi.org/10.1002/joe.22203. Disponível em: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/joe.22203. Acesso em: 19 jun. 2025.

KIM, J.-B.; LI, Y.; ZHANG, L. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 100, n. 3, p. 639-662, 2011. DOI: 10.1016/j.jfineco.2010.07.007.

KLASSEN, K.; LISOWSKY, P.; MESCALL, D. The role of auditors, non-auditors, and internal tax departments in corporate tax aggressiveness. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 91, n. 1, p. 179-205, 2016. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=2152538. Acesso em: 18 mar. 2025.

KOPELMAN, R. E. A unique approach to achieving organizational excellence: the Cube One Framework. **Global Business and Organizational Excellence**, [S.l.], v. 41, n. 6, p. 37-46, 2022. DOI: 10.1002/joe.22160. Disponível em: https://doi.org/10.1002/joe.22160. Acesso em: 19 jun. 2025.

KOVERMANN, J.; VELTE, P. The impact of corporate governance on corporate tax avoidance: a literature review. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, [S.l.], v. 36, p. 100270, 2019. DOI: 10.1016/j.intaccaudtax.2019.100270. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2019.100270. Acesso em: 19 jul. 2025.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. What works in securities laws? **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 61, n. 1, p. 1-32, fev. 2006. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.00828.x

LEÃO, M. T. O direito fundamental de economizar tributos: entre legalidade, liberdade e solidariedade. 2017. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-15032021-190104/pt-br.php. Acesso em: 25 fev. 2026.

LIMA, E. M. L.; REZENDE, A. J. R. Um estudo sobre a evolução da carga tributária no Brasil: uma análise a partir da Curva de Laffer. **Interações**, Campo Grande, v. 20, n. 1, p. 239-255, 2019. DOI: 10.20435/inter.v0i0.1609.

MAHAJAN, R. *et al*. Stakeholder theory. **Journal of Business Research**, [S.l.], v. 166, 2023. DOI: 10.1016/j.jbusres.2023.114104.

MANZON JUNIOR, G. B.; PLESKO, G. A. The relation between financial and tax reporting measures of income. **Tax Law Review**, [S.l.], v. 55, n. 2, p. 175-214, 2002.

MARTINEZ, A. L. Agressividade tributária: um survey da literatura. **Research Papers in Economics**, [S.l.], v. 11, p. 106-124, 2017. DOI: 10.17524/REPEC.V11I0.1724.

MARTINEZ, A. L.; CERIZE, N. M. F. A influência da estrutura de controle na agressividade tributária corporativa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, v. 39, n. 2, p. 153-165, 2020. DOI: 10.4025/enfoque.v39i2.43978. Disponível em: https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=307164513009. Acesso em: 19 jul. 2025.

MARTINEZ, A. L.; RAMALHO, V. P. Agressividade tributária e sustentabilidade empresarial no Brasil. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 16, n. 49, p. 7-16, 2017. DOI: 10.16930/2237-7662/rccc.v16n49.2366. Disponível em: http://revista.crcsc.org.br. Acesso em: 19 jul. 2025.

MARTINEZ, A. L. *et al*. Financial derivatives, hedge accounting and tax aggressiveness in Brazil. **Contabilidad y Negocios**, [S.l.], v. 15, n. 29, p. 19-39, 2020.

MARTINS, G. de A.; THEOPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MASCENA, K. M. C. de; KIM, J.; FISCHMANN, A. A.; CORRÊA, H. L. Priorização de stakeholders: contribuição dos estudos teóricos e empíricos. **Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria**, Santa Maria, v. 8, n. esp. (XVI ENGEMA), p. 42-59, 2015. DOI: 10.5902/1983465916845. Disponível em: http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=273443566004. Acesso em: 19 jul. 2025.

MASCENA, K. M. C. de; STOCKER, F. Gestão de stakeholders: estado da arte e perspectivas. **Future Studies Research Journal**, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 1-30, 2020. DOI: 10.24023/FutureJournal/2175-5825/2020.v12i1.490. Disponível em: https://doi.org/10.24023/FutureJournal/2175-5825/2020.v12i1.490. Acesso em: 19 jul. 2025.

MASSEL, N.; PARK, J. E.; REICHELT, K. Do revenues matter more than earnings for initial public offerings? **Journal of Accounting, Auditing; Finance**, Thousand Oaks, v. 39, n. 1, p. 57-83, 2024. DOI: 10.1177/0148558X211046512.

MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. **Academy of Management Review**, Vahalla, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997. DOI: 10.5465/amr.1997.9711022105.

NIELSEN, F. A. G.; OLIVO, R. L. de F.; MORILHAS, L. J. **Guia prático para elaboração de monografias, dissertações e teses em administração**. São Paulo: Saraiva, 2017. E-book Kindle.

OCDE. **Corporate Tax Statistics 2024**. Paris: OECD Publishing, 11 jul. 2024. DOI: 10.1787/9c27d6e8-en. Disponível em: https://doi.org/10.1787/9c27d6e8-en. Acesso em: 19 jun. 2025.

OCDE. **Measuring and Monitoring BEPS, Action 11 – 2015 Final Report**. Paris: OECD Publishing, 5 out. 2015. DOI: 10.1787/9789264241343-en. Disponível em: https://doi.org/10.1787/9789264241343-en. Acesso em: 23 jul. 2025.

OCDE; CEPAL; CIAT; BID. **Revenue Statistics in Latin America and the Caribbean 2025: 1990-2023**. Paris: OECD Publishing, 2025. DOI: 10.1787/7594fbdd-en. Disponível em: https://doi.org/10.1787/7594fbdd-en. Acesso em: 23 jul. 2025.

PARMAR, B. L. *et al*. Stakeholder theory: the state of the art. **Academy of Management Annals**, Valhalla, v. 4, n. 1, p. 403-445, 2010. DOI: 10.5465/19416520.2010.495581.

PHILLIPS, R. Stakeholder legitimacy. **Business Ethics Quarterly**, [S.l.], v. 13, n. 1, p. 25-41, 2003. DOI: 10.5840/beq20031312. Disponível em: https://doi.org/10.5840/beq20031312. Acesso em: 19 jul. 2025.

SALOTTI, B. M.; MURCIA, F. D.-R.; CARVALHO, N.; FLORES, E. (coord.). **IFRS no Brasil: temas avançados abordados por meio de casos reais**. São Paulo: Atlas, 2015.

SAMPAIO, L. E. S.; MARQUES, H. R. M. A importância do planejamento tributário nas micro e pequenas empresas. **Revista Controle – Doutrina e Artigos**, Fortaleza, v. 13, p. 199-217, 2015. Disponível em: https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/6167543.pdf. Acesso em: [inserir data de acesso].

SANTOS, B. B. M.; SANTOS, G. C.; RIBEIRO, C. M. A.; PINTO, L. J. S. Agressividade tributária: uma revisão sistemática das pesquisas brasileiras. **RACEF – Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, Ribeirão Preto, v. 15, n. 3, p. 149-170, 2024. DOI: 10.13059/RACEF.v15i3.1217. Disponível em: https://doi.org/10.13059/RACEF.v15i3.1217. Acesso em: 19 jul. 2025.

SARTURI, G. *et al*. Relação entre saliência de stakeholders e desempenho financeiro. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 21, n. 2, p. 214-230, maio/ago. 2018. Disponível em: https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/1530. Acesso em: 18 mar. 2025.

SARTURI, G.; SERAVALLI, C.; BOAVENTURA, J. M. G. Afinal, o que é distribuir valor para os stakeholders? Uma análise bibliográfica sobre o tema. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 8, p. 92-113, 2015. DOI: 10.5902/1983465916556.

SCARPA, F.; SIGNORI, S. Understanding corporate tax responsibility: a systematic literature review. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, [S.l.], v. 14, n. 7, p. 179-201, 2023. DOI: 10.1108/SAMPJ-04-2022-0200. Disponível em: https://doi.org/10.1108/SAMPJ-04-2022-0200.

SILVA, R. L. M. da; NARDI, P. C. C. Full adoption of IFRSs in Brazil: earnings quality and the cost of equity capital. **Research in International Business and Finance**, [S.l.], v. 42, p. 1057-1073, 2017. DOI: 10.1016/j.ribaf.2017.07.041.

WANG, F. *et al*. Corporate tax avoidance: a literature review and research agenda. **Journal of Economic Surveys**, Hoboken, v. 34, n. 4, p. 793-811, 2019. DOI: 10.1111/joes.12347. Disponível em: https://doi.org/10.1111/joes.12347. Acesso em: 18 mar. 2025.

ZOLOTOY, L. *et al*. Stakeholder Agency Relationships: CEO Stock Options and Corporate Tax Avoidance. **Journal of Management Studies**, [*s.l.*], v. 58, n. 3, p. 782-814, 2020. DOI: 10.1111/joms.12623.

APÊNDICE A – RESULTADOS DAS REGRESSÕES COM BTD

Tabela 8 - BTD e Orientação aos *shareholders*

Variável explicativa	BTD	BTD Ajustada	BTD *Dummy* IFRS	BTD pré-IFRS	BTD pós-IFRS
Agressividade tributária	0,678**	0,608**	0,429	0,13	0,752*
	(2,29)	(2,18)	-1,64	-0,96	-1,46
Tamanho	0,016*	0,031***	0	-0,003	0,009
	(1,88)	(3,47)	-0,01	(-0,37)	-0,46
Comércio	0,116***	0,137***	0,021	0,029	-0,05
	(3,6)	(2,75)	-0,59	-0,94	(-0,93)
Indústria	0,118***	0,095**	0,058*	0,050*	-
	(3,66)	(2,10)	-1,85	-1,68	-
Serviços	0,107***	0,111**	0,016	0,013	-0,05
	(3,65)	(2,51)	-0,56	-0,48	(-0,95)
Utilidades	0,121**	0,131*	0,062	0,065***	-0,014
	(2,57)	(1,71)	-1,37	-4,18	(-0,13)
Constante	-0,149	-0,333**	0,104	0,153	0,161
	(-1,11)	(-2,59)	-0,69	-1,26	-0,57
IFRS	-	-	0,125***	-	-
	-	-	-4,88	-	-
Estatística F	6,39	5,00	9,35	3,82	1,62
R^2	0,142	0,133	0,318	0,101	0,116
R^2 Ajustado	0,092	0,096	0,272	0,001	0,013
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,003	0,420
VIF máximo	5,00	4,33	5,66	3,52	1,96
VIF médio	2,88	2,64	2,90	2,38	1,47
Observações	110	147	110	61	49

Os valores apresentados na primeira linha são os coeficientes não padronizados. Entre parênteses, na segunda linha, são apresentados os valores da estatística t.

*** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10.

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B – RESULTADOS DAS REGRESSÕES COM *CURRENT* ETR

Tabela 9 - Current ETR e Orientação aos *shareholders*

Variável explicativa	*Current* ETR	*Current* ETR Ajustada	*Current* ETR *Dummy* IFRS	*Current* ETR pré-IFRS	*Current* ETR pós-IFRS
Agressividade tributária	-0,039	−0,004	-0,004	−0,008	0,011
	(-0,89)	(−0,20)	(-0,13)	(−0,24)	-0,11
Tamanho	0,013	0,027***	-0,003	−0,003	−0,002
	(1,41)	(3,08)	(-0,33)	(−0,36)	(−0,09)
Comércio	0,122***	0,139***	0,016	0,031	−0,078
	(3,81)	(2,8)	-0,44	-1,02	(−1,41)
Indústria	0,130***	0,108**	0,061*	0,052*	—
	(3,92)	(2,34)	-1,89	-1,73	−0,070
Serviços	0,113***	0,114***	0,013	0,014	(−1,28)
	(3,9)	(2,6)	-0,43	-0,51	−0,037
Utilidades	0,122**	0,133*	0,057	0,065***	(−0,28)
	(2,3)	(1,71)	-1,15	-3,85	0,358
Constante	-0,076	−0,273**	0,164	0,156	-1,23
	(-0,53)	(−2,13)	-1,02	-1,27	
IFRS	-	-	0,138***	-	-
	-	-	-5,14	-	-
Estatística F	6,22	3,66	8,73	3,32	0,48
R^2	0,060	0,087	0,285	0,092	0,037
R^2 Ajustado	0,005	0,047	0,236	−0,009	−0,076
Prob > F	0,000	0,002	0,000	0,007	0,036
VIF máximo	5,04	4,34	5,68	3,52	1,91
VIF médio	2,89	2,63	2,88	2,37	1,43
Observações	110	147	110	61	49

Os valores apresentados na primeira linha são os coeficientes não padronizados. Entre parênteses, na segunda linha, são apresentados os valores da estatística t.

*** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10.

Fonte: Elaborado pelo autor.