



CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E TAX AVOIDANCE: E QUANDO O ESTADO É O MAIOR ACIONISTA?

OWNERSHIP CONCENTRATION AND TAX AVOIDANCE: WHAT IF THE STATE IS THE CONTROLLING SHAREHOLDER?

CONCENTRACIÓN ACCIONARIA Y TAX AVOIDANCE: ¿Y CUANDO EL ESTADO ES EL MAYOR ACCIONISTA?

Recebido em: 05-03-2021
Avaliado em: 10-06-2021
Reformulado em: 23-06-2021
Aceito para publicação em: 26-06-2022
Publicado em: 26-07-2022
Editor Responsável: Moacir M. Rodrigues Junior

Jislene Trindade Medeiros¹
Rômulo Alves Soares²
Márcia Martins Mendes De Luca³
Igor Rodrigo Menezes Teodósio⁴

RESUMO

Este estudo examina em que extensão a concentração acionária impacta o nível de atividades de *tax avoidance* das empresas controladas pelo Estado. Para estimação do nível de *tax avoidance*, foram utilizadas duas métricas, propostas por Atwood et al. (2012) e Tang (2015). A partir dos dados dos Formulários de Referência, foi calculada a porcentagem de concentração acionária das empresas. Para identificação das empresas controladas pelo Estado, utilizou-se uma variável *dummy*. A partir de uma amostra que reúne entre 1.740 e 1.781 observações de empresas listadas na B3, referentes ao período 2010-2017, constatou-se uma relação positiva e significativa entre as empresas que têm o Estado como maior acionista e a métrica de *Tax Avoidance* (TA1), que indica a porcentagem das respectivas despesas correntes pagas pela empresa. Quando a variável de interação da concentração acionária com o controle estatal é inserida no modelo, além de apresentar coeficiente positivo e significativo, indicando que quanto maior for a porcentagem de ações de propriedade do Estado, menor será a adoção de estratégias de *tax avoidance*, a associação entre a concentração acionária e a TA1 se mostra significativa e negativa. Dessa forma, além dos resultados indicarem que as empresas com baixa concentração acionária são mais agressivas em termos fiscais, há evidências de que quanto maior o percentual de controle acionário das empresas que têm o Estado como acionista controlador, menor o nível de agressividade fiscal e, conseqüentemente, menor a adoção de estratégias que visam melhorar o fluxo de caixa da empresa e a quantidade de recursos disponíveis para distribuição aos acionistas.

Palavras-chave: Concentração acionária. Controle estatal. *Tax avoidance*.

¹ Doutoranda em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (UFC), ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0941-0228>, E-mail: jislenetm@gmail.com

² Doutor em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (UFC), Professor da Universidade de Fortaleza (Unifor), ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2412-3796>, E-mail: romulosoares@unifor.br

³ Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP), Professora da Universidade Federal do Ceará (UFC), ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9995-5637>, E-mail: marciammdeluca@gmail.com

⁴ Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (UFC), ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0557-1315>, E-mail: igormteodosio@gmail.com

ABSTRACT

This study aimed to determine to what extent ownership concentration influences tax avoidance behaviors of state control firms. We quantified tax avoidance with two metrics proposed by Atwood et al. (2012) and Tang (2015). Based on reference forms, we calculated the percentage of ownership concentration for each firm in the sample, including all firms traded on B3 in 2010-2017, represented by 1740-1781 observations. We scored state ownership with a dummy variable. We found a positive and significant association between firms with majority state ownership and the tax avoidance metric TA1 (percentage of current expenditures paid by the firm). When the interaction variable ‘ownership concentration x state control’ was inserted into the model, the coefficient was positive and significant (indicating that the higher the percentage of state-owned shares, the smaller the likelihood of engagement in tax avoidance). In contrast, while the association between ownership concentration and TA1 was negative and significant. Thus, we may infer that firms with low ownership concentration tend to adopt more aggressive fiscal practices. There is evidence that the higher the percentage of ownership concentration of companies with majority state control, the lower the level of aggressive fiscal practices and, consequently, the lower the adoption of strategies that aim to improve the company's cash flow and the amount of resources available for distribution to shareholders.

Keywords: Ownership concentration. State control. Tax avoidance.

RESUMEN

Este estudio examina hasta qué punto la concentración accionaria impacta el nivel de actividades de *tax avoidance* de las empresas de control estatal. Para estimar el nivel de *tax avoidance*, se utilizaron dos métricas, propuestas por Atwood et al. (2012) y Tang (2015). A partir de los datos de los Formularios de Referencia, se calculó el porcentaje de concentración accionaria de las empresas. Para identificar a las empresas controladas por el Estado se utilizó una variable *dummy*. Basados en una muestra que reúne entre 1.740 y 1.781 observaciones de empresas listadas en la B3, correspondientes al período 2010-2017, se constató una relación positiva y significativa entre las empresas que tienen al Estado como mayor accionista y la métrica de *Tax Avoidance* (TA1), que indica el porcentaje de los respectivos gastos corrientes pagados por la empresa. Cuando la variable de interacción de la concentración accionaria con el control estatal se inserta en el modelo, además de presentarse un coeficiente positivo y significativo, indicando que a un mayor porcentaje de acciones propiedad del Estado, menor es la adopción de estrategias de evasión fiscal, la asociación entre la concentración de acciones y TA1 se muestra significativa y negativa. Por tanto, se puede inferir que las empresas con baja concentración accionaria son más agresivas en términos fiscales, e que cuanto mayor es el porcentaje de concentración accionaria de las empresas con control estatal mayoritario, menor es el nivel de actividades fiscales agresivas y, en consecuencia, menor es la adopción de estrategias que apuntan a mejorar el flujo de caja de la empresa y la cantidad de recursos disponibles para su distribución a los accionistas.

Palabras-clave: Concentración accionaria. Control estatal. *Tax avoidance*.

1 INTRODUÇÃO

Como os tributos sobre o lucro representam um custo significativo para a empresa (Bradshaw et al., 2019), os acionistas geralmente preferem que sejam adotadas estratégias de *tax avoidance*, para postergar o seu recolhimento, reduzir ou eliminar o seu montante (Chen et al., 2010), já que essa seria uma forma de melhorar o fluxo de caixa, aumentando a quantidade de recursos disponíveis para a distribuição de lucros. Desai e Dharmapala (2006), no entanto, defendem que as práticas de *tax avoidance* podem induzir os acionistas majoritários a expropriar os minoritários, na medida em que,

por exemplo, não tomam decisões que maximizam os fluxos de caixa das empresas e a riqueza dos acionistas (Annuar et al., 2014).

De acordo com La Porta et al. (2002), a maioria dos países possui estrutura de propriedade concentrada. Segundo Desai et al. (2007), o Estado é o maior acionista minoritário em quase todas as empresas, já que, por meio da cobrança dos tributos, reivindica parte dos respectivos fluxos de caixa. Devido a isso, o Estado desempenha um papel significativo nas decisões corporativas, e essa influência aumenta à medida que esse acionista possui maior controle acionário ou a propriedade direta sobre o patrimônio da empresa (Bradshaw et al., 2019).

De acordo com Hanlon e Heitzman (2010), as atividades de *tax avoidance* são práticas explícitas de redução dos tributos, por meio de ações como planejamento tributário e gerenciamento de tributos, que têm por finalidade preservar recursos internos e contribuir para amenizar a situação de restrição financeira da empresa (Damascena et al., 2018), já que visam reduzir o lucro tributável ou aumentar os créditos fiscais, diminuindo, assim, os gastos correntes com o recolhimento de tributos (Hanlon & Heitzman, 2010).

Shackelford e Shevlin (2001) apontam que alguns fatores organizacionais, como por exemplo, a estrutura de propriedade, são determinantes da agressividade fiscal da companhia, que, por sua vez, resulta da implementação de estratégias de *tax avoidance*. La Porta et al. (1998) afirmam que as decisões financeiras tomadas pela empresa são influenciadas pelo ambiente institucional e legal do seu país, sendo, portanto, importante reconhecer as diferenças na estrutura de propriedade e controle entre empresas, tanto dentro do país, como entre países (La Porta et al., 2002).

De acordo com Xia e Walker (2015), nas economias emergentes, ao contrário do que ocorre nos países desenvolvidos, o Estado é um dos três principais tipos de proprietário, tornando o cenário útil para se examinar o quanto essa propriedade influencia a empresa. Além disso, a presença do Estado como maior acionista leva a uma estrutura de propriedade diferente, em comparação com as demais companhias, já que os tributos pagos são dividendos implícitos para o acionista controlador, o Estado, e, portanto, um nível mais baixo de *tax avoidance* o beneficia, configurando, contudo, uma expropriação da riqueza de outros acionistas (Bradshaw et al., 2019).

A maioria dos principais estudos sobre *tax avoidance* foi realizada em países desenvolvidos (Badertscher et al., 2013; Chen, et al. 2010; Khan et al., 2017; Khurana & Moser, 2013; Mills & Newberry, 2001; Rego & Wilson, 2012). Torgler (2005), no entanto, argumenta que é alto o nível de agressividade fiscal em economias emergentes, como o Brasil, porquanto em tais países verifica-se um maior envolvimento ativo do Estado nos negócios, por meio da regulamentação e da propriedade (Child & Rodrigues, 2005; Cuervo-Cazurra, 2006).

Assim, uma investigação do impacto da concentração de propriedade e do controle estatal sobre as atividades de *tax avoidance* em empresas brasileiras, que têm o Estado como acionista controlador, contribuirá para a ampliação do segmento especializado que aborda os determinantes da agressividade fiscal em países em desenvolvimento, ajudando a expandir o conhecimento de como a estrutura de propriedade influencia as decisões sobre a política tributária adotada pelas companhias inseridas nesse contexto econômico.

Diante do exposto, objetiva-se examinar em que extensão a concentração acionária impacta o nível de atividades de *tax avoidance* nas empresas controladas pelo Estado, listadas no mercado de capitais do Brasil, no período 2010-2017. Nesse sentido, foram utilizadas duas *proxies* para se mensurar o nível de *tax avoidance*, conforme modelos propostos por Atwood et al. (2012) e Tang (2015), calculadas por meio de dados disponíveis na base da Compustat Global. A partir de dados dos respectivos Formulários de Referência, a concentração de propriedade foi estimada como sendo a razão entre o total de ações de propriedade do maior acionista e o total de ações da empresa; e as empresas que têm o Estado como acionista controlador foram sinalizadas por meio de uma variável *dummy*.

Os resultados demonstraram uma relação positiva e significativa entre a variável de interação dos fatores concentração de propriedade e controle estatal e as *proxies* de *tax avoidance* adotadas no

estudo. Logo, há indícios de que quanto maior o percentual de propriedade e controle das empresas brasileiras em que o Estado participa como acionista controlador, menor o engajamento em práticas de *tax avoidance*, ou seja, menor é a agressividade fiscal da empresa, quando comparada com as demais.

Observa-se que os resultados encontrados complementam pesquisas anteriores (Badertscher et al., 2013; Bradshaw et al., 2019; Chen et al., 2010; Mills & Newberry, 2001), fornecendo evidências da influência da concentração acionária e do controle estatal nas atividades de *tax avoidance*, numa demonstração de que nem todas as formas de estrutura de propriedade afetam da mesma maneira as estratégias tributárias adotadas pelas empresas. Ainda, os achados desta pesquisa devem ser de interesse de pesquisadores e formuladores de políticas fiscais, haja vista que podem sinalizar o efeito dos custos de agência nas atividades de *tax avoidance*, principalmente dos interesses conflitantes entre o acionista controlador e os demais proprietários, assim como entre o Estado, quando administrador direto, e os demais investidores.

2 REVISÃO DE LITERATURA E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES

As diferentes configurações de estrutura de propriedade nas empresas resultam em conflitos de agência entre gestores/controladores e financiadores externos (Claessens & Yurtoglu, 2013). Jensen e Meckling (1979) observam que quanto menor for o equilíbrio entre a propriedade do fluxo de caixa, maior será a expropriação entre *insiders* e *outsiders*, já que a dispersão do capital pode elevar o ganho do gestor com benefícios privados e diminuir os direitos residuais dos acionistas minoritários.

Segundo Anuar et al. (2014), pelo fato de os tributos constituírem deduções dos fluxos de caixa disponíveis e, conseqüentemente, do montante a ser distribuído aos acionistas, os proprietários da companhia se esforçam para maximizar o lucro por meio de estratégias de *tax avoidance*. Entretanto, esse aumento dos fluxos de caixa resultante das atividades de *tax avoidance* é alcançado por meio de certos custos não tributários.

De modo convergente com esse entendimento, Chen et al. (2010) afirmam que para determinar o nível de práticas de *tax avoidance*, as empresas compensam os benefícios marginais com os custos marginais do gerenciamento dos tributos. Ao investigar a influência do controle acionário familiar na agressividade fiscal em 3.865 empresas estadunidenses no período 1996-2000, Chen et al. (2010) verificaram que as empresas de controle familiar eram menos agressivas do que as demais, sinalizando que as companhias com esse tipo de controle de propriedade adotavam atividades menos agressivas de *tax avoidance*.

Ao analisar uma amostra de empresas estadunidenses, Khurana e Moser (2013) verificaram que as companhias com nível mais alto de propriedade concentrada em acionistas institucionais apresentavam nível mais baixo de atividades de *tax avoidance*. Ademais, quando dividiram a propriedade institucional em propriedade institucional de curto e de longo prazo, esses dois autores descobriram que as empresas com níveis mais altos de propriedade institucional de curto prazo adotavam estratégias de *tax avoidance* mais agressivas. Por outro lado, as empresas com níveis mais altos de propriedade institucional de longo prazo eram menos agressivas em termos fiscais.

Também junto a uma amostra de empresas norte-americanas, Khan et al. (2017) investigaram o relacionamento entre a concentração acionária institucional e a *tax avoidance*, encontrando que os aumentos na propriedade institucional estavam associados a aumentos nas atividades de *tax avoidance*; ou seja, constataram que as empresas com níveis mais altos de propriedade institucional geralmente adotavam estratégias mais agressivas para redução da carga tributária.

Ao considerar que as empresas exibem uma variação substancial no processo decisório corporativo na medida em que a propriedade do patrimônio está separada do controle, Badertscher et al. (2013) examinaram as práticas de *tax avoidance* de 549 empresas privadas com diferentes estruturas de propriedade e com ações negociadas na bolsa de valores dos EUA, totalizando 2.628

observações. Verificaram que quanto maior era a concentração acionária de uma empresa, mais avessos ao risco eram seus gestores, e mais baixo era o seu nível de agressividade fiscal. Os citados estudiosos concluíram que tanto os custos marginais da *tax avoidance* como a separação entre propriedade e controle influenciavam as práticas fiscais da empresa.

Segundo Fama e Jensen (1983), quando a propriedade acionária e o processo decisório corporativo são concentrados em um pequeno número de pessoas, provavelmente esses gestores-proprietários são mais avessos ao risco e, dessa forma, menos dispostos a investir em atividades arriscadas, como é o caso de práticas agressivas de *tax avoidance*. Badertscher et al. (2013) afirmam que quanto mais alto for o nível de estratégias de redução de tributos, maior será a chance de a empresa ser submetida a auditorias fiscais e receber penalidades.

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que nas grandes empresas da maioria dos países, o problema fundamental de agência não é o conflito entre investidores e gestores externos, mas o conflito entre investidores externos e acionistas controladores, que têm o controle quase total sobre os administradores. Segundo Coase (1960), dados os custos de transação, o acionista controlador tem influência sobre as decisões inerentes à distribuição dos retornos econômicos entre as partes interessadas.

Para La Porta et al. (2002), o poder dos acionistas controladores de expropriar investidores externos é moderado pelos incentivos financeiros recebidos para não o fazer, haja vista que, geralmente, a expropriação é dispendiosa (Burkart et al., 1998). Entretanto, para as empresas controladas pelo Estado, os benefícios da adoção de estratégias de *tax avoidance* são maiores do que os custos associados, pois essas empresas beneficiam-se do aumento dos fluxos de caixa provenientes da redução da carga tributária, e têm como único custo possível o aumento na remuneração dos gestores, já que não são geridas diretamente pelo governo (Annuar et al., 2014).

Embora alguns estudiosos (Caves & Christensen, 1980; Kole & Mulherin, 1997) assinalem que a propriedade estatal não necessariamente é menos eficiente do que a propriedade privada, Jiang e Wang (2017) afirmam que uma característica da propriedade privada é a maximização do lucro, em oposição à maximização do bem-estar social. Observa-se, ademais, que, diferentemente das demais empresas, aquelas controladas pelo Estado têm como principal objetivo alcançar benefícios políticos, em vez de maximizar os lucros (Shleifer & Vishny, 1994).

Convergente com esse entendimento, Bradshaw et al. (2019) argumentam que os gestores de empresas controladas pelo Estado recebem menos incentivo para adotar atividades de *tax avoidance*, em comparação com os das demais companhias, já que os tributos pagos são receitas para o controlador, o que causa expropriação dos acionistas minoritários, resultante da diminuição do fluxo de caixa. Além disso, as empresas que têm o Estado como o maior acionista têm menor preocupação com a redução da cotação das ações, haja vista que buscam pouco capital no mercado, devido às oportunas intervenções do governo (Annuar et al., 2014; Naser & Nuseibeh, 2003).

Zhang e Lv (2007) demonstraram que, na China, a situação financeira das empresas do mercado de capitais era determinada pela intervenção do governo nas atividades de governança corporativa e na administração das companhias, que, segundo Zhou e Lan (2018), podem divergir da maximização de valor para os acionistas minoritários.

Annuar et al. (2014) examinaram o relacionamento entre a estrutura de propriedade e as atividades agressivas de *tax avoidance* no mercado de capitais da Malásia, no período 2009-2013. Verificaram que as propriedades familiares, governamentais e estrangeiras eram aspectos determinantes do nível de agressividade fiscal. Os autores também constataram um impacto negativo da governança corporativa no relacionamento da *tax avoidance* com os diferentes tipos de controle acionário.

Usando empresas listadas na China entre 2003 e 2009, Chan et al. (2013) evidenciaram que as não-governamentais adotavam estratégias mais agressivas de *tax avoidance*, em comparação com aquelas controladas pelo Estado. Entretanto, os resultados também demonstraram que as empresas controladas pelo Estado localizadas em regiões menos desenvolvidas, onde a implementação de

medidas de governança corporativa geralmente é menos eficaz, eram mais agressivas em termos fiscais, quando comparadas às de regiões mais avançadas.

Com base em uma amostra de 2.054 empresas (16.402 observações) do mercado de capitais chinês, no período 1999-2012, Bradshaw et al. (2019) analisaram se as estatais apresentavam atividades de *tax avoidance* menos agressivas, em comparação com as não-estatais. De acordo com os resultados, havia indícios de que as empresas não-estatais implementavam de forma mais agressiva as atividades de *tax avoidance*, e concluíram que os relatórios fiscais de cada empresa estavam condicionados à respectiva estrutura acionária.

Observa-se que o relacionamento entre a *tax avoidance* e o controle estatal já é documentado em países em desenvolvimento, assim como o Brasil. Entretanto, de acordo com La Porta et al. (1999), as diferenças sistemáticas entre os países na estrutura das leis e suas aplicações alteram o poder que detém o acionista controlador de expropriar acionistas minoritários e credores, devido às restrições impostas pela legislação. Além disso, Gray (1988) argumenta que as práticas adotadas por cada organização são um reflexo dos aspectos do ambiente institucional em que ela está inserida, tais como o sistema jurídico, o político e o social.

Dessa forma, e com base na discussão teórica apresentada e nas evidências empíricas dominantes que apontam que quanto maior a concentração de propriedade e controle da empresa, mais avesso ao risco é o seu gestor e menor é o nível de agressividade fiscal adotado; e ainda considerando-se que os gestores das empresas do mercado de capitais brasileiro que têm o Estado como maior acionista possuem fracos incentivos para potencializar os resultados e adotam práticas de *tax avoidance* de maneira mais moderada, optando por evitar possíveis penalidades decorrentes de auditorias fiscais, por causa de suas conexões políticas, como defendido por Faccio et al. (2006), formula-se a seguinte hipótese de pesquisa, a saber:

H₁: Quanto maior for a concentração acionária das empresas que têm o Estado como acionista controlador, menos intensa será a adoção de práticas de *tax avoidance*.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Seleção da Amostra e Dados

A amostra da pesquisa é constituída por 266 empresas listadas no mercado de capitais brasileiro (B3 S. A. – Brasil, Bolsa, Balcão), com dados disponíveis, para a estimação das variáveis, na base Compustat Global e nos respectivos Formulários de Referência, totalizando entre 1.740 e 1.781 observações, referentes ao período 2010-2017.

Foram excluídas da amostra as empresas classificadas no setor Financeiro e Outros, haja vista que essas companhias atuam sob regulação contábil distinta e com diferentes alíquotas dos tributos sobre o lucro. Também foram excluídas da amostra as empresas que apresentaram lucro antes dos tributos e antes dos itens excepcionais negativos, já que a sua não exclusão resultaria em avaliações distorcidas das variáveis e da *tax avoidance*.

3.2 Especificação dos Modelos

Para se testar as hipóteses do estudo e se investigar o efeito do controle estatal na relação entre a concentração de propriedade e a *tax avoidance* nas empresas do mercado de capitais brasileiro, foi utilizado o Modelo 1 a seguir:

$$TaxAvoid_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONC_PROD_{it} + \beta_2 CEST_{it} + \beta_3 CONC_PROP_{it} * CEST_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALVAN_{it} + \beta_6 CRES_{it} + \beta_7 REN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Modelo 1})$$

3.2.1 Variável Dependente – Tax Avoidance

A primeira *proxy* de *tax avoidance* evidencia a despesa corrente paga pela empresa *i* no ano *t*, e é estimada por meio da Equação 1, elaborada por Atwood et al. (2012), a saber:

$$Tax\ Avoid_1 = \sum_{t-2}^t \frac{CTPi, t}{PTEBXi, t} \quad (\text{Equação 1})$$

Em que:

CTP = tributo corrente pago; e

PTEBX = lucro antes dos tributos e antes dos itens excepcionais.

A *Tax Avoid1* (TA1) foi estimada utilizando-se uma janela de três anos para reduzir os efeitos de itens que se revertem em apenas um ano, segundo Araújo et al. (2020) e Braga (2017). Além disso, observa-se que para o cálculo da variável *Tax Avoid1* (TA1), assim como em Atwood et al. (2012), foram necessários três anos consecutivos de PTEBX positivo.

Com a finalidade de se realizar uma análise de robustez dos resultados evidenciados com a TA1, foi utilizada uma segunda métrica como *proxy* de *tax avoidance* (TA2), que representa a taxa efetiva da despesa corrente da empresa *i* no ano *t* com tributos sobre o lucro, calculada segundo a Equação 2, proposta por Tang (2015), a saber:

$$Tax\ Avoid_2 = \frac{CTEi, t}{PTEBXi, t} \quad (\text{Equação 2})$$

Em que:

CTE = despesa tributária corrente; e

PTEBX = lucro antes dos tributos e antes dos itens excepcionais.

Para a mensuração das variáveis, foram adotados os mesmos procedimentos empregados por Araújo et al. (2020) e Braga (2017); ou seja, nos casos em que não havia dados disponíveis referentes às despesas tributárias correntes, foi utilizado o resultado da subtração entre o total da despesa tributária e o valor da despesa tributária diferida.

Destaque-se que os dados utilizados para se mensurar as variáveis de *tax avoidance*, assim como as variáveis de controle, apresentadas a seguir, foram coletados na base de dados Compustat Global.

3.2.2 Variáveis Independentes

As variáveis explicativas utilizadas na pesquisa, bem como sua descrição e fontes de coleta, são apresentadas na Tabela 1.

A escolha das variáveis de controle adotadas no estudo – tamanho (TAM), alavancagem (ALAV), crescimento das vendas (CRES) e rentabilidade (ROA) – teve como base estudos empíricos anteriores que envolveram *proxies* de *tax avoidance* (Annuar et al., 2014; Araújo et al., 2020; Badertscher et al., 2013; Chan et al., 2013; Khan et al., 2017; Khurana & Moser, 2013; Martinez & Motta, 2020).

Tabela 1*Variáveis independentes*

Variável	Sigla	Operacionalização	Fonte
Concentração Acionária	CONC_PROP	Quantidade de ações ordinárias do maior acionista dividida pelo total de ações ordinárias	Formulário de Referência – Item 12.9
Controle Estatal	C_EST	<i>Dummy</i> , que assume o valor “1” para empresa controlada pelo Estado, e o valor nulo no caso contrário	
Interação da concentração de propriedade com o controle estatal	CONC_PROP*CEST	Interação da variável concentração de propriedade com a variável controle estatal	
Variáveis Independentes de Controle			
Tamanho	TAM	Logaritmo natural do valor total do Ativo	Compustat Global
Alavancagem	ALAV	Quociente entre o montante das dívidas totais e o valor total do Ativo	
Crescimento das vendas	CRES	Porcentagem de crescimento das vendas	
Rentabilidade	ROA	Razão entre o valor do lucro operacional e o valor total do Ativo	

3.3 Técnicas de análise

Primeiramente, procurou-se conhecer o comportamento das variáveis dependentes e das variáveis independentes. Para tanto, elas foram submetidas a uma série de análises estatísticas, tais como: medidas de tendência central e separatriz (quartis), Teste T e Teste de Mann-Whitney, e representação gráfica das médias das métricas de *tax avoidance* ao longo do período 2010-2017 e análise de correlação.

Na sequência, por meio da análise de regressão com dados em painel com efeitos fixos, inicialmente, o Modelo 1 foi estimado sem a variável de interesse (CONC_PROP*C_EST) para examinar o relacionamento entre a concentração de propriedade, o controle estatal e o nível de *tax avoidance* nas empresas da amostra, sendo controlados os efeitos do tamanho da empresa (TAM), da variação na receita (CRES), da alavancagem (ALAV) e da rentabilidade (ROA). Por último, para testar a hipótese do estudo, o Modelo I foi estimado com a inclusão da variável de interação da concentração de propriedade com o controle estatal (CONC_PROP*C_EST).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Devido à construção de duas métricas para a *tax avoidance*, foi necessária a constituição de duas subamostras diferentes, obtidas a partir das mesmas empresas participantes da amostra do estudo, já que nem todos os dados necessários para o cálculo de cada uma das métricas (TA1 e TA2) estavam disponíveis em todos os anos, resultando, conseqüentemente, em distintos números de observações para cada uma das métricas. Por essa razão, procurou-se, sempre que possível, conduzir uma análise para cada uma das subamostras. Essa medida visa a melhor compreensão e a maior consistência dos resultados. Assim, inicialmente, na Tabela 2 são apresentadas as medidas-resumo para as duas métricas de *tax avoidance* e concentração de propriedade.

Os resultados obtidos para a concentração de propriedade mostram uma consistência entre as duas subamostras, já que a média de concentração de propriedade foi ligeiramente superior a 56% nos dois casos, além de se registrar uma mediana de aproximadamente 53% e um desvio-padrão de 21%. Esses resultados evidenciam a alta concentração acionária do mercado brasileiro, já que mais de 50% das empresas da amostra apresentam um acionista com mais de 50% das ações,

convergentemente com o defendido por La Porta et al. (2002), de que a maioria dos países apresenta estruturas de propriedade concentradas. Os resultados sinalizam também que as empresas em que o Estado é o maior acionista, esse controlador é proprietário de 50% ou mais da propriedade empresarial, contexto que provavelmente favorece a expropriação da riqueza de outros acionistas, como argumentado por Bradshaw et al. (2019).

Tabela 2

Estatística descritiva

	Subamostra TA ₁ (N = 1.740)					Subamostra TA ₂ (N = 1.781)				
	Média	Desvio	1ºQ	Mediana	3ºQ3	Média	Desvio	1ºQ	Mediana	3ºQ3
TA ₁	0,230	0,338	0,050	0,198	0,340	-	-	-	-	-
TA ₂	-	-	-	-	-	0,244	0,438	0,049	0,202	0,340
C_EST	0,042	-	-	-	-	0,043	-	-	-	-
CONC_PROP	0,563	0,216	0,396	0,528	0,691	0,564	0,216	0,397	0,528	0,692
TAM	7,588	2,009	6,313	7,666	8,922	7,576	2,009	6,298	7,657	8,914
ALAV	0,524	3,241	0,108	0,277	0,422	0,539	3,323	0,110	0,277	0,420
CRES	0,212	1,114	-0,033	0,099	0,231	0,210	1,114	-0,036	0,099	0,229
ROA	0,030	0,568	-0,009	0,043	0,106	0,027	0,564	-0,013	0,040	0,105

De acordo com os dados apresentados para as métricas de *tax avoidance* com base na média e na mediana, verifica-se que a maioria das empresas da amostra adota estratégias explícitas de redução de tributos sobre o lucro, inclusive de forma agressiva, conforme indicado pelo desvio-padrão. Esses valores são inferiores aos observados por Braga (2017) para a amostra de empresas brasileiras em 2010, primeiro ano de adoção obrigatória das IFRS pelo Brasil, haja vista que a autora encontrou, para as variáveis TA1 e TA2, valores médios 0,29 e 0,34, respectivamente. Há, portanto, indícios de que as empresas potencializaram a implementação de atividades de *tax avoidance* de forma mais agressiva.

Devido à natureza qualitativa da variável que representa a existência ou inexistência de controle estatal, optou-se, para fins de análise descritiva, pela apresentação das duas métricas de *tax avoidance*, segregadas quanto a essa característica. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3

Estatística descritiva e comparação das métricas de tax avoidance em empresas estatais e não-estatais

	Subamostra TA ₁ (N = 1.740)		Subamostra TA ₂ (N = 1.781)	
	C_EST = Não	C_EST = Sim	C_EST = Não	C_EST = Sim
Nº de observações	1.666	74	1.704	77
Média	0,230	0,226	0,245	0,233
Mediana	0,197	0,249	0,199	0,248
Desvio-padrão	0,337	0,351	0,435	0,484
Teste T		0,916		0,825
Teste de Mann-Whitney		0,852		0,885

Os resultados indicam, novamente, a consistência das duas subamostras, porquanto a proporção de observações em cada um dos dois grupos permanece semelhante. A partir da observação da média, evidencia-se que as empresas em que o Estado é o acionista controlador apresentam valores um pouco menores em comparação com aquelas que têm outro tipo de acionista controlador, indicando que, em média, as empresas administradas pelo governo têm nível mais alto de *tax avoidance* do que as demais. Entretanto, com base na mediana, medida menos sensível à dispersão

dos dados, é possível afirmar que pelo menos 50% da amostra composta por empresas em que o Estado é o maior acionista apresentam nível mais baixo de *tax avoidance*, quando comparados à amostra das empresas não-estatais.

Contrariando os resultados demonstrados por Chan et al. (2013) para uma amostra de empresas chinesas, em que os pesquisadores evidenciaram que as empresas não-governamentais adotavam estratégias mais agressivas de *tax avoidance* do que as controladas pelo Estado, nota-se que, por meio do Teste T e do Teste de Mann-Whitney, em geral, não há diferenças estatisticamente significativas entre os dois grupos, para ambas as *proxies* de *tax avoidance* (TA1 e TA2).

De modo semelhante à análise anterior, também se comparou a concentração de propriedade nas empresas estatais com a concentração nas não-estatais, por meio do Teste T e do Teste de Mann-Whitney. Os resultados apresentados na Tabela 4 mostram que não existem diferenças estatisticamente significativas entre empresas estatais e não-estatais quanto à concentração de propriedade, considerando-se as duas subamostras segregadas de acordo com as métricas de *tax avoidance* utilizadas na análise.

Tabela 4

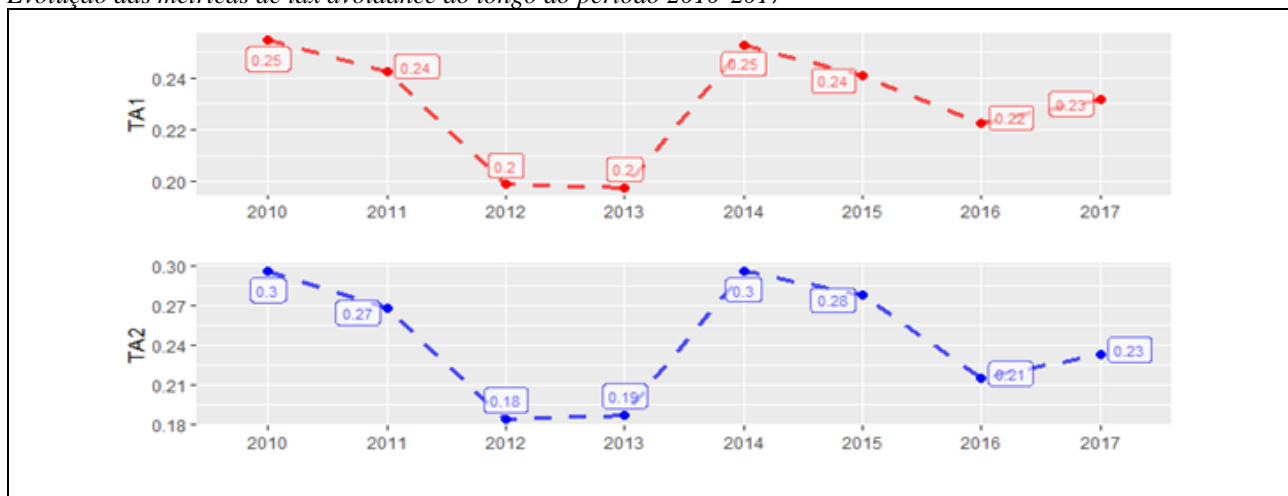
Estatística descritiva e comparação da concentração de propriedade entre empresas estatais e não-estatais

	Subamostra TA ₁ (N = 1.740)		Subamostra TA ₂ (N = 1.781)	
	C_EST = Não	C_EST = Sim	C_EST = Não	C_EST = Sim
N	1.666	74	1.704	77
Média	0,564	0,579	0,565	0,577
Mediana	0,529	0,511	0,529	0,510
Desvio-padrão	0,214	0,215	0,214	0,211
Teste T	0,560		0,623	
Teste de Mann-Whitney	0,682		0,728	

Como última etapa da análise descritiva, investigou-se o comportamento das métricas de *tax avoidance* ao longo do período 2010-2017. Os resultados são apresentados na Figura 1.

Figura 1

Evolução das métricas de tax avoidance ao longo do período 2010-2017



Os resultados mostram que as métricas TA₁ e TA₂ apresentam comportamento semelhante em todo o período, atingindo as maiores médias anuais em 2010 e 2014, e as menores em 2012 e 2013. Verifica-se, portanto, que os gestores das empresas listadas no mercado de capitais do Brasil alteram

suas atividades de *tax avoidance* de ano para ano, alternando entre estratégias fiscais mais e menos agressivas.

A análise de correlação de Pearson foi realizada com a finalidade de examinar a associação entre as variáveis independentes e as métricas de *tax avoidance* (TA₁ e TA₂). Os resultados são demonstrados na Tabela 5.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 5, constata-se que não há um relacionamento significativo entre as métricas de *tax avoidance* (TA₁ e TA₂) e o controle estatal, bem como entre a concentração de propriedade e controle e as *proxies* de *tax avoidance* (TA₁ e TA₂). Esses resultados sinalizam que, individualmente, as empresas controladas pelo Estado não apresentam níveis de *tax avoidance* diferentes das empresas que têm outros acionistas como controladores. Ainda, empresas com níveis mais altos de concentração acionária têm gestores-proprietários mais avessos ao risco, como defendido por Fama e Jensen (1983), e adotam estratégias menos agressivas de *tax avoidance* do que as empresas com propriedade acionária menos concentrada.

Tabela 5

Análise de Correlação de Pearson

Painel A - Correlação de Pearson (TA ₁)						
	1	2	3	4	5	6
(1) TA ₁	1					
(2) C_EST	-0,002	1				
(3) CONC_PROP	0,036	0,015	1			
(4) TAM	-0,097***	-0,028	-0,042*	1		
(5) ALAV	0,044*	-0,017	0,015	-0,174***	1	
(6) CRES	0,006	0,015	0,032	-0,004	-0,028	1
(7) ROA	-0,103***	0,008	-0,019	0,119***	-0,343***	0,077***
Painel B - Correlação de Pearson (TA ₂)						
	1	2	3	4	5	6
(1) TA ₂	1					
(2) C_EST	-0,005	1				
(3) CONC_PROP	0,032	0,013	1			
(4) TAM	-0,103***	-0,032	-0,042*	1		
(5) ALAV	0,056**	-0,018	0,009	-0,182***	1	
(6) CRES	0,001	0,012	0,029	-0,008	-0,028	1
(7) ROA	-0,093***	0,008	-0,017	0,123***	-0,354***	0,076***

Nota: (*) Significância a 10%; (**) Significância a 5%; (***) Significância a 1%.

Foram conduzidas ainda regressões para dados em painel de efeitos fixos para ano e setor, com o objetivo de se examinar se, nas empresas brasileiras, há, de alguma forma, influência da concentração de propriedade sobre o nível de *tax avoidance* das empresas de controle estatal. Além disso, optou-se pela utilização de dois modelos para cada métrica de *tax avoidance*. No primeiro, as variáveis independentes CONC_PROP e C_EST foram incluídas apenas isoladamente, enquanto o segundo modelo incluiu também a interação das duas variáveis (CONC_PROP*C_EST). Os resultados são mostrados na Tabela 6.

Analisando-se os resultados da primeira métrica de *tax avoidance* TA₁, verifica-se que, segundo o Modelo 1A, a variável que indica as empresas de controle estatal se mostrou positiva e significativa a 10%, assim como evidenciado por Martinez e Motta (2020) em uma amostra de empresas brasileiras, no período de 2009 a 2013. Infere-se, portanto, que as empresas que têm o Estado como acionista controlador apresentam nível mais baixo de *tax avoidance*, em comparação com aquelas que têm outro tipo de acionista controlador, tais como controle familiar, institucional e difuso. Tal achado está alinhado com aquele observado por Annuar et al. (2014), que encontraram

indícios de que a propriedade governamental é determinante do nível de agressividade fiscal da empresa.

Tabela 6

Análise de regressão para dados em painel com efeitos fixos

Variáveis	TA ₁		TA ₂	
	Modelo 1A	Modelo 1B	Modelo 2A	Modelo 2B
CONC_PROP	-0,128 (0,166)	-0,200 (0,038**)	-0,042 (0,729)	-0,122 (0,334)
C_EST (Sim)	0,179 (0,069*)	-0,281 (0,187)	0,141 (0,258)	-0,363 (0,187)
CONC_PROP*C_EST		0,842 (0,015**)		0,933 (0,040**)
TAM	-0,013 (0,005***)	-0,013 (0,004***)	-0,019 (0,001***)	-0,019 (0,001***)
ALAV	0,000 (0,874)	-0,001 (0,839)	0,003 (0,355)	0,003 (0,372)
CRES	0,001 (0,936)	0,001 (0,948)	-0,002 (0,869)	-0,002 (0,857)
ROA	-0,057 (0,001***)	-0,058 (0,001***)	-0,051 (0,020***)	-0,052 (0,017**)
CONC_PROP*C_EST		0,842 (0,015**)		0,933 (0,040**)
N	1740	1740	1781	1781
Teste F	4,970 (0,000***)	5,119 (0,000***)	4,380 (0,000***)	4,368 (0,000***)
R ²	0,020	0,024	0,017	0,020
AIC	833,418	828,427	1842,782	1839,793

Nota: (*) Significância a 10%; (**) Significância a 5%; (***) Significância a 1%.

Esses resultados são semelhantes àqueles observados por Bradshaw et al. (2019) no mercado de capitais chinês, onde, assim como ocorre no Brasil, as empresas que têm o Estado como maior acionista apresentam nível mais baixo de atividades de *tax avoidance*, na comparação com as empresas não-estatais, provavelmente devido aos fracos incentivos para potencializar os resultados. Segundo Faccio et al. (2006), isso ocorre por causa dos custos políticos associados aos riscos de adoção de práticas de *tax avoidance*.

Ao ser incluída no modelo a variável de interação de CONC_PROP com C_EST, o coeficiente estimado para a concentração de propriedade, no Modelo 1B, passa a ser negativo e significativo a 5%. Esse resultado está de acordo com os achados de Chen et al. (2010) e Khurana e Moser (2013) em relação à influência da concentração acionária na *tax avoidance*, haja vista que esses estudos também constataram indícios de que as empresas com maior agressividade fiscal são aquelas que detêm a estrutura de propriedade e o controle mais concentrados. Contudo, divergem das evidências documentadas por Khan et al. (2017); logo, pode ser que haja por parte das empresas controladoras maior expropriação da riqueza dos acionistas minoritários, de acordo com o afirmado por Jensen e Meckling (1979).

Indo, porém, de encontro aos resultados evidenciados para a primeira *proxy* de *tax avoidance* (TA₁), os achados para a TA₂, que representa a taxa efetiva da despesa corrente da empresa, mostram que, em geral, o controle estatal e a concentração de propriedade, isoladamente, não exercem influência significativa sobre o nível de *tax avoidance* nas empresas brasileiras, mesmo após a adição da variável CONC_PROP*C_EST.

Destaque-se que os resultados para a interação entre a concentração de propriedade e o controle estatal (CONC_PROP*C_EST) mostraram-se significantes a 5% nos modelos 1B e 2B; ou seja, influenciam positivamente as métricas TA_1 e TA_2 . Esse resultado indica que quanto maior o controle estatal, menos intensa será a adoção de práticas de *tax avoidance* nas empresas brasileiras. Portanto, não se rejeita a hipótese (H_1), de que quanto maior for a concentração acionária das empresas que têm o Estado como acionista controlador, menos intensa será a adoção de práticas de *tax avoidance*.

Esses achados apresentam evidências convergentes aos resultados observados por Chan et al. (2013) e por Bradshaw et al. (2019) no mercado de capitais chinês, em que as empresas governamentais adotam estratégias menos agressivas de *tax avoidance*. Estão, ainda, alinhados ao defendido por Bradshaw et al. (2019), de que à medida que o Estado possui maior propriedade direta sobre o patrimônio das empresas, menor é o incentivo e, conseqüentemente, o nível de práticas de *tax avoidance* adotadas pelas empresas, já que elas têm como finalidade postergar, reduzir ou eliminar o recolhimento de tributos (Chen et al., 2010), ou seja, diminuir suas próprias receitas. Esses resultados reforçam o defendido por Shackelford e Shevlin (2001), de que a estrutura de propriedade é um aspecto determinante da agressividade fiscal da firma.

5 CONCLUSÃO

Investiga-se aqui em que extensão a concentração da propriedade influencia o nível de *tax avoidance* nas empresas que têm o Estado como acionista controlador, listadas na B3, a partir de uma amostra constituída de observações referentes ao período 2010-2017. Os resultados preliminares, obtidos com base na estatística descritiva, no Teste T e no Teste de Mann-Whitney, indicam que as empresas brasileiras apresentam alta concentração de propriedade, e que o nível de *tax avoidance* não é diferente nas empresas que têm o Estado como acionista controlador, quando comparadas com as empresas controladas por outros tipos de proprietário. Esses resultados foram complementados pela análise multivariada dos dados.

Diferentemente do esperado, evidenciou-se um relacionamento negativo entre a concentração acionária e a *tax avoidance*. Assim, aponta-se que os gestores das empresas com títulos negociados no mercado de capitais brasileiro são propensos ao risco, divergentemente do afirmado por Badertscher et al. (2013) e Fama e Jensen (1983), já que quanto maior for a concentração acionária, mais são praticadas atividades que têm como finalidade diminuir a saída de fluxo de caixa. Isso sinaliza que o acionista controlador, por ser proprietário de uma considerável porcentagem da empresa, procura maximizar o lucro da companhia (Jiang & Wang, 2017) e o retorno recebido pelo seu investimento, por meio da redução dos gastos correntes com pagamento de tributos (Hanlon & Heitzman, 2010), e algumas vezes de forma agressiva.

Ao se analisar a influência positiva da variável de interação dos fatores concentração de propriedade e controle acionário estatal no nível de *tax avoidance*, encontra-se indicativos de que à medida que o Estado possui maior influência nas decisões corporativas decorrente da propriedade direta sobre o capital da empresa, adota-se, de forma mais moderada, estratégias de redução da carga tributária e de atividades de expropriação dos recursos legalmente destinados à promoção do bem-estar social, como defendido por Jiang e Wang (2017). Apresentam-se, assim, evidências da existência do problema de agência entre investidores externos e acionistas controladores (Shleifer & Vishny, 1997), além de que a alta administração pode estar direcionada a alcançar objetivos não financeiros que podem estar associados às políticas públicas (Bai et al., 2006; Li & Zhang, 2010).

Como principal limitação da pesquisa, evidenciam-se as *proxies* para se mensurar as variáveis de *tax avoidance*, já que são insuficientes os dados fiscais divulgados nos relatórios públicos das empresas, pelo fato de grande parte das suas informações tributárias ser confidencial. Dessa forma, os valores calculados para *tax avoidance* podem diferir daqueles realmente praticados pelas empresas.

Como sugestão para pesquisas futuras, propõe-se investigar separadamente o impacto de outros tipos de controle de propriedade no nível de *tax avoidance* em empresas brasileiras, como, por exemplo, o controle institucional e o controle familiar, assim como em empresas de outros países, com contextos institucionais distintos. Essa análise pode aprofundar o conhecimento de como os diversos tipos de controle acionário e fatores institucionais afetam o engajamento em atividades de *tax avoidance*. Sugere-se, ainda, o desenvolvimento de estudo que investigue como a crise financeira influencia a agressividade fiscal no Brasil.

REFERÊNCIAS

- Annuar, H. A., Salihu, I. A., & Sheikh Obid, S. N. (2014). Corporate ownership, governance and tax avoidance: An interactive effect. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 164, 150-160.
- Araújo, V. C., Góis, A. D., Luca, M. M. M. De, & Lima, G. A. S. F. de. (2020). Narcisismo do CEO e o tax avoidance corporativo. *Revista Contabilidade & Finanças*, 32(85), 80-94.
- Atwood, T. J., Drake, M. S., Myers, J. N., & Myers, L. A. (2012). Home country tax system characteristics and corporate tax avoidance: International evidence. *The Accounting Review*, 87(6), 1831-1860.
- Badertscher, B. A., Katz, S. P., & Rego, S. O. (2013). The separation of ownership and control and corporate tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 228-250.
- Bai, C. E., Lu, J., & Tao, Z. (2006). The multitask theory of state enterprise reform: empirical evidence from China. *American Economic Review*, 96(2), 353-357.
- Bradshaw, M., Liao, G., & Ma, M. S. (2019). Agency costs and tax planning when the government is a major shareholder. *Journal of Accounting and Economics*, 67(2-3), 255-277.
- Braga, R. N. (2017). Effects of IFRS adoption on tax avoidance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(75), 407-424.
- Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1998). Why higher takeover premia protect minority shareholders. *Journal of Political Economy*, 106(1), 172-204.
- Caves, D. W., & Christensen, L. R. (1980). The relative efficiency of public and private firms in a competitive environment: The case of Canadian railroads. *Journal of Political Economy*, 88(5), 958-976.
- Chan, K. H., Mo, P. L., & Zhou, A. Y. (2013). Government ownership, corporate governance and tax aggressiveness: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 53(4), 1029-1051.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61.
- Child, J., & Rodrigues, S. B. (2005). The internationalization of Chinese firms: A case for theoretical extension? 1. *Management and Organization Review*, 1(3), 381-410.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Coase, R. H. (1960). Law economics. *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.
- Cuervo-Cazurra, A. (2006). Business groups and their types. *Asia Pacific Journal of Management*, 23(4), 419-437.
- Damascena, L. G., França, R. D., Leite, P. A. M., Filho, & Paulo, E. (2018). Restrição financeira, taxa efetiva de impostos sobre o lucro e os efeitos da crise nas empresas de capital aberto listadas no B3. *Revista Universo Contábil*, 13(4), 155-176.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145-179.

- Desai, M. A., Dyck, A., & Zingales, L. (2007). Theft and taxes. *Journal of Financial Economics*, 84(3), 591-623.
- Faccio, M., Masulis, R. W., & McConnell, J. J. (2006). Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6), 2597-2635.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Gray, S. J. (1988). Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally. *Abacus*, 24(1), 1-15.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 127-178.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. In *Economics Social Institutions* (pp. 163-231). Springer, Dordrecht.
- Jiang, K., & Wang, S. (2017). A contractual analysis of state versus private ownership. *China Economic Review*, 43, 142-168.
- Khan, M., Srinivasan, S., & Tan, L. (2017). Institutional ownership and corporate tax avoidance: New evidence. *The Accounting Review*, 92(2), 101-122.
- Khurana, I. K., & Moser, W. J. (2013). Institutional shareholders' investment horizons and tax avoidance. *The Journal of the American Taxation Association*, 35(1), 111-134.
- Kole, S. R., & Mulherin, J. H. (1997). The government as a shareholder: A case from the United States. *The Journal of Law and Economics*, 40(1), 1-22.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Li, W., & Zhang, R. (2010). Corporate social responsibility, ownership structure, and political interference: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 96(4), 631-645.
- Martinez, A. L., & Motta, F. P. (2020). Tax aggressiveness of government-controlled corporations in Brazil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(43), 136-148.
- Mills, L. F., & Newberry, K. J. (2001). The influence of tax and nontax costs on book-tax reporting differences: Public and private firms. *Journal of the American Taxation Association*, 23(1), 1-19.
- Naser, K., & Nuseibeh, R. (2003). Quality of financial reporting: Evidence from the listed Saudi nonfinancial companies. *The International Journal of Accounting*, 38(1), 41-69.
- Rego, S. O., & Wilson, R. (2012). Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 775-810.
- Shackelford, D. A., & Shevlin, T. (2001). Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 321-387.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Tang, T. Y. H. (2015). Does book-tax conformity deter opportunistic book and tax reporting? An international analysis. *European Accounting Review*, 24(3), 441-469.

- Torgler, B. (2005). Tax morale and direct democracy. *European Journal of Political economy*, 21(2), 525-531.
- Xia, F., & Walker, G. (2015). How much does owner type matter for firm performance? Manufacturing firms in China 1998–2007. *Strategic Management Journal*, 36(4), 576-585.
- Zhang, C., & Lv, W. (2007). Institutional shareholders, ultimate ownership and financial constraint. *Management World*, 11, 119-126.
- Zhou, J., & Lan, W. (2018). Investor protection and cross-border acquisitions by Chinese listed firms: The moderating role of institutional shareholders. *International Review of Economics & Finance*, 56, 438-450.